

HELMUT SIEKMANN

Die Finanzmarktaufsicht in der Krise

Institute for Monetary and Financial Stability  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

---

WORKING PAPER SERIES NO. 41 (2010)

PROF. DR. HELMUT SIEKMANN (HRSG.)

INSTITUTE FOR MONETARY AND FINANCIAL STABILITY  
PROFESSUR FÜR GELD-, WÄHRUNGS- UND NOTENBANKRECHT  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT  
GRÜNEBURGPLATZ 1  
60629 FRANKFURT AM MAIN

TELEFON: (069) 798 – 34014  
TELEFAX: (069) 798 – 33913  
E-MAIL: GELD-UND-WAEHRUNG@IMFS-FRANKFURT.DE

HELMUT SIEKMANN

Die Finanzmarktaufsicht in der Krise

**Institute for Monetary and Financial Stability**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT AM MAIN

WORKING PAPER SERIES No. 41 (2010)

# Gliederung

I. Die Suche nach den Ursachen der Krise .....	2
1. Die einzelnen Faktoren .....	2
2. Die Ratingagenturen .....	5
3. Staatsversagen .....	7
II. Der Beitrag der Rechtsordnung für Entstehung und Verlauf der Krise .....	10
1. Grundlagen .....	10
2. Aufsicht und Kontrolle .....	11
III. Bereits ergriffene Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität .....	15
1. Global.....	15
2. Europa.....	18
3. National .....	21
a) USA.....	21
b) Deutschland .....	22
4. Würdigung.....	24
5. Exkurs: Ratingagenturen.....	24
IV. Aufsichtsrechtliche Schritte auf dem Weg zu einer effektiven Prävention .....	27
1. Abgrenzungen .....	27
a) Die Problematik des Begriffs „Regulierung“ .....	27
b) Die Umgehungsmöglichkeiten .....	28
c) Ausgrenzungen .....	29
2. Der begrenzte Nutzen von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen .....	31
3. Die grundlegende Neugestaltung von Aufsicht und Kontrolle .....	34
a) Finanzmarktaufsicht als Gefahrenabwehr .....	35
b) Organisation der nationalen Aufsicht.....	36
c) Europäisierung und Globalisierung der Aufsicht.....	37
d) Reduktion der Komplexität .....	39
e) Anforderungen an das Eigenkapital.....	40

f) Anteil der Fremdfinanzierung („leverage“)	40
g) Erfassung von Risiken und ihre Lenkung	40
h) Zulassung von Finanzprodukten	41
i) Keine impliziten Garantien für das Überleben von Instituten	42
4. Ratingagenturen	45
a) Die Effizienz von Bewertungen für den Markt	45
b) Die Verwischung von Verantwortlichkeiten	46
c) Private Werturteile als Anknüpfungspunkt für Hoheitsmaßnahmen	47
d) Die Bedeutung der Ratings	48
e) Abhilfe	49
5. Entscheidungen und Entscheidungsträger	54
V. Zusammenfassung und Ergebnisse	55

Im März des Jahres 2009 hatte der Nobelpreisträger *Edmund S. Phelps* gefordert, dass der Finanzsektor von Grund auf neu gestaltet werden müsse. Auch in einer breiteren Öffentlichkeit hat diese Forderung Anklang gefunden, ohne sogleich mit der Diagnose eines Versagens des „Kapitalismus“ oder der „Marktwirtschaft“ verbunden zu werden. Mit einer solchen Diagnose waren zwar interessierte Kreise aus Politik und Medien schnell bei der Hand. Das war zu erwarten. Doch lenken derartige Großformeln und die Diskussion abstrakter Systemfragen nur von den eigentlichen Problemen ab.<sup>1</sup> Stattdessen ist die Befassung mit konkreten Sachfragen sehr viel ergiebiger. Die geforderte Neugestaltung muss jedenfalls im Schwergewicht die *Aufsicht über die Finanzmärkte* und die *Kontrolle der Finanzmarktakteure* zum Gegenstand haben. Das ist auch die dezidierte Auffassung des Internationalen Währungsfonds. Er hat sie in seinem „World Economic Outlook“ mit folgenden Worten zum Ausdruck gebracht:

„A key lesson is that the EU financial stability framework needs to be revamped. Useful steps in this direction were proposed in the February 25, 2009, report of the de Larosière Group. Ultimately, what is needed is an institutional structure for regulation and supervision that is firmly grounded on the principle of joint responsibility and accountability for financial stability, including the sharing of crisis-related financial burdens.“<sup>2</sup>

Ob aber aus der zutreffenden Erkenntnis der Notwendigkeit einer Neugestaltung des Finanzsektors tatsächlich auch die richtigen Konsequenzen gezogen werden, ist allerdings alles andere als sicher. Im Gegenteil mehren sich die Anzeichen, dass mit dem Abflauen oder zumindest der Eindämmung der Krise die maßgebenden Akteure auf den Finanzmärkten am liebsten weiter machen möchten wie bisher; so als sei nichts Nennenswertes geschehen und nicht unvorstellbare Lasten durch eine explodierende Staatsverschuldung zukünftigen Generationen auf-

<sup>1</sup> Ähnlich *Hank*, *Der amerikanisch Virus*, 2009, S. 13, 212

<sup>2</sup> *International Monetary Fund*, *World Economic Outlook, Crisis and Recovery*, April 2009, S. 84. Bei dem angesprochenen Bericht handelt es sich um: *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009; näher dazu unten S. 18.

gebürdet worden. *Dieser Schaden ist bereits entstanden und lässt sich auch nicht mehr ändern.* Über die Bewältigung seiner Folgen und die Verhütung einer ähnlichen Entwicklung in der Zukunft ist allerdings intensiv nachzudenken.

## I. Die Suche nach den Ursachen der Krise

### 1. Die einzelnen Faktoren

Das Geschehen ist trotz mancher Erkenntnisfortschritte immer noch nicht in vollem Umfang entschlüsselt; weder durch offizielle Berichte<sup>3</sup> noch durch private Forschungsarbeiten<sup>4</sup>. Die Mutierung der Bankenkrise zu einer Staatsschuldenkrise

<sup>3</sup> [de Larosière] *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), Kapitel I; *Department of the Treasury*, Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, 2009; *Financial Services Authority*, A regulatory response to the global banking crisis, Discussion Paper 09/2, March 2009; *International Monetary Fund*, World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009; *Issing/Asmussen/Krahnen/Regling/Weidmann/White*, New Financial Order – Recommendations by the Issing Committee, Part I (October 2008), Center for Financial Studies of the University Frankfurt (February 2009); Part II (March 2009), Center for Financial Studies of the University Frankfurt, White Paper No. II (February 2009); [Lamfalussy], High-Level Committee on a New Financial Architecture, chaired by Alexandre Lamfalussy, June 2009; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, November 2008, vor allem S. 144 ff., 164 ff.; [Turner], Financial Services Authority, The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis, March 2009.

<sup>4</sup> *Acharya/Philippon/Richardson/Roubini*, The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, in: Acharya/Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, 2009, S. 1 ff.; *Acharya/Schnabl*, How Banks Played the Leverage Game, in: Acharya/Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, 2009, S. 83 ff.; *Akerlof/Shiller*, Animal Spirits, 2009, S. 86 ff.; *Allen/Gale*, Understanding Financial Crises, 2007; *Allen/Gale* (ed.), *Financial Crises*, 2008; *Brunnermeier/Crockett/Goodhart/Persaud/Shin*, The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy 11, 2009: Schwergewicht auf "maturity mismatch"; *Coval/Jurek/Stafford*, The Economics of Structured Finance, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23 (2009), S. 3–25; *Dewatripont/Freixas/Portes*, Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, Centre for Economic Policy Research 2009; *Gerlach/Giovannini/Tille/Viñals*, Are the Golden Years of Central Banking Over? The Crisis and the Challenges, Geneva Reports on the World Economy 10, 2009; *Hank*, Der amerikanische Virus, 2009; *Huertas*, Crisis: Cause, Containment and Cure, 2010; *Hüther/Hellwig/Hartmann-Wendels*, Arbeitsweise der Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktaufsicht, Forschungsvorhaben fe 22/08, Bericht vom 17. Februar 2009; *Jaffee/Lynch/Richardson/Van Nieuwerburgh*, Mortgage Origination und Securitization in the Financial Crisis, in: Acharya/Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, 2009, S. 61 ff.; *Krugman*, Die neue Weltwirtschaftskrise, 2009 (deutsche Übersetzung von: *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, 2008); *Kübler*, Die Krise der amerikanischen Hypothekenverbriefungen – Ursachen und Herausforderungen, in: *Unternehmensrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts*, Festschrift für Eberhard Schwark zum 70. Geburtstag, 2009, S. 499 ff.; *Richardson*, Causes of the Financial Crisis of 2007–2009, in:

oder gar einer Währungskrise hat gezeigt, dass mitnichten Ursachen und Natur der Krise hinreichend verstanden sind.<sup>5</sup> Die Krise ist ein multikausales und multifaktorielles Geschehen. Sie hat in ihrem Verlauf mehrfach ihre Gestalt verändert. Unter diesen Umständen verbieten sich einfache Erklärungsansätze, namentlich in der Form linearer Ursache-Wirkungszusammenhänge. Es ist also immer das Zusammenwirken verschiedener Faktoren zu betrachten, die unterschiedlich gewichtige Beiträge zum Geschehensablauf geliefert haben.

Als Faktoren, die mehr oder weniger bedeutsam für Entstehung und Verlauf der Krise gewesen sind, lassen sich anführen:

1. die globalen Ungleichgewichte in den Handels- und Zahlungsströmen
2. die (zu laxen) Geldpolitik des Federal Reserve Systems
3. die Aufweichung der Anforderungen für die Vergabe von Immobilien-Krediten in den USA
4. die Verbriefung von Forderungen und ihre fehlerhafte Bewertung durch die Rating-Agenturen
5. die Komplexität der Finanzinstrumente
6. die Fristeninkongruenz von Ausleihung und Refinanzierung
7. der Anteil von Fremdkapital (leverage) bei Finanzgeschäften
8. das Verstecken von Risiken der Finanzinstitute in ausgelagerten Einheiten
9. die Anforderungen des Bankenaufsichtsrechts an das Eigenkapital und deren prozyklische Wirkungen
10. die Vorschriften für die Bewertung von Aktiva der Banken (mark to market)
11. die Fehlanreize durch die Art der Honorierung von Entscheidungsträgern in den Finanzinstituten, aber auch von „Beratern“ vor Ort

Acharya/Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, 2009, S. 57 ff.; *Richardson/White*, *The Rating Agencies: Is Regulation the Answer?*, in: Acharya/Richardson (ed.), *Restoring Financial Stability*, 2009, S. 101 ff.; *Rudolph*, *Die internationale Finanzkrise: Ursachen, Treiber, Veränderungsbedarf und Reformansätze* ZGR 2010, S. 4–26; *Shiller*, *The Subprime Solution*, 2008; S. 29 ff.; *Shwarcz*, *Systemic Risk*, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 97 (2008), S. 193–249; *Sinn*, *Kasino-Kapitalismus*, 2. Aufl. 2009, S. 15–241; *J.B. Taylor*, *Getting off Track*, 2009.

<sup>5</sup> Unzutreffend daher *Hopt*, *Auf dem Weg zu einer neuen europäischen und internationalen Finanzmarktarchitektur*, NZG 2009, S. 1401 (1401).

12. das Versagen der corporate-governance der Institute, namentlich ihre fehlendes oder fehlerhaftes Krisenmanagement
13. das Versagen von „Regulierung“, Aufsicht und Krisenmanagement
14. die Komplexität der Rechtsvorschriften
15. das Herdenverhalten der Beteiligten
16. oder schlicht die menschliche Gier

Bei genauerer Betrachtung dürfte das Schwergewicht aber auf folgenden *Ursachen* liegen:

- die *Kreditvergabepraxis* in den USA<sup>6</sup> und bei einigen Banken in Europa
- Art und Ausmaß der *Verbriefung* von Forderungen („opaqueness“, „complexity“)
- die *Geldpolitik* des Federal Reserve Systems
- Art und Höhe der *Fremdfinanzierung* von Instrumenten und Instituten des Finanzsektors („leverage“, „maturity mismatch“)
- *Risikowahrnehmung und Entscheidungsfindung* in den Organen von Finanzinstituten („aggregate tail-risks“, „moral hazard“)

Nicht sicher ist, ob die Bildung überhöhter Preise auf den Vermögenmärkten (*asset price bubbles*) hätte verhindert werden können. Die Möglichkeiten der Geldpolitik werden insoweit kontrovers beurteilt.

Einen *wesentlichen Beitrag* zur Entstehung der Krise und ihrem weiteren Verlauf haben aber auch geleistet:

- die rechtlichen *Rahmenbedingungen* für die Tätigkeit der Finanzinstitute
- die *Aufsicht* über Finanzmärkte und Finanzinstitute
- das Fehlen geeigneter Rechtsregeln für die systemschonende *Abwicklung* fallender Finanzinstitute.

<sup>6</sup> Überblick über die Entwicklung Wohnungsbaudarlehen in den USA bei *Rudolph* (Fn. 4), S. 4-8, der aber die verbreitete Fehlvorstellung wiedergibt, dass in den USA eine persönliche Haftung der Darlehensnehmer von Immobilienkrediten nicht bestehe (S. 7). Die persönliche Haftung („recourse“) hängt jedoch von der Ausgestaltung der Verträge und den sehr unterschiedlichen Vorschriften der einzelnen „states“ ab.

## 2. Die Ratingagenturen

Eine besonders wichtige Rolle für die Entstehung der Krise und ihren Verlauf haben die Ratingagenturen gespielt.<sup>7</sup> Es handelt sich um private, gewinnorientierte Unternehmen aus einer fremden Rechtsordnung, die gegen Bezahlung ihre Auftraggeber oder deren „Produkte“ bewerten und dafür im Grundsatz die gewohnten amerikanischen Schulnoten verteilen. Zudem üben sie in erheblichem Umfang eine sehr einträgliche Beratungstätigkeit aus, meist für die Institute, die ihre Bewertungen wünschen. Sie beurteilen sowohl Institute (Emittenten) als auch Forderungen. Das Urteil hat die Wahrscheinlichkeit zum Inhalt, dass innerhalb eines gegebenen Zeitraums Zahlungspflichten nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt werden. Neben diesen in Auftrag gegebenen Bewertungen („solicited“) gibt es Bewertungen die ohne einen Auftrag („unsolicited“) erstellt werden.<sup>8</sup>

Das lange Zeit immer wieder vorgebrachte Argument, die Ratingagenturen könnten sich schon im Hinblick auf drohende Reputationsverluste nicht leisten, schlechte oder voreingenommene Arbeit zu leisten<sup>9</sup>, hat sich als grandiose Fehl-

<sup>7</sup> Cortez/Schön, Die neue EU-Verordnung über Ratingagenturen, ZfK 2010, S. 226; M.J. Möllers, Regulierung von Ratingagenturen, JZ 2009, S. 861 (862, 868).

<sup>8</sup> Ebenroth/Daum, Die rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen, WM Sonderbeilage 5/1992, S. 2 (3); Blaurock, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen – Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht, ZGR 2007, S. 603 (604 f.).

<sup>9</sup> v. Randow, Rating und Regulierung, ZBB 1995, S. 140 (147 f.): „Reputation ist auf dem von Wiederholungsgeschäften und Publizität geprägten Markt ein kostbares Gut.“ „Sie ist mit jedem neuen Urteil einer Rating-Agentur auf dem Spiel. Wer sie erworben hat, wird sie nicht dadurch leichtfertig gefährden wollen, dass er kurzfristig Begehrlichkeiten einzelner Emittenten nach übermäßig günstiger Einschätzung entspricht...“ (S. 148); Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, University of Illinois Law Review, 2002, S. 1 (14); Hill, Regulating the Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, vol. 82 (2004), S. 43 (74); Deipenbrock, Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens, WM 2005, S. 261 (262); Dittrich, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, Diss. Köln, 2007: „While the model critique presented is valid in some respects, it offers no starting point to question the principles of the reputation mechanism. The conclusion holds that reputation will always provide for a high quality in the credit rating market“ (S. 55), „the reputation mechanism is working“ (S. 148); Eisen, Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen, 2007, S. 370; ebenso noch Ende 2007 der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Das Erreichte nicht Verspielen, Jahresgutachten 2007/08, November 2007, S. 161; sehr viel skeptischer aber schon vor der Krise große Teile des juristischen Schrifttums: A.C.Peters, Die Haftung und die Regulierung von Rating-Agenturen, 2001, S. 156; Habersack, Rechtsfragen des Emittenten Ratings, ZHR 169 (2005), S. 185 (191); Reidenbach, Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?, 2006, S. 346 f.

einschätzung erwiesen. Die Qualität der Ratings hat sich mittlerweile vielfach als indiskutabel herausgestellt.<sup>10</sup> Wenn Anleihen in großem Umfang Spitzennoten erhalten, die wenige Tage später nicht mehr absetzbar sind und damit einen Marktwert von Null haben oder wenn das emittierende Unternehmen wenige Tage nach Erteilung einer solchen Note Insolvenz anmelden muss, kann etwas nicht stimmen. Dazu bedarf es keiner Detailanalyse, vor allem wenn man bedenkt, dass es zum gleichen Zeitpunkt durchaus Unternehmen und Wertpapiere gegeben hat, bei denen das nicht geschehen ist. In jedem Fall liegt aber ein krasses Versagen der Agenturen vor, wenn sie für „Finanzinstrumente“ (meist Anleihen) Spitzennoten vergeben, für deren Solidität sie keine Erfahrungswerte haben. Dasselbe gilt, wenn sie undifferenziert *dieselbe* Spitzennote für ein (dubioses) „strukturiertes Finanzprodukt“ wie für Anleihen der Bundesrepublik Deutschland erteilen.

Als hochproblematisch hat sich ebenfalls herausgestellt, wenn nach der Zusammenfassung von schwachen Forderungen in „strukturierten Produkten“ in größerem Umfang Spitzennoten vergeben werden, als wenn jede darin enthaltene Forderung getrennt bewertet worden wäre.<sup>11</sup> Die Agenturen haben den Banken (Originatoren) ganz maßgeblich dabei geholfen, in großem Stile den falschen Eindruck bei den Investoren zu erwecken, dass durch die „Umverpackung“ von Forderungen sich deren Gesamtqualität ändern lasse. Auch wenn man davon ausgeht, was aber nicht sicher ist, dass sich bestimmte Risiken durch Diversifizierung verringern lassen,<sup>12</sup> haben sie die dafür maßgebenden methodischen Grundregeln (z.B. Berücksichtigung von Korrelationen zwischen den Einzelelementen) nicht hinreichend beachtet. Schließlich ist zweifelhaft, ob ab einer bestimmten Größe eine Risikominderung durch Diversifizierung noch stattfinden kann.

<sup>10</sup> *Andrieu*, Ratingagenturen in der Krise, 2010, S. 81: „schwerwiegendes Versagen der Ratingagenturen“; *Haar*, Das deutsche Ausführungsgesetz zur EU-Rating-Verordnung – Zwischenetappe auf dem Weg zu einer europäischen Finanzmarktarchitektur, ZBB 2010, S. 185 (188).

<sup>11</sup> Nähere Einzelheiten bei *M.J. Möllers* (Fn. 7), S. 867.

<sup>12</sup> *Inderst*, Regulation and Supervision in Financial Markets – Lessons Learned From the Crisis, House of Finance der Universität Frankfurt am Main, Policy Platform White Paper, June 2010, S. 3, bezweifelt, dass es überhaupt um Diversifizierung und Risikoverminderung ging. In Betracht komme auch die Verlagerung von Risiken in Bereiche, die schlecht beaufsichtigt waren.

Andererseits ist aber keineswegs sicher, dass die Institute, welche die hochkomplexen Papiere kreiert haben, diese Mechanismen zur bewussten Täuschung eingesetzt haben. Dafür waren sie selbst zu häufig auch die Leidtragenden. Entweder hatten sie diese innovativen, später toxischen Produkte wegen der Gewinnaussichten in ihrem Bestand gehalten oder dafür Garantien übernommen. Das waren aber die Hauptgründe für das spätere Scheitern dieser Institute.<sup>13</sup> Objektiv haben die Agenturen aber mit ihren Bewertungen *entscheidend* dazu beigetragen, dass die gegenwärtige Krise dieses Ausmaß und diese Gefährlichkeit weltweit erlangen konnte, wie es geschehen ist. An dieser Einschätzung ändert sich auch nichts, wenn man berücksichtigt, dass in empirischen Studien früher eine hohe Korrelation zwischen Ratings und Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt worden war.<sup>14</sup>

### 3. Staatsversagen

Das eklatante Versagen der Wirtschaftswissenschaften, die – von einigen Außenstehern abgesehen<sup>15</sup> – mit ihren hochkomplexen Modellen und minutiösen Prognosen die Krise auch nicht einmal im Ansatz korrekt vorausgesehen haben,<sup>16</sup> kann

<sup>13</sup> Für die Landesbank Sachsen: *Sächsischer Rechnungshof*, Sonderbericht nach § 99 SäHO, Landesbank Sachsen Girozentrale, Az. 120308/64, März 2009, S. 13 f., 30 f.; Verfassungsgerichtshof für den Freistaat Sachsen, Urteil vom 28. August 2009, Az. Vf. 41-I-08; S. 6–8; für die IKB: *Florstedt*, Zur organhaftungsrechtlichen Aufarbeitung der Finanzmarktkrise, Die Aktiengesellschaft, 2010, S. 315 (316); s.a. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4.2.2010 – I-6 W 45/09, die Aktiengesellschaft, 2010, S. 126.

<sup>14</sup> *Thompson/Vaz*, Dual Bond Ratings: A Test of the Certification Function of Rating Agencies, *The Financial Review* vol. 25 (1990), S. 457 ff.; v. *Randow*, Rating und Regulierung (FN 9), S. 149.

<sup>15</sup> Vor allem *Shiller*, *Irrational Exuberance*, 2nd edition (first published 2005), in dem schon auf die „Schneeballstruktur“ („Ponzi Process“) auf den Immobilienmärkten (S. 56 ff.) und das „Herdenverhalten“ (S. 157 ff.) hingewiesen wurde. Auch sind *Roubini* und in Deutschland *Otte* als Warner zu nennen, die fast alle „Puzzlestücke“ richtig zusammengesetzt haben. Vgl. *Nienhaus*, *Die Blindgänger*, 2009, vor allem S. 30.

<sup>16</sup> In diesem Sinne auch *Bayer*, *Wirtschaftsrecht*, in einer freiheitlichen demokratischen Gesellschaft, in: Pauly (Hrsg.), *Wendepunkte – Beiträge zur Rechtsentwicklung der letzten 100 Jahre*, 2009, S. 101 (121). Das schließt nicht aus, dass auch der eine oder andere Ökonom nicht auch Bedenken im Hinblick auf Einzelaspekte der Wirtschaftsentwicklung geäußert hat. Nur eine Krise dieser Art und dieses Ausmaßes hat von ihnen keiner vorausgesagt oder zumindest hinreichend deutlich auf die Gefahren hingewiesen; vgl. *Nienhaus* (Fn. 15), S. 9 f., 13-35, die auch auf das merkwürdige Phänomen hinweist, dass trotz dieses eklatanten Versagens die Nachfra-

an dieser Stelle nicht näher behandelt werden. Entsprechendes gilt für „die“ Märkte, deren Effizienz in Finanzdingen noch vor wenigen Jahren allgemein unterstellt wurde; auch nach dem Börsencrash von 1987.<sup>17</sup> Mittlerweile werden aber die Annahmen „rational expectations“, „efficient markets“ und die in den finanzmathematischen Modellen unterstellte Normalverteilung zunehmend in Frage gestellt.<sup>18</sup> Es wird unter dem Eindruck der Ereignisse die Existenz von „big fat tails“ oder „black swans“<sup>19</sup> in Betracht gezogen. Neben dem *Marktversagen* und dem *Versagen der Wissenschaft* ist aber noch ein dritter Bereich zu nennen: das *Versagen von Staat und Recht*.<sup>20</sup>

ge nach Beratung durch (dieselben) Ökonomen nicht abgenommen hat, so als sei nichts Nennenswertes geschehen.

<sup>17</sup> *Fama*, Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *The Journal of Finance* 25 (1970), S. 383 (414); *ders.*, Efficient Capital Markets: II, *The Journal of Finance* 46 (1991), S. 1575 (1576, 1607); weitgehend akzeptiert von wirtschaftsrechtlichen Schrifttum: *Gilson/Kraakman*, The mechanisms of market efficiency, *Va. L. Rev.* 70 (1984), S. 549 8643; *Fischel*, Efficient capital markets, the crash, and the fraud of the market theory, *Cornell L. Rev.* 74 (1988-1989), S. 907, der zwischen „trading-rule efficiency“ und „value efficiency“ unterscheidet (S. 913). Auch im Hinblick auf die „noise traders“, also solche Marktteilnehmer, die sich nicht rational im Sinne der ökonomischen Theorie verhalten und so die Volatilität vergrößern, gebe es keine bessere Alternative, den Wert von Wertpapieren zu bestimmen, als die Marktpreise (S. 915). Das gelte auch im Hinblick auf den „crash“ vom 19. Oktober 1987 (S. 916).

<sup>18</sup> *Akerlof/Shiller* (Fn. 4), S. 167; krit. gegenüber dem „risk modeling“, das „unforeseen contingencies“ per definitionem nicht erfasst, auch *Inderst* (Fn. 12), S. 6, anders aber *Rudolph* (Fn. 4), S. 10 f., 25 der weiterhin die Vorteile „strukturierter Finanzprodukte“ betont und sogar eine Transformation der Qualität, also Qualitätsverbesserung der zugrundeliegenden Forderungen, für möglich hält, sich insoweit aber fast ausschließlich auf Vorkrisenschrifttum stützt: „Aus ökonomischer Perspektive lässt sich zeigen, dass solchermaßen konstruierte Kreditrisikotransferinstrumente zur Vervollkommnung der Kapitalmärkte und zur Verbesserung der Informationseffizienz der Märkte beitragen können.“ Möglicherweise können sie das theoretisch, aber in der Realität ist das nicht geschehen. Stattdessen haben sie einen wesentlichen Anteil daran gehabt, dass die Finanzwelt am Abgrund gestanden hat und mit immensen Steuermitteln gerettet werden musste.

<sup>19</sup> *Taleb*, *The Black Swan*, 2007.

<sup>20</sup> *Siekmann*, Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, *Die Verwaltung*, Bd. 43 (2010), S. 95 (99); insoweit ähnlich *Rudolph* (Fn. 4), S. 27 („schweres Marktversagen“, „Regulierungs- oder Staatsversagen“). Deziert vom Versagen des Staates spricht auch der *Sachverständigenrat*, Jahresgutachten 2008/09 (Fn. 3), Text-Nr. 257-259. Allerdings bleibt die pauschale Feststellung, dass das „Banksystem weltweit zu den besonders stark regulierten Sektoren“ zähle, doch sehr vordergründig. Die anschließend behaupteten massiven Defizite der „nationalen wie globalen Organisation der staatlichen Aufsicht“ verkürzt die Problematik ebenfalls. Die genannten Schwächen der Aufsicht lassen sich keineswegs auf Organisationsfragen reduzieren. *Inderst* (Fn. 12), S. 3, sieht fast ausschließlich Staatsversagen. Wenn es eine sachgerechte Aufsicht gegeben hätte, wäre auch kein Marktversagen zu beobachten gewesen. Eine wichtige Rolle bei

Das gesamte *hochkomplexe System* hoheitlicher Kontrolle der Finanzmärkte mit seinen tausenden von Vorschriften, hunderten Druckseiten voller Anweisungen, komplizierten Modellen und großen Behörden hat jedenfalls, wenn man auf das Ergebnis schaut, seinen wesentlichen Zweck nicht erfüllt. *Es hat insgesamt versagt*. Ein besonderes Versagen interner und externer Steuerung und Kontrolle ist zudem bei vielen, aber keineswegs allen Banken in staatlicher Trägerschaft offenbar geworden. In deren internen Aufsichtsorganen waren hochrangige Vertreter der staatlichen Träger zugegen, haben aber im Wesentlichen die fatalen Entscheidungen, die ohne kostspielige Rettungsmaßnahmen zum Untergang dieser Banken geführt hätten, nicht verhindert.<sup>21</sup> Die quantitativ größten Problemfälle liegen aber eindeutig im Bereich privater Banken. Auf die Schwächen der Regeln, die der Ausschuss für Bankaufsicht<sup>22</sup> in Basel erarbeitet hat („Basel II“),<sup>23</sup> ist vereinzelt frühzeitig hingewiesen worden,<sup>24</sup> allerdings ohne Wirkung. Die Mängel der Aufsicht über Finanzmärkte und Finanzinstitute bilden einen der Hauptfaktoren für Entstehung und Verlauf der gegenwärtigen Krise, auch wenn sie nicht deren *primäre Ursache* sind. Schlechte Polizeiarbeit alleine verursacht kein

der Ansteckung über Zwangsverkäufe hätten zudem Vorschriften über die Rechnungslegung gespielt, also auch ein Beitrag des Staates. Es liege im Wesentlichen also nur Staatsversagen vor.

<sup>21</sup> Bayer (Fn. 16), S. 120 m.w.N.

<sup>22</sup> Das *Basel Committee on Banking Supervision* ist keine Abteilung oder Einrichtung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel, obwohl die Bank das Committee logistisch unterstützt. Aber selbst die BIZ hat nur eine höchst mittelbare Grundlage im Völkerrecht. Sie ist als Gesellschaft schweizerischen Rechts gegründet worden, an der auch eine Gruppe privater Banken beteiligt war. Das Haager Abkommen vom 20. Januar 1930 über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zwischen Deutschland, Belgien, Frankreich, dem Vereinigten Königreiche von Großbritannien und Nord-Irland, Italien und Japan mit der Schweiz sieht lediglich vor, dass die Schweiz der Bank das beigefügte Grundgesetz mit einigen Vorrechten zu gewähren habe. Als Anhang sind dem Abkommen die Statuten der Bank beigefügt. Änderungen des Grundgesetzes und der Statuten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich sind am 22. Juni 1970 bekannt gemacht worden (BGBl. II, S. 765). Mittlerweile hat sie nur noch öffentlich-rechtliche Gesellschafter und kann damit wohl als mittelbare Einrichtung öffentlicher Verwaltung angesehen werden.

<sup>23</sup> *Committee on Banking Supervision*, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Ihre Transformation in Rechtsnormen ist unten Fn. 52 nachgewiesen.

<sup>24</sup> *Danielson/Embrechts/Goodhart/Keating/Muennich/Renault/Shin*, An Academic Response to Basel II, Special Paper No. 130, LSE Financial Markets Group, May 2001.

Anwachsen der Kriminalität, macht sie aber möglich. Den Schwächen der Aufsicht soll im Folgenden daher besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden. Maßnahmen zur unmittelbaren Krisenbewältigung müssen aber ausgeklammert werden. Auch können die drängenden Fragen nach der Rolle der *Geldpolitik* sowie der globalen außenwirtschaftlichen *Ungleichgewichte*, die beide einen erheblichen, wenn nicht gar entscheidenden Beitrag zur Entstehung der Instabilitäten geleistet haben<sup>25</sup>, nicht näher behandelt werden.

## II. Der Beitrag der Rechtsordnung für Entstehung und Verlauf der Krise

### 1. Grundlagen

Einzelne Rechtsvorschriften haben die gegenwärtige Krise nicht verursacht; auch nicht die rechtlichen Rahmenbedingungen insgesamt. Sie haben aber einen erheblichen Beitrag dazu geleistet. Sie haben es möglich gemacht, dass die Krise entstanden ist und dass sie einen so verhängnisvollen Verlauf genommen hat. Die Rechtsordnung hat die Werkzeuge dafür geliefert, dass innovative Finanzprodukte geschaffen werden konnten, die binnen kurzer Zeit „toxisch“ wurden und große Finanzinstitutionen in den Abgrund gerissen haben. Die Rechtsordnung hat auch die Werkzeuge dafür geliefert, dass immense Risiken in „Special Purpose Vehicles“ versteckt werden konnten, die jetzt noch die Bilanzen wichtiger Banken so belasten, dass der Staat unter massivem Einsatz von Steuermitteln immer neue

<sup>25</sup> *Möschel*, Die Finanzkrise – Wie soll es weitergehen?, ZRP 2009, S. 129. Dabei sind aber zwei wichtige Faktoren ungewiss, auf die *Möschel* nicht eingeht: (1) Möglicherweise wich die Geldpolitik des Federal Reserve Systems nicht so deutlich von dem als Richtschnur anerkannten Taylor-Zinssatz ab, wie das im nachhinein aussieht, wenn man die seinerzeit verfügbaren Daten für die Berechnung dieses Zinses zugrunde legt. (2) Die Kausalitäten sind ungeklärt. Waren die Zahlungsbilanzungleichgewichte kausal oder die (kreditfinanzierten) Konsumausgaben in den USA? Waren sie nachfrageinduziert oder durch das immense Konsumgüterangebot, vor allem aus China, angebotsinduziert? Vgl. *J. Taylor*, Housing and monetary policy, Paper presented at the Symposium on Housing, Housing Finance and Monetary Policy sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, September 2007; *Eickmeier/Hofmann*, Monetary policy, housing booms and financial (im)balances, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No. 07/2010, S. 27 f. die nachweisen, dass die Geldpolitik zwar die Blasenbildung und vor allem die Aufblähung der Vermögenspreise verstärkt und verlängert, aber nicht ausgelöst hat („not the trigger“).

Rettungseinrichtungen schaffen musste<sup>26</sup> oder die betroffenen Institute in Staats-hand überführt hat. Ob die Ausnutzung dieser Möglichkeiten aber der Rechtsordnung zuzurechnen ist, dürfte eher fraglich sein. Anders verhält es sich aber mit Aufsicht und Kontrolle.

## 2. Aufsicht und Kontrolle

Die umfangreichen und hochkomplizierten Normen zur Regelung der Finanzmärkte<sup>27</sup> haben vor allem im Bereich der Banken versagt. Sie haben im Ergebnis nicht das geleistet, wofür sie geschaffen worden sind: eine (Banken-)Krise der Art zu verhindern, wie sie seit nunmehr drei Jahren zu beobachten ist.<sup>28</sup> *Sie haben also grundlegend und nicht nur in Einzelausprägungen versagt.* Damit ist noch keinerlei Schuldzuweisung verbunden. Es handelt sich lediglich um die Feststellung einer *objektiven Tatsache*. Gescheitert ist vor allem auch die Idee der „Selbstregulierung“ durch die betroffenen Wirtschaftskreise.<sup>29</sup> Hier ist ein radikaler Neubeginn

<sup>26</sup> Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung vom 17. Juli 2009 (BGBl. I, S. 1980). Mit diesem Gesetz musste das Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpaktes zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMStG) vom 17. Oktober 2008 (BGBl. I, S. 1982), das unter maßgeblicher Beteiligung einer angelsächsisch geprägten „law firm“ formuliert worden war, erneut grundlegend reformiert werden. Namentlich die dauerhafte Sanierung der Problem Institute war noch nicht geleistet worden. Das Gesetz wandelt die Finanzmarktstabilisierungsanstalt in eine Dauereinrichtung mit eigener Rechtspersönlichkeit um (§ 3a Abs. 1 FMStFG), ermöglicht staatliche Garantien für Zweckgesellschaften, auf die problematische („toxische“) Wertpapiere ausgelagert werden (§ 6a FMStFG), erlaubt die Bildung nicht-rechtsfähiger Bundesanstalten innerhalb der Finanzmarktstabilisierungsanstalt, auf die ebenfalls derartige Wertpapiere, aber auch ganze Geschäftsbereiche ausgelagert werden können (§ 8a FMStFG) und regelt die Bildung entsprechender landesrechtlicher „Abwicklungsanstalten“ (§ 8b FMStFG). Das „Bad Bank“ Modell der Bundesbank ist erläutert in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 2009, S. 56–59.

<sup>27</sup> Sie werden meist ungenau als „Regulierung“ bezeichnet. Es handelt sich um eine problematische Übersetzung des englischen Begriffs „regulation“, der definiert wird als „the set of rules and standards that govern financial institutions“, vgl. *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), Textnr. 38; näher unten S. 27.

<sup>28</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), Textnr. 51, 53–58, 85, 93, 96, 102, 105, 110, 153–162; *Siekman* (Fn. 20), S. 101; *Partsch*, Die Harmonisierung der Europäischen Finanzaufsicht, ZBB-Report 1/10, S. 72 (72); *Fischer*, Bankrechts-Handbuch (Fn. 77), Rn. 17; *ders.*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2008, Einf. KWG Rn. 61.

<sup>29</sup> Ob angesichts dieser Tatsache das Konzept einer „regulierten Selbstregulierung“ weiter führen kann, dürfte zu bezweifeln sein; schon vor der gegenwärtigen Krise skeptisch im Hinblick auf die Ratingagenturen *Habersack* (Fn. 9), S. 194; dafür aber *Junker*, Gewährleistungsaufsicht über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, 2003, S. 68; *Bauer*, Ein Organisationsmodell zur

erforderlich und nicht nur Veränderungen im Detail, welche – trotz bester Absichten – das einschlägige Rechtsregime letztlich noch undurchsichtiger und damit anfälliger machen.<sup>30</sup>

Das Grundkonzept von Basel II<sup>31</sup> muss in wesentlichen Punkten als gescheitert angesehen werden. Das Konzept des „auf internen Ratings basierenden Ansatzes“ (IRBA) (Kapitel 4 der SolvabilitätsVO),<sup>32</sup> der es den Banken erlaubt, das aufsichtsrechtlich erforderliche Eigenkapital nach eigenen, internen Modellen zu berechnen, ist aus theoretischen und praktischen Gründen außerordentlich fragwürdig.<sup>33</sup> Der zugrundeliegende theoretische Ansatz ist deswegen problematisch, weil diese Modelle entscheidend auf „value-at-risk“ und ähnliche Methoden abstellen, die inhärente Schwächen aufweisen. Grundlegende Konstruktionsfehler sind die Behandlung von Risiken als exogene Prozesse und die Annahme von Normalverteilung riskanter Ereignisse.<sup>34</sup> Hinzu kommt, dass die vorgesehene Überprüfung dieser bankeigenen Modelle durch die Aufsichtsbehörden praktisch kaum wirkungsvoll durchgeführt werden kann. Aber auch der „Kreditrisiko-Standardansatz“

Regulierung der Rating-Agenturen, 2009, S. 132 ff., 180 ff.; *F. Becker*, Die Regulierung von Ratingagenturen, *Der Betrieb*, 2010, S. 941 (942).

<sup>30</sup> Ein Beispiel ist die Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich der Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement, ABl. L 302/97 vom 17.11.2009. Wie ihr Titel schon andeutet, enthält sie ein Sammelsurium von Einzelmaßnahmen zur Veränderung und Ergänzung bestehender Vorschriften. Nicht sofort zu erkennen ist, dass das erste Maßnahmenbündel die Aufsicht über (grenzüberschreitende) Bankengruppen (groups) betrifft.

<sup>31</sup> Oben Fn. 23.

<sup>32</sup> §§ 55–153 SolvabilitätsVO.

<sup>33</sup> Er ermöglicht es vor allem den Großbanken, sich maßgebend auf den Marktmechanismus zu stützen und auf einem winzigen Sockel von Eigenkapital, wohl zum Teil nur 2%, eine große Geschäftstätigkeit zu entfalten, die bei Marktstörungen unweigerlich Risiken für das gesamte Finanzsystem herauf beschwört, vgl. *Inderst* (Fn. 12), S. 5, der auch auf das spezifische Gegenparteirisiko hinweist.

<sup>34</sup> Das haben *Danielson/Embrechts/Goodhart/Keating/Muennich/Renault/Shin* (Fn. 24) bereits im Entwurfsstadium der Regeln überzeugend dargelegt (S. 4 f.).

(KSA) (Kapitel 3 der SolvabilitätsVO)<sup>35</sup> §§ 24-54 ist vor allem deswegen problematisch, weil er maßgebend auf die Urteile von Ratingagenturen abstellt. Von deren Korrektheit aber nicht ausgegangen werden kann,<sup>36</sup> wie die Erfahrungen der Krise zeigen.<sup>37</sup> Hinzu kommen erhebliche juristische Bedenken. Die Urteile privater, gewinnorientierter Unternehmen werden zum Anknüpfungspunkt zwingender Rechtsfolgen gemacht, die grundrechtsrelevant sind.<sup>38</sup> Als wichtigste Schwächen haben sich schließlich noch bei einer Gesamtbetrachtung die Gefahr prozyklischer Wirkungen und die Erhöhung der Anfälligkeit des Finanzsystems für systemische Krisen durch das Regelsystem erwiesen.<sup>39</sup>

Das negative Urteil gilt auch für die Organisation der Aufsichtsbehörden und ihre tatsächliche Verwaltungspraxis<sup>40</sup>. Soweit bekannt, ist gegen keine der Risiken bei systemisch relevanten Kreditinstituten, die sich später als Existenz bedrohend herausgestellt haben, rechtzeitig vorgegangen worden.<sup>41</sup> In welchem Umfang Vollzugsdefizite vorgelegen haben, bedarf noch sorgfältiger Untersuchung. Fest steht nur, dass in keinem Fall die BaFin rechtzeitig eingeschritten ist, gleich ob es privatwirtschaftliche Institute, wie HRE oder Commerzbank, Institute in staatlicher

<sup>35</sup> §§ 24–54 SolvabilitätsVO.

<sup>36</sup> Hellsichtig von *Danielson/Embrechts/Goodhart/Keating/Muennich/Renault/Shin* (Fn. 24), S. 5, bereits im Jahre 2001 vorausgesehen.

<sup>37</sup> Oben S. 6.

<sup>38</sup> Dazu näher unten S. 47.

<sup>39</sup> Auch das ist bereits von *Danielson/Embrechts/Goodhart/Keating/Muennich/Renault/Shin* (Fn. 24), S. 5, richtig gesehen worden: „Perhaps our most serious concern is that these proposals, taken altogether, will enhance both the procyclicality of regulation and the susceptibility of the financial system to systemic risk, thus negating the central purpose of the whole exercise.“

<sup>40</sup> Sie wird teilweise als „Aufsicht“ („supervision“) bezeichnet. *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2) versteht darunter „the process designed to oversee financial institutions in order to ensure that rules and standards are properly applied“ (Textnr. 38). Die Organisation der Aufsichtseinrichtungen ist damit nicht erfasst.

<sup>41</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), Textnr. 25-31; *Kommission der Europäischen Gemeinschaften*, Mitteilung für die Frühjahrstagung des Europäischen Rates „Impulse für den Aufschwung in Europa“, vom 4.3.2009, KOM(2009) 114 endgültig, S. 6; *Siekmann* (Fn. 20), S. 101.

Trägerschaft, wie SachsenLB<sup>42</sup>, WestLB AG, LBBW oder Bayerische Landesbank, oder gemischtwirtschaftliche Institute, wie die IKB oder die HSH Nordbank, betraf. Ob sie intern gewarnt hat, ist nicht belegt. Alle diese Banken wären ohne den massiven, weitgehend endgültig verlorenen Zufluss von Steuermitteln schon lange verloren.

Andererseits darf auch nicht außer Acht gelassen werden, dass zahlreiche Vorschriften keiner Umsetzung durch Behörden bedürfen und dass sie wohl auch befolgt worden sind, also aufsichtsrechtliches Einschreiten nicht angezeigt war. Es ist daher auch zu prüfen, ob diese Vorschriften falsch konzipiert sind, also nicht die Aufsichtsbehörden, sondern der Gesetzgeber die Ursachen gesetzt hat. Das wird bei den vielfältigen Reformbemühungen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht,<sup>43</sup> der juristisch betrachtet ein Nullum ist<sup>44</sup>, der Europäischen Union,<sup>45</sup> aber auch des Bundesgesetzgebers<sup>46</sup> immer noch nicht hinreichend beachtet. Die verbreitete Rede von den „regulators“ verstellt auch hier den Blick für eine sorgfältige Analyse.

Alle materiellrechtlichen Regelungen aber auch Organisation und Tätigkeit der Aufsichtseinrichtungen sind daher einer Grundsatzkritik zu unterziehen und möglicherweise unter Verwertung der Erfahrungen aus der Krise von Grund auf neu zu konzipieren.<sup>47</sup> Politischer Aktionismus und Änderungen im Detail tragen mögli-

<sup>42</sup> Einige wichtige Erkenntnisse sind bereits im Sonderbericht des *Sächsischen Rechnungshofs* (Fn. 13) enthalten, S. 64-68. Aufschlussreich ist auch das Verfahren vor dem Verfassungsgerichtshof für den Freistaat Sachsen über die Verletzung von Rechten des Landesparlaments in Bezug auf die Landesbank Sachsen, Urteil vom 28. August 2009, Az. Vf. 41-I-08.

<sup>43</sup> Unten S. 16.

<sup>44</sup> Oben Fn. 22.

<sup>45</sup> Unten S. 18.

<sup>46</sup> Unten S. 22.

<sup>47</sup> In diese Richtung auch *Recine/Teixeira*, *The new financial architecture in the EU*, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 110 (12/2009), S. 1; *Inderst* (Fn. 12), S. 2 ff.; verschiedene Beiträge in *Acharya/Richardson* (eds.), *Restoring Financial Stability*, 2009.

cherweise zu einer Verschärfung der offensichtlichen Schwächen und nicht zu ihrer dauerhaften Beseitigung bei.

### **III. Bereits ergriffene Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität**

Von Seiten der Politik sind bereits zahlreiche Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität ergriffen worden oder sind in Vorbereitung. Es handelt sich dabei nicht nur um Maßnahmen zur unmittelbaren Bewältigung der Krise, sondern zunehmend auch zur Verhinderung künftiger krisenhafter Entwicklungen. Sie bewegen sich auf allen Ebenen: global, europaweit und national.

#### *1. Global*

In diesem Zusammenhang sind vor allem die Aktivitäten im Rahmen der G20 Staaten zu nennen. Schon auf ihrem Treffen in London am 2. April 2009 wurde ein Aktionsplan verabschiedet, der die Rolle des Internationalen Währungsfonds, der Weltbank und der Initiativen des Basel-Ausschusses stärken sollte.<sup>48</sup> Das Forum für Finanzstabilität (FSF) sollte in ein „Financial Stability Board“ umgewandelt werden, damit es auf neuer, gestärkter Grundlage eine zentrale Rolle bei der Reform des globalen Finanzsystems ausüben konnte.<sup>49</sup> Darüber hinaus wurde beschlossen, dass kein systemisch relevanter Finanzmarktakteur, kein Finanzmarktprodukt und kein Finanzmarkt ohne „Aufsicht oder Regulierung“ bleiben sollten. Besonders genannt wurden die Hedge Fonds, die aber eher Opfer als Täter bei Entstehung und Verlauf der Krise waren, und die Ratingagenturen. Der Aufbau von Eigenkapitalpuffern, die Verringerung der Prozyklizität der Aufsichtsregeln und die Überarbeitung der Bilanzierungsvorschriften wurden ebenfalls vereinbart. Gegen „Steueroasen“ und „unkooperative Jurisdiktionen“ sollte vorgegangen und Manager-

<sup>48</sup> *Bundesministerium der Finanzen*, Monatsbericht April 2009, Nr. 2.3.

<sup>49</sup> *Ebda.*, Nr. 2.2.

Vergütungssysteme umgestaltet werden,<sup>50</sup> obwohl sie keinen oder nur einen empirisch wenig gesicherten Beitrag zur Entstehung der Krise geleistet hatten.

Das Financial Stability Forum (FSF) wurde auch unverzüglich auf Grund des Beschlusses auf dem G-20 Treffen in London zu einem Financial Stability Forum (FSB) weiter entwickelt und erlangte bereits zunehmende Bedeutung für die Behandlung der Gefahren für die Stabilität des globalen Finanzsystems erlangt. In ihm sind die Finanzminister, die Notenbanken und die Aufsichtsbehörden wichtiger Staaten vertreten.

Auf dem Gipfeltreffen in Pittsburgh vom 24. bis 25. September 2009 wurden im Wesentlichen folgende Beschlüsse gefasst:

- „Implementierung“ von Regeln zum stärkeren Aufbau von qualitativ hochwertigem Eigenkapital und zur Eindämmung konjunkturverstärkender Effekte (Prozyklizität)
- konkrete Regeln für Vergütungssysteme des Finanzsektors
- Verbesserungen für den außerbörslichen Handel mit Wertpapieren
- Erarbeitung konkreter Lösungen für das Problem zu großer Banken („too big too fail“) oder von Banken mit zu vielen Verknüpfungen („too interconnected to fail“)
- Bemühungen zur Schaffung eines einheitlichen, qualitativ hochwertigen weltweit gültigen Systems von Rechnungslegungsvorschriften
- Verpflichtung, Druck auszuüben in den Bereichen Steueroasen, Geldwäsche, Korruptionserlöse, Terrorismusfinanzierung und aufsichtsrechtliche Standards<sup>51</sup>.

Aber auch die hastigen Bemühungen zur Änderung des mit außerordentlich großem Aufwand vom *Committee on Banking Supervision* erarbeiteten, mehrhundert-

<sup>50</sup> Ebd.

<sup>51</sup> *Bundesministerium der Finanzen*, Monatsbericht Oktober 2009, Nr. 2.2.

seitigen Regelwerks aus dem Jahre 2006 („Basel II“)<sup>52</sup> gehören zur globalen Ebene. An erster Stelle sind die im September 2008 erlassenen (neuen) Prinzipien für ein solides Liquiditätsmanagement und seine Aufsicht vom September 2008 zu nennen.<sup>53</sup> Es folgte im Juli 2009 eine Revision des Basel II Regelwerkes in Bezug auf das Marktrisiko,<sup>54</sup> das seinerseits am 18. Juni 2010 erneut revidiert werden musste.<sup>55</sup> Am 13. März 2009 wurde ein Vorschlag über Prinzipien für die Praxis von „stress testing“ und für solide Aufsicht beschlossen,<sup>56</sup> dem im Dezember 2009 Vorschläge für verschärfte Anforderungen an das Eigenkapital und die Liquidität von Banken<sup>57</sup> und im Juli 2010 Vorschläge für die Einführung eines antizyklischen Kapitalpuffers<sup>58</sup> folgten. Das zuletzt genannte Regelwerk wird zum Teil auch schon als Basel III bezeichnet. Es ist bemerkenswert, wie hektisch das über fast anderthalb Jahrzehnte minutiöse ausgearbeitete Regelwerk mit der Bezeichnung Basel II, das noch nicht einmal flächendeckend umgesetzt worden war, angesichts der

<sup>52</sup> International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework, Comprehensive Version, June 2006. Das Regelwerk hat über Richtlinien der EU, Änderungen des Kreditwesengesetzes (KWG) und namentlich die Verordnung über die angemessene Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (Solvabilitätsverordnung – SolvV) vom 14. Dezember 2006 (BGBl. I, S. 2926), die Verordnung über die Erfassung, Bemessung, Gewichtung und Anzeige von Krediten im Bereich der Großkredit- und Millionenkreditvorschriften des Kreditwesengesetzes (Großkredit- und Millionenkreditverordnung – GroMiKV) vom 14. Dezember 2006 (BGBl. I, S. 3065) sowie die Verordnung über die Liquidität der Institute (Liquiditätsverordnung – LiqV) vom 14. Dezember 2006 (BGBl. I, S. 3117) Eingang in das deutsche Recht gefunden. Die maßgebenden Richtlinien der EU sind: Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (Neufassung) (ABl. L177 vom 30. Juni 2006, S. 1), Richtlinie 2006/49/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung) (ABl. L177 vom 30. Juni 2006, S. 201).

<sup>53</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Principles for sound liquidity risk management and supervision, September 2008.

<sup>54</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Revisions to the Basel II market risk framework, July 2009.

<sup>55</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Changes to the revisions to the Basel II market risk framework, 18 June 2010.

<sup>56</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Principles for sound stress testing practices and supervision vom 13.3.2009 (consultative document).

<sup>57</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Strengthening the resilience of the banking sector, December 2009 (consultative document).

Krise als dringend reformbedürftig angesehen wird; allerdings nur in zahlreichen Details.<sup>59</sup>

## 2. Europa

Auf europäischer Ebene hatte die EU-Kommission bereits im Oktober 2008 einen Aktionsplan vorgelegt, mit dem sie die Wirtschaft aus der Krise in den Aufschwung führen wollte<sup>60</sup>. Auch begann sie schon früh mit Vorbereitungen zu einer Europäisierung der Finanzmarktaufsicht, die bereits in dem Aktionsplan angesprochen worden war. Dazu beauftragte der Präsident der Europäischen Kommission, *José Manuel Barroso*, eine Gruppe von Sachverständigen unter Vorsitz des früheren Präsidenten des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Banque de France, *Jacques de Larosière*, mit der Ausarbeitung von Ratschlägen zur Zukunft der europäischen Finanzregulierung („financial regulation“) und Aufsicht („supervision“). Die Gruppe hat ihren Bericht am 25. Februar 2009 vorgelegt und die Schaffung eines „European Systemic Risk Council“ und – in Anlehnung an das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) – die Errichtung eines Europäischen Systems der Finanzaufsichtseinrichtungen (European System of Financial Supervisors – ESFS) vorgeschlagen.<sup>61</sup>

Mittlerweile sind umfangreiche Vorschläge zur Schaffung eines Aufsichtssystems im Rahmen der EU (European System of Financial Supervisors – ESFS) im letzten Stadium ihrer Beratung. Die Entwürfe der Kommission stammen vom 23. Sep-

<sup>58</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Countercyclical capital buffer proposal, July 2010 (consultative document).

<sup>59</sup> Wenig kritische Auseinandersetzung mit einigen Details bei *Rudolph* (Fn. 4), S. 32 ff., allerdings Hinweis auf zusätzliche prozyklische Wirkungen der Eigenkapitalvorschriften (S. 37 f.).

<sup>60</sup> Die EU-Kommission legte einen dreigliedrigen Ansatz zugrunde: (1) eine neue Finanzarchitektur auf EU-Ebene, (2) Begrenzen der Auswirkungen auf die Realwirtschaft und (3) eine globale Reaktion auf die Finanzkrise (Aus der Finanzkrise in den Aufschwung: Ein Aktionsrahmen für Europa vom 29.10.2008, KOM(2008) 706 endgültig). Wenig später wurde ein „European Economic Recovery Plan“ vorgelegt, vom 26.11.2008, COM(2008) 800 final.

<sup>61</sup> *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2).

tember 2009. Es handelt sich um Vorschläge für jeweils eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates

- über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken<sup>62</sup>
- zur Einrichtung einer Europäischen Bankenaufsichtsbehörde<sup>63</sup>
- zur Einrichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung<sup>64</sup>
- zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde<sup>65</sup>.

Hinzu kommt noch der Entwurf für eine Entscheidung des EU-Rates zur Übertragung von Aufgaben auf die Europäische Zentralbank, die von ihr im Zusammenhang mit dem neuen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken erfüllt werden sollen.<sup>66</sup> Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) ist als spezielles

<sup>62</sup> KOM(2009) 499 endgültig (proposal for a regulation on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board [ESRB], COM[2009] 499 final) vom 23. September 2009, Ratsdokument 13648/09 vom 25. September 2009. Im Anschluss an die Tagung des EU-Rates (Wirtschaft und Finanzen) am 20. Oktober 2009 hat der Vorsitz des Rates einen Kompromissvorschlag unterbreitet, der die Aufgaben im Vergleich zum ursprünglichen Kommissionsentwurf einschränkt (Ratsdokument 14491/1/09 REV 1 vom 21. Oktober 2009). Der Vorschlag ist nach Inkrafttretens des AEUV angepasst worden (Ratsdokument 5554/10 vom 21. Januar 2010).

<sup>63</sup> KOM(2009) 501 endgültig (proposal for a regulation establishing a European Banking Authority [EBA], COM[2009] 501 final) vom 23. September 2009, Ratsdokument 13652/09 vom 25. November 2009; geänderte Fassung auf Grund der Einigung auf der Ratstagung am 2. Dezember 2009: Kompromisstext des Rates (Wirtschaft und Finanzen) vom 2. Dezember 2009 (Ratsdokument 16748/1/09 REV 1 vom 3. Dezember 2009).

<sup>64</sup> KOM(2009) 502 endgültig (proposal for a regulation establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority [EIOPA], COM[2009] 502 final) vom 23. September 2009, Ratsdokument 13653/09; geänderte Fassung auf Grund der Einigung auf der Ratstagung am 2. Dezember 2009: Kompromisstext des Rates (Wirtschaft und Finanzen) vom 2. Dezember 2009 (Ratsdokument 16748/1/09 REV 1 vom 7. Dezember 2009).

<sup>65</sup> KOM(2009) 503 endgültig (proposal for a regulation establishing a European Securities and Markets Authority [ESMA], COM[2009] 503 final) vom 23. September 2009, Ratsdokument 13654/09; Änderung durch Kompromisstext des Vorsitzes des Rates mit neuer Bezeichnung: Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Einrichtung einer Europäischen Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde (Ratsdokument 16751/09 vom 27. November 2009). Es handelt sich dabei um eine konsolidierte Fassung der Dokumente 16077/1/09 REV 1 + ADD 1. Das Dokument 16077/1/09 ist nicht öffentlich zugänglich. Der Vorschlag wurde geändert auf Grund der Einigung auf der Ratstagung am 2. Dezember 2009: Kompromisstext des Rates (Wirtschaft und Finanzen) vom 2. Dezember 2009 (Ratsdokument 16751/1/09 REV 1 vom 7. Dezember 2009; Korrektur durch Ratsdokument 16751/1/09 REV 1 COR 1 vom 16. Dezember 2009).

<sup>66</sup> Vorschlag für eine Entscheidung des Rates zur Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Funktionsweise des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken auf die Europäische Zentralbank, KOM(2009) 500 endgültig (proposal for a decision entrusting the Euro-

Gremium für die Makroaufsicht über das gesamte EU-Finanzsystem konzipiert und ist auf Art. 95 EGV (jetzt Art. 114 AEUV) gestützt. Flankiert werden diese Vorschläge von Entwürfen zur Änderung des materiellen Aufsichtsrechts. Sie enthalten Regelungen, welche Befugnisse die neuen Einrichtungen im Einzelnen ausüben sollen.<sup>67</sup> Diese Entwürfe wurden vorbereitet und begleitet durch grundlegende Untersuchungen zu den Auswirkungen und Kosten der Maßnahmen durch den Stab der Kommission.<sup>68</sup> Der EU-Rat hat wesentliche Abschwächungen vorgenommen, die das Europäische Parlament jedoch wieder rückgängig machen möchte. Zum Teil will es noch deutlich über die ursprünglichen Kommissionsentwürfe hinausgehen.<sup>69</sup>

Eine Reihe von Richtlinien, die im Wesentlichen materielles Aufsichtsrecht enthält, sind ebenfalls schon geändert worden, teilweise mehrfach.<sup>70</sup> Bereits in Kraft getre-

pean Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, COM[2009] 500 final), Ratsdokument 13645/09 vom 25. September 2009; Änderung durch Kompromissvorschlag des Vorsitzes (Ratsdokument 14493/09 vom 15. Oktober 2009; korrigiert durch Ratsdokument 14493/09 COR 1 vom 16. Oktober 2009; Umwandlung in einen Verordnungsvorschlag und Anpassung an den AEUV durch Ratsdokument 5551/10 vom 21. Januar 2010.

<sup>67</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlamentes und Rates zur Änderung der Richtlinien 1998/26/EG, 2002/87/EG, 2003/87/EG, 2003/41/EG, 2003/71/EG, 2004/39/EG, 2004/109/EG, 2005/60/EG, 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2009/65/EG im Hinblick auf die Befugnisse der Europäischen Bankaufsichtsbehörde, der Europäischen Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung und der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde, KOM(2009) 576 endgültig; Ratsdokument 15093/09.

<sup>68</sup> Commission Staff Working Document vom 23. September 2009, Impact Assessment, SEC(2009) 1234; Commission Staff Working Document vom 23. September 2009, Summary of the Impact Assessment, SEC(2009) 1235.

<sup>69</sup> *Siekmann*, Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem, Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper Series No. 40 (2010), S. 41 ff.

<sup>70</sup> Richtlinie 2009/83/EG der Kommission vom 27. Juli 2009 zur Änderung bestimmter Anhänge der Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates mit technischen Bestimmungen über das Risikomanagement, ABl. L 196/14 vom 28. Juli 2009; Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisation zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestände, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement, ABl. L 302/97 vom 17. November 2009; Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte[r] Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302/32 vom 17. November 2009.

ten sind auch die neuen Vorschriften der EU zur Beaufsichtigung von Ratingagenturen.<sup>71</sup> Das europäische Komitee der Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) hatte zuvor auf Bitten der EU-Kommission Stellungnahmen erarbeitet, in die die Erfahrungen mit der Krise eingeflossen sind.<sup>72</sup>

### 3. National

#### a) USA

Umfassend sind die Reformpläne in den Vereinigten Staaten von Amerika<sup>73</sup>. Am 16. Juli 2010 wurde nach langen Diskussionen<sup>74</sup> das „Dodd-Frank-Gesetz“ vom Senat verabschiedet.<sup>75</sup> Insgesamt erhalten die Aufsichtseinrichtungen deutlich mehr Befugnisse. Es wird ein Finanzstabilitätsrat eingerichtet, dem die Leiter der wichtigsten Aufsichtseinrichtungen angehören. Er hat die Aufgabe, dafür zu sorgen, dass systemische Krisen an den Finanzmärkten früher erkannt werden. Auch soll er unter Einschaltung des Federal Reserve Systems höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen anordnen dürfen. Ein wesentlicher Bestandteil des Reformpakets ist das Verbot, Finanzunternehmen unter Einsatz von Steuermitteln in der Krise zu retten. Das Finanzministerium, die Bundeseinlagenversicherung FDIC und das Federal Reserve System sollen das Recht haben, die geordnete Liquida-

<sup>71</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. L 302/1 vom 17. November 2009; Stellungnahme im Gesetzgebungsverfahren *The Committee of European Securities Regulators*, CESR's response to the consultation document of the Commission services on a draft proposal for a Directive/Regulation on Credit Rating Agencies, Ref.: CESR/08-671.

<sup>72</sup> *The Committee of European Securities Regulators*, The role of credit rating agencies in structured finance, consultation paper, February 2008; *dasselbe*, CESR's Second Report to the European Commission of the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance, May 2008, Ref.: CESR/08-277.

<sup>73</sup> *Department of the Treasury*, Financial Regulatory Reform, Rebuilding Financial Supervision and Regulation (2009).

<sup>74</sup> Bereits am 22.10.2009 hatte der Ausschuss für „Financial Services“ des Repräsentantenhauses der entsprechenden Gesetzesvorlage (111th Congress 1st Session, H.R. 3126 “A bill to establish the Consumer Financial Protection Agency, and for other purposes”) vom 8. Juli 2009 zugestimmt.

<sup>75</sup> H.R. 4173 – Restoring American Financial Stability Act of 2010; nach Durchführung des Vermittlungsverfahrens: Conference report considered in Senate 7/13/2010.

tion eines Finanzinstituts zu erzwingen. Der Finanzstabilitätsrat darf (zu) große Finanzinstitute aufspalten. Banken, die das Einlagengeschäft betreiben, wird der Eigenhandel, die Investition in Hedge Funds und in private Anlagegesellschaften (Private Equity) untersagt.

Der bislang weitgehend unreglementierte Handel mit Derivaten wird einer Aufsicht unterstellt und muss über zentrale Handelsplätze („central counterparts“) abgewickelt werden. Dadurch soll die Markttransparenz für die Marktteilnehmer und die Aufsichtseinrichtungen erhöht werden. Zugleich soll die Wahrscheinlichkeit des Eintretens von Dominoeffekten weitgehend verringert werden. Hedge Fonds und Private Equity Fonds müssen sich registrieren lassen und müssen neue Informationspflichten erfüllen. Auch sollen Ratingagenturen schärfer kontrolliert werden.<sup>76</sup>

Es soll eine neue Bundesbehörde zur Überwachung der Versicherungswirtschaft entstehen. Der Schutz der Verbraucher bei Finanzdienstleistungen bildet einen weiteren wesentlichen Bestandteil des Gesetzes. Dazu wird eine spezielle Behörde errichtet werden: die „Consumer Financial Protection Agency“. Sie ist organisatorisch dem Federal Reserve Board angegliedert. Aktionäre erhalten das Recht, über die Gehälter der Manager abzustimmen. Allerdings ist ihre Entscheidung nicht bindend. Auch erhalten sie das Recht, Mitglieder für das „Board“ zur Wahl vorzuschlagen. Der ursprüngliche Plan, eine Bankenabgabe einzuführen, musste aber fallen gelassen werden.

## b) Deutschland

In Deutschland sind vor allem im Hinblick auf den finanziellen Verbraucherschutz substantielle Defizite zu verzeichnen<sup>77</sup> und auch keine durchgreifende Änderung in

<sup>76</sup> Vorgeschlagen von der *Securities and Exchange Commission*, Re-Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, 17 CFR Parts 240 and 243, Federal Register, Vol. 74, No. 25, February 9, 2009, S. 6485 ff.

<sup>77</sup> Symptomatisch ist § 4 Abs. 4 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG vom 22. April 2002 (BGBl. I, S. 1310), mit dem versucht wird, Amtshaftungsansprüche auszuschließen. Weder im FinDAG noch im KWG ist der Schutz der Endnutzer von „Finanzprodukten“ als besondere Aufgabe der Anstalt genannt. Auch im Schrifttum wird der Verbraucherschutz als unvereinbar

Sicht. Der hier favorisierte Ausbau von Aufklärungspflichten hat sich längst als wenig wirkungsvoll erwiesen und erhöht – von wenigen Einzelfällen abgesehen – nur den bürokratischen Aufwand beim Abschluss von Verträgen mit Verbrauchern, bewirkt aber substantiell fast nichts.

Auch im Hinblick auf die Einlagensicherung sind erhebliche Schwächen zu verzeichnen.<sup>78</sup> Entgegen einer weit verbreiteten Fehlvorstellung gibt es in Deutschland im Gegensatz zu den USA<sup>79</sup> keine Staatsgarantie oder Versicherung durch den Staat, wenn man einmal von der mündlichen Erklärung der Bundeskanzlerin und des Bundesministers der Finanzen im Herbst 2008 absieht. Ihre rechtliche Wirksamkeit dürfte aber einer näheren Überprüfung nicht stand halten.<sup>80</sup> Eine solche Garantie ist auch nicht durch die hastige Änderung der (unzureichenden)

mit der gesamtwirtschaftlichen Ausrichtung der Bankenaufsicht angesehen, vgl. *Fischer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, 3. Aufl., 2008, § 125 Rn. 20. § 4 Abs. 4 FinDAG sei „notwendig geworden“, weil der BGH in zwei Entscheidungen Amtshaftungsansprüche gegen die Aufsichtsbehörden im Grundsatz für möglich gehalten hatte (BGH Urteil vom 15. Februar 1979 – Wetterstein, WM 1979, S. 482, Urteil vom 12. Juli 1979 – Herstatt, WM 1979, S. 934). Dementsprechend lehnt der BGH die Existenz solcher Ansprüche nunmehr ab (BGH, ZIP 2005, S. 287 und S. 1168). Der EuGH hatte in dem vorgeschalteten Vorlageverfahren die Europarechtswidrigkeit der Vorschrift verneint (Vorlagebeschluss vom 16.5.2002, NJW 2002, 2464, EuGH Urteil vom 12.10.2004 Rs. C 222/02, NJW 2004, 3479). Das Bundesverfassungsgericht hat sich noch nicht geäußert.

<sup>78</sup> Einzelheiten bei *Wagner*, Die Einlagensicherung bei Banken und Sparkassen nach dem Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz, 2004; *Fröhlich*, Die freiwillige Einlagensicherung der privaten Banken, 2008; zu Reformüberlegungen aus ökonomischer und rechtsvergleichender Sicht: *Bigus/Leyens*, Einlagensicherung und Anlegerentschädigung, 2008.

<sup>79</sup> Die FDIC wurde errichtet durch Section 8 des Banking Act vom 16. Juni 1933 als „Amendment 12B“ zum „Federal Reserve Act“. Die notwendige Kapitalausstattung war von der Treasury und den 12 Federal Reserve Banks zur Verfügung zu stellen. Die Gesetzgebung wurde grundlegend reformiert in der Folge der Savings- and Loan Krise zwischen 1982 und 1991, in deren Verlauf anderen Sicherungseinrichtungen insolvent geworden waren. Die Reform erfolgte vor allem durch den „Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act“ (FIRREA) aus dem Jahre 1989 und dem „Federal Deposit Insurance Improvement Act“ (FDICIA) von 1991, durch den auch nahezu unbegrenzte Refinanzierungsmöglichkeiten bei der Treasury geschaffen wurden, vgl. *Federal Deposit Insurance Corporation, A Brief History of Deposit Insurance in the United States*, Prepared for the International Conference on Deposit Insurance, Washington D.C., September 1998, S. 27 f., 51 f., 54 f.

<sup>80</sup> Die Übernahme von Garantien dieser Art bedarf einer gesetzlichen Ermächtigung nach Art. 115 Abs. 1 GG.

Richtlinien der EU<sup>81</sup> oder die Novellierung des Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes im Jahre 2009 eingeführt worden<sup>82</sup>. Allerdings liegt jetzt ein umfassender Richtlinienentwurf der EU vor.<sup>83</sup> Etwas verbessert worden ist in Deutschland der Verbraucherschutz bei Falschberatung<sup>84</sup>.

#### 4. Würdigung

Auch wenn die Politik unter starkem Handlungsdruck steht, ist jeder Aktionismus verfehlt. Es besteht die Gefahr, dass nur zweitrangige Symptome kuriert werden und durch die zahlreichen Änderungen und Ergänzungen im Detail das Geflecht der Normen noch komplexer wird. Die Komplexität der Vorschriften und ihre Vielfalt ist aber eine der Ursachen der Krise. Auch fehlt eine Gesamtwürdigung der Wirkungen und Wechselwirkungen. Die Weiterentwicklung eines Systems, das eine seiner wichtigsten Aufgaben nicht erfüllt hat, versperrt den Blick für die angezeigte *grundlegende Überprüfung* des Grundansatzes. Eine solche grundlegende Überprüfung und möglicherweise Neukonzeption will aber wohl überlegt sein. Soweit es nicht um die unmittelbare Krisenbewältigung geht, sondern um die Abwehr künftiger Gefahren, steht auch hinreichend Zeit zur Verfügung.

#### 5. Exkurs: Ratingagenturen

Die EU hat bereits neue Vorschriften zur verschärften Aufsicht über die Ratingagenturen erlassen.<sup>85</sup> Sie verfolgen vier Hauptziele:

<sup>81</sup> Richtlinie 2009/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2009 zur Änderung der Richtlinie 94/19/EG über die Einlagensicherungssysteme im Hinblick auf die Deckungssumme und die Auszahlungsfrist, ABl. L68 vom 13.3.2009, S. 3–7.

<sup>82</sup> Regierungsentwurf vom 16. März 2009, BT-Drucks. 16/12255, Gesetz vom 25. Juni 2009 (BGBl. I, S. 1528).

<sup>83</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Einlagensicherungssysteme [Neufassung], KOM(2010) 369, verabschiedet von der Kommission am 12. Juli 2010.

<sup>84</sup> Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung vom 31. Juli 2009, BGBl. I, S. 2512.

<sup>85</sup> Oben Fn. 71.

1. Schaffung eines effizienten Registrierungs- und Aufsichtsrahmens
2. Verstärkung der Transparenz der Arbeit der Agenturen
3. Vermeidung von Interessenkonflikten und die Behandlung von Interessensgegensätzen
4. Verbesserung der Qualität der Ratings.<sup>86</sup>

Entgegen dem Kommissionsentwurf ist darin eine spezielle Behandlung von strukturierten Finanzinstrumenten vorgeschrieben. Für sie ist in Art. 10 Abs. 3 der Verordnung angeordnet, dass klar von den sonst üblichen Symbolen (Noten) unterscheidbare Klassifikationen für diese Instrumente vorgenommen werden.<sup>87</sup> Im Übrigen werden im Wesentlichen nur Informationspflichten und Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten, vor allem im Hinblick auf Beratungsdienstleistungen, auferlegt. Schließlich ist eine Registrierung der Agentur vorgeschrieben, wenn ihre Urteile im Rahmen der Eigenkapitalvorschriften anerkannt werden sollen. Auch wird ein Verhaltenskodex verlangt. Von der Einführung einer zivilrechtlichen Haftung wurde aber abgesehen. CESR wurde eine maßgebende Rolle für den Erlass von guidelines, die Koordination der nationalen Behörden und bei dem Antrag auf Zulassung eingeräumt. Die damit verbundene Aufwertung dieser Einrichtung wird im Schrifttum begrüßt.<sup>88</sup> Allerdings sind damit immer noch keine Entscheidungsbefugnisse verbunden. Entscheidungen sollen auch weiterhin von den zuständigen (nationalen) Behörden getroffen werden. Die Regelungen der Verordnung sollen aber wieder durch die Verordnung zur Schaffung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde geändert werden.<sup>89</sup>

<sup>86</sup> Vgl. *M.J. Möllers*, Auf dem Weg zu einer neuen europäischen Finanzmarktaufsichtsstruktur, NZG 2010, S. 285 (286 f.); *Andrieu* (Fn. 10), S. 91 ff., mit näheren Einzelheiten.

<sup>87</sup> Schon im code of conduct von IOSCO vorgesehen, *The Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions*, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, vom 24. Dezember 2004, Version May 2008, Nr. 3.5 (b); ebenso der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Fn. 9), hatte für „strukturierte Produkte“ eine „eigenständige Rating-Skala“ gefordert (Textnr. 248 f.); ebenso *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), Textnr. 71 Recommendation 3: „the rating for structured products should be transformed by introducing distinct codes for such products“; Darstellung der Vorgeschichte bei *M.J. Möllers* (Fn. 7), S. 866 f., der ebenfalls für die Einführung einer eigenen Gattung für strukturierte Finanzprodukte plädiert hat (S. 868).

<sup>88</sup> *M.J. Möllers* (Fn. 86), S. 287 f.

<sup>89</sup> Nähere Einzelheiten bei *Siekman* (Fn. 69), S. 42, 44, 50, 79.

Diese Verordnung bedurfte eines nationalstaatlichen Ausführungsgesetzes, obwohl eine EU-Verordnung unmittelbar geltendes Recht ist, vor allem weil eine Aufsichtsbehörde zu bestimmen war.<sup>90</sup> Im Vorschlag des Europäischen Parlaments und des Rates zur Errichtung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde<sup>91</sup> im Rahmen des neuen Europäischen Systems der Finanzaufsichtsbehörden (ESFS) ist zwar vorgesehen, dass die Aufsicht über die Ratingagenturen vollständig und exklusiv der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) übertragen werden soll.<sup>92</sup> Sie ist aber noch nicht errichtet worden. Da die neue Verordnung zur Aufsicht über die Ratingagenturen aber bereits in Kraft getreten ist, mussten vorerst nationale Aufsichtsbehörden zu deren Vollzug bestimmt werden. Es war innerstaatlich festzulegen, welche Stelle die operative Aufsicht über die Benutzung der Ratings durch Kreditinstitute und Versicherungen durchzuführen hat.<sup>93</sup>

Ungewöhnlich schnell hat der Bund ein Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung erlassen.<sup>94</sup> Darin wird die BaFin zur Aufsichtsbehörde über die Ratingagenturen bestimmt, § 17 Abs. 1 WpHG n.F. Sie übt alle Befugnisse aus, die nach der Verordnung der zuständigen Aufsichtsbehörde zustehen sollen, § 17 Abs. 2 WpHG n.F. Auch werden die Ratingagenturen verpflichtet, ihre Tätigkeit einmal jährlich durch einen Wirtschaftsprüfer prüfen zu lassen, § 17 Abs. 5 WpHG

<sup>90</sup> Die „Durchführung“ des Gemeinschaftsrechts ist ein seit längerem diskutiertes Problem, näher C. Möllers, Durchführung des Gemeinschaftsrechts – Vertragliche Dogmatik und theoretische Implikationen, EuR 2002, S. 483.

<sup>91</sup> Oben Fn. 65.

<sup>92</sup> Siekmann (Fn. 69).

<sup>93</sup> Diese Aufteilung findet sich bereits im Commission Staff Working Document vom 23. September 2009, Possible Amendments to Financial Services Legislation, SEC(2009), 1233, S. 9.

<sup>94</sup> Ausführungsgesetzes zur Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen (Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung) vom 14. Juni 2010, BGBl. I 786. Der Entwurf stammt vom 15. Februar 2010, BT-Drucks. 17/716; erste Lesung im Bundestag am 25. Februar 2010, 24. Sitzung, BT-Prot. 17. Wahlperiode, S. 2072 (D).

n.F. Schließlich führt das Gesetz einen Katalog von insgesamt 42 (!) Bußgeldtatbeständen ein, § 39 Abs. 2b WpHG n.F.<sup>95</sup>

#### **IV. Aufsichtsrechtliche Schritte auf dem Weg zu einer effektiven Prävention**

##### *1. Abgrenzungen*

###### a) Die Problematik des Begriffs „Regulierung“

Letztlich sind es die Regeln, die einer eingehenden Überprüfung und Neuausrichtung bedürfen. Nun ist aber in der Vergangenheit ein Wust von Regeln entstanden, deren Rechtscharakter teilweise unklar bis fragwürdig ist: Neben Rechtsnormen finden sich Empfehlungen, Richtlinien, Codices, Übereinkünfte, „good practice“ und vieles mehr. Sie werden nicht nur von Juristen zunehmend falsch eingeordnet und gerne unter dem Begriff „Regulierung“ zusammengefasst. Das spart eine genaue Analyse und ist sicher Teil der Probleme, vor denen wir jetzt stehen. Auch hier bedarf es einer Neubesinnung auf die eingeführte Begrifflichkeit und klare Strukturen. Der Begriff „Regulierung“ sollte vermieden werden, da er sehr inhaltsarm ist. Meist handelt es sich auch nur um eine unkritische Übernahme des englischen Begriffs „regulation“, der auch häufig sehr unspezifisch verwendet wird. In besseren Texten wird aber mittlerweile doch deutlich unterschieden zwischen „regulation“ als der Gesamtheit der für ein Finanzinstitut geltenden Vorschriften und Standards und „supervision“ als die Ausübung von Kontrolle über Finanzinstitute, um zu gewährleisten, dass die Vorschriften und Standards auch richtig angewandt werden.<sup>96</sup> Es handelt sich also um die altbekannte Unterscheidung zwischen Normgebung und Normanwendung. Allerdings werden bei dieser Abgrenzung auch mehr oder weniger private Werke mit einbezogen („Standards“), während auch im amerikanischen Verwaltungsrecht der Staat als Quelle dieses

<sup>95</sup> Nach Art. 36 Rating-VO ist als weitere Sanktionsebene das nationale Recht vorgesehen. Auf europäischer Ebene wurden keine Bußgeldtatbestände eingeführt, vgl. *M.J. Möllers* (Fn. 86), S. 287.

<sup>96</sup> *The High Level Group on Financial Supervision in the EU* (Fn. 2), S. 13.

Rechts im Vordergrund steht.<sup>97</sup> Die Abgrenzung bleibt also insoweit aus juristischer Sicht problematisch.

Die dabei auch noch fehlende Unterscheidung zwischen dem Erlass von Normen und dem Erlass von Einzelakten entspricht aber wohl dem – wenig ausgeformten – amerikanischen Verwaltungsrecht, das nicht materiellrechtlich denkt. Eine „regulation“ kann dort sowohl eine (Rechts-)Vorschrift als auch eine (Allgemein-)Verfügung der Exekutive sein. Diese Unterscheidung, die sehr vielen Autoren, die über „regulation“ schreiben, unbekannt sein dürfte, ist aber auch dem amerikanischen Recht nicht fremd; nur spielt sie wegen der prozeduralen Ausrichtung des Verwaltungsrechts keine maßgebende Rolle. Hinzu kommt, dass im juristischen Sprachgebrauch mit „regulation“ die exekutive Normgebung gemeint ist, während von wirtschaftswissenschaftlicher oder politischer Seite meist auch der Erlass förmlicher Gesetze gemeint ist. Jedenfalls wird über Regeln gesprochen, die in förmlichen Gesetzen stehen. Schließlich wird der Begriff „regulation“ im EU-Recht eindeutig als Rechtssatz verstanden und deshalb auch korrekt mit „Verordnung“ übersetzt. Wegen dieser verschiedenen Bedeutungsinhalte und ihrer unterschiedlichen Abgrenzung in den verschiedenen Rechtsordnungen sollte der Begriff „Regulierung“ unbedingt vermieden werden. Stattdessen kann klar und eindeutig gesagt werden, was eigentlich gemeint ist. Allerdings ist dazu eine gewisse Kenntnis der korrekten Termini erforderlich.

#### b) Die Umgehungsmöglichkeiten

Zu Recht hat der *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* in seinem Jahresgutachten 2007/08 aber darauf hingewiesen, dass bei allen Reformüberlegungen immer zu beachten ist, dass sich die Finanzmärkte „durch eine hohe Kreativität“ auszeichnen, „wenn es darum geht, staatliche

<sup>97</sup> Merriam Webster's Dictionary of Law, 1996 „regulation“. „an authoritative rule; specif: a rule or order issued by a government agency and often having the force of law“; *Giffis*, Law Dictionary, regulations: rules or other directives issued by administrative agencies that must have specific authorization to issue directives...“.

Regulierungen zu umgehen“.<sup>98</sup> Es sind aber nicht die (anonymen) Finanzmärkte, sondern Menschen, die sich so verhalten. Auch in anderen Bereichen, in denen der Staat (selbstverständlich) ordnend tätig wird, gibt es diese Phänomene, doch ist das kein Grund bei drohenden Gefahren für die Allgemeinheit, nicht tätig zu werden. Die Fragwürdigkeit des Begriffs „staatliche Regulierung“ ist bereits dargelegt worden.<sup>99</sup>

### c) Ausgrenzungen

Die Bekämpfung einiger Erscheinungen, die als Ursachen der Krise immer wieder diskutiert werden und teilweise auch schon zu Gesetzesvorhaben geführt haben, dürfte zwar eine hohe politische und mediale Bedeutung haben, aber kaum verlässlich auf Dauer zu einem stabileren Finanzsystem führen. Es handelt sich vor allem um

- einen zwingenden Selbstbehalt für die Schöpfer von strukturierten „Finanzprodukten“
- die Honorierung des (Spitzen-)Managements in der Finanzwirtschaft
- Verstaatlichung von bestehenden Finanzinstituten
- die Größe und Verknüpfung der Institute

Ein zwingender Selbstbehalt hätte wohl kaum den Ausbruch der Krise verhindert. Im Gegenteil hatten die Banken, die in Schwierigkeiten geraten sind, in großem Umfang die strukturierten Wertpapiere, die dann „toxisch“ wurden, noch in ihren Bilanzen oder hatten für ihre Bezahlung Garantien übernommen<sup>100</sup>. Höhe und Struktur der Gehälter des Managements mögen eine zu hohe Risikoneigung hervorgerufen haben. Es besteht aber kein hinreichender Beleg, dass mit Obergren-

<sup>98</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Fn. 3), Text-Nr. 257–259.

<sup>99</sup> Oben S. 27.

<sup>100</sup> Vgl. *Huertas*, Containment and Cure (FN. 4), S. 5. *Rudolph* (Fn. 4) weist ebenfalls darauf hin, dass ein weitgehend übersehener Faktor war, dass die Banken Kreditrisiken eben nicht weitergereicht haben, sondern wegen eines „Anlagenotstands“ in den eigenen Büchern behalten oder zurück erworben haben (S. 15) sowie Kredit- oder Liquiditätslinien gewährt haben, die dann zu einer „Falle wurden (S. 17).

zen oder der Orientierung am langfristigen Erfolg ein nennenswert anderes Verhalten zu sehen gewesen wäre.<sup>101</sup> Dabei darf vor allem nicht vergessen werden, dass für viele Fehlentwicklungen, namentlich in den USA, der Vertrieb vor Ort eine wichtige Rolle gespielt hat. Die kleinen Bankangestellten oder Vermittler, fälschlich jetzt als „Bankberater“ tituliert, haben für erhebliches Mis-selling gesorgt. Das ist aber weder für die Vertreter der Medien noch die Politik ein angenehmes Thema.

Die Verstaatlichung der Banken mag als Augenblicksmaßnahme durchaus angezeigt sein und hat im In- und Ausland auch in erheblichem Umfang stattgefunden. Neben den bekannten privaten Großbanken Hypo-Real-Estate, Commerzbank/Dresdner Bank und den gemischwirtschaftlichen Instituten IKB und HSH/Nordbank waren es vor allem die Mehrzahl der Landesbanken, die in Deutschland massiv in Schwierigkeiten geraten sind. Die Verstaatlichung von Staatsbanken macht aber keinen Sinn. In den USA waren es die halbstaatlichen Förderbanken „Fannie Mae“ (Federal Home Loan Mortgage Corporation) und „Freddie Mac“ (Federal National Mortgage Association, FNMA), nicht aber das wenig bekannt, aber ähnlich strukturierte Förderinstitut „Ginnie Mae“ (Government National Mortgage Association [GNMA]), die massive Unterstützung benötigten. Staatliches oder privates Eigentum an einer Bank war wohl nicht der maßgebende Umstand für Schwierigkeiten oder Wohlergehen.

Auch wenn eine (flächendeckende) Verstaatlichung als Präventionsmaßnahme gegenwärtig weder geeignet noch angemessen sein dürfte, darf sie aber als ultima ratio nicht völlig ausgeschlossen werden, wenn andernfalls die westlichen Demokratien an der Bewältigung von Bankenkrisen zu zerbrechen drohen. Dabei ist es zweitrangig, ob Banken „Produktionsmittel“ im Sinne von Art. 15 GG sind, da auch Art. 14 Abs. 3 GG in einem solchen Fall eine hinreichende Grundlage bieten würde.

<sup>101</sup> Vgl. Hopt (Fn. 5), S. 1401.

In jedem Fall ist aber nach den mehr oder weniger schlecht durchgeführten Privatisierungen von Finanzinstituten (Depfa, WestLB, Postbank etc.) zu erwägen, eine flächendeckende, kostengünstige und absolut sichere Versorgung der Bevölkerung mit den wirklich notwendigen Dienstleistungen durch staatliche oder kommunale Einrichtungen zu gewährleisten. Die Postbank erfüllt diese Aufgabe der Daseinsvorsorge, welche die Postgiroämter in zufriedenstellender Weise bewältigt hatten, jedenfalls immer weniger. Hier hat ein von der Öffentlichkeit kaum thematisierter, aber deutlich spürbarer Erosionsprozess stattgefunden, der immer noch andauert; ganz zu schweigen von dem (erheblichen) Adressrisiko, das es vor der (Form-)Privatisierung dieses Instituts nicht gab. Allerdings dürfte insoweit kein nennenswerter Zusammenhang mit dem Stabilisierungsziel bestehen.

Sicher scheint jedenfalls zu sein, dass das Euro-System keiner grundlegenden Umgestaltung bedarf. Die EZB und der Euro haben sich auch angesichts der Staatsschuldenkrise gut gehalten. Entgegen zahlreichen skeptischen Stimmen hat die einheitliche Währung maßgebend zur finanziellen Stabilisierung schwächerer Mitgliedsstaaten beigetragen.<sup>102</sup> Der Harvard Ökonom *Kenneth Rogoff* hat es so ausgedrückt: „Insgesamt glaube ich, es war eine gute Krise für Europa: Der Euro ist nicht kollabiert, kein Staat ist bankrott gegangen. Es war ein kurzzeitiges Drama. Deutschland wird sich langsam, aber stark erholen<sup>103</sup>“. Der zweite Teil der Aussage dürfte aber im Hinblick auf die gigantisch wachsende Staatsverschuldung in Frage zu stellen sein, auch wenn den Deutschen insoweit oft zu viel Ängstlichkeit vorgeworfen wird.

## *2. Der begrenzte Nutzen von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen*

Es besteht kein Zweifel, dass eine entwickelte Volkswirtschaft ein gut funktionierendes Bankensystem braucht. Entsprechendes gilt auch für Versicherungen und

<sup>102</sup> Das ist auch die Einschätzung der EU-Kommission in ihrem Jahresbericht 2009 über das Euro Gebiet: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Central Bank, Annual Statement on the Euro Area 2009, 7.10.2009, COM(2009) 527.

<sup>103</sup> Interview in: Der Standard vom 11. Oktober 2009.

Kapitalmärkte, aber schon mit Einschränkungen. Alle übrigen Aussagen über Umfang und Bedeutung des „Finanzsektors“ sind nicht erst seit der Entwicklung der letzten Monate mit großer Vorsicht zu betrachten. Schon die Bedeutung des Begriffs „Finanzsektor“ ist unklar. Vermutlich sind damit die Finanzmärkte, vielleicht aber auch Versicherungen und finanzbezogene Dienstleistungen finanzieller Institutionen der Privatwirtschaft gemeint, nicht aber die makroökonomische Analyse der Geldwirtschaft.

Vor allem lässt die relative Bedeutung eines so verstandenen „Finanzsektors“ nicht ohne weiteres einen Schluss auf die Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu. Normative Aussagen dahin, dass „der deutsche Finanzsektor seiner Bedeutung für die Volkswirtschaft nur unzureichend gerecht“ werde, entbehren hinreichender empirischer und theoretischer Grundlagen. Im Gegenteil gibt es Anzeichen dafür, dass die Volkswirtschaften, in denen der Anteil des Finanzsektors an der Wertschöpfung relativ gering ist im Verhältnis zur gewerblichen Produktion oder dem nichtfinanziellen Dienstleistungssektor, letztlich stabiler sind und nachhaltiger Wohlstand schaffen.

Darüber hinaus gilt es zu beachten, dass ein hoher Anteil von Finanzdienstleistungen an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung als solcher noch nichts über das Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Nutzenstiftung besagt. Für sich genommen hat er keinen besonderen Wert. Im Gegenteil kann er ein Anzeichen dafür sein, dass die notwendigen Dienstleistungen ineffizient erbracht werden, die Transaktionskosten (relativ) zu hoch sind. Auch wenn sich empirisch zeigen sollte, dass Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil von Finanzdienstleistungen gesamtwirtschaftlich mehr Gewinn erwirtschaften, darf dabei aber nicht das unter Umständen wesentlich höhere Risiko, das dabei eingegangen wird, außer Acht gelassen werden.<sup>104</sup> Dieser Fehler wird aber bei der Darstellung des angeblichen Netto-Nutzens der Finanzwirtschaft allzu häufig gemacht.

<sup>104</sup> Vgl. *Gerlach/Schulz/Wolff*, Banking and sovereign risk in the euro area, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, No. 09/2010, S. 12 f.: Das Verhältnis der aggregierten Vermögenswerte des Bankensektors zum Sozialprodukt (Maß für die Bedeutung des

Die Bedeutung funktionierender Finanz- und Kapitalmärkte für das Wachstum einer Wirtschaft soll damit in keiner Weise in Abrede gestellt werden. Doch muss dabei immer berücksichtigt werden, dass Finanzmärkte lediglich bestimmte *Dienstleistungen* zu erbringen haben. Sie schaffen keine realen Güter und dürfen deshalb kein Selbstzweck sein. Sie gewinnen ihre Bedeutung *ausschließlich* in dienender Funktion. Auf diese Weise helfen sie mittelbar, menschliche Bedürfnisse zu befriedigen. Darin liegt ihr Nutzen, aber auch nur darin. Es gilt, den Bezug zum Menschen wieder herzustellen. Bei allen Überlegungen zu Neuregelungen muss der Dienstleistungscharakter der Finanzwirtschaft daher eindeutig wieder im Vordergrund stehen.

Es bestehen Anzeichen, dass der allergrößte Teil sogenannter Finanzprodukte, vor allem aber „innovativer Finanzprodukte“, für die Masse der Bevölkerung nutzlos oder gar schädlich sind, wenn man von der Befriedigung des Spieltriebs einmal absieht. Wirklich gebraucht werden

1. ein verlässliches und absolut sicheres System zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs
2. die Möglichkeit zur Anlage von Sparguthaben ohne Risiko oder mit begrenztem Risiko
3. die Kreditgewährung für den Erwerb von Wohnimmobilien
4. *möglicherweise*: der langfristige Aufbau eines Kapitalstocks zur Alterssicherung.

Schon die Kreditfinanzierung anderer langlebiger Konsumgüter ist nicht unproblematisch. Welche Institute man dafür braucht und wie sie konstruiert und überwacht

Sektors für eine Volkswirtschaft) kann in guten Zeiten ein Treiber für das Wirtschaftswachstum sein, ist aber in einer Krise ein Risiko für den Staat, das sich selbst im Euro Gebiet in einer signifikanten Erhöhung seiner Finanzierungskosten widerspiegelt. Dabei ist noch nicht einmal berücksichtigt, dass der Kurs der Bundesanleihen, der als Referenzgröße verwendet wird, durch die Erwartung von kostspieligen Hilfsaktionen wahrscheinlich ungünstiger ist als ohne diese Erwartung. Empirisch lässt sich damit zeigen, dass letztlich die Allgemeinheit – versteckt und mittelbar – die Kosten eines großen Finanzsektors zu tragen hat, auch wenn es tatsächlich (noch) nicht zu staatlichen Unterstützungszahlungen für Finanzinstitute gekommen ist.

werden, muss von Grund auf neu durchdacht werden, wenn immense Steuermittel für die Rettung von Finanzinstituten, vor allem aber ihrer Eigentümer und ihrer Fremdkapitalgeber, eingesetzt werden. Mittelfristig ist nur die Sicherung oder Stützung solcher Einrichtungen vertretbar, ohne die eine der oben genannten Funktionen nicht mehr erbracht werden würde.

Für die gewerbliche Wirtschaft, nicht aber öffentliche Einrichtungen, ist dieses Spektrum zu erweitern. Dabei ist allerdings zu beachten, dass über die Hälfte der Arbeitnehmer in Klein und Kleinstunternehmen tätig sind. Diese benötigen im Wesentlichen auch keine komplexen „Finanzprodukte“, sondern allenfalls eine Wagnisfinanzierung bei Neugründungen oder Erweiterungen, wenn die banküblichen Sicherheiten nicht vorhanden sind. Trotz der Unzahl immer neuer „Finanzprodukte“ dürfte es hier aber immer noch Lücken geben, die gesamtwirtschaftlich sinnvoll zu schließen wären.

### *3. Die grundlegende Neugestaltung von Aufsicht und Kontrolle*

Der Weg zu einer effektiven Prävention stellt sich im Kern dar als eine grundlegende Umgestaltung des *institutionellen Rahmens* für die Finanzmärkte.<sup>105</sup> Dieser – auch von Ökonomen gerne verwendete – Begriff bedarf allerdings der Konkretisierung. Zumindest eine Unterscheidung ist wichtig: Es ist zwischen den institutionellen Vorschriften für Organisation und Verfahren von Kontrolleinrichtungen und den materiellen Vorgaben für die Tätigkeit der Finanzmarktakteure zu unterscheiden. Die Grenzen verschwimmen allerdings an den Rändern, da es auch Regeln für die organisatorische Ausgestaltung der Finanzmarktakteure geben muss.

Bei allen weiteren Überlegungen zur Verbesserung der Aufsicht, um künftige Krisen zu verhindern, ist aber analytisch immer genau zu unterscheiden wird zwischen

- dem *materiellen Aufsichtsrecht* (Komplexität, Aufweichung, Selbstregulierung, institutsbezogene Sicht)

<sup>105</sup> In diesem Sinne auch *Inderst* (Fn. 12), S. 12.

- der *Organisation der Aufsichtseinrichtungen* und
- dem *tatsächlichen Verhalten dieser Einrichtungen* in der Verwaltungspraxis (mangelndes Einschreiten gegen gefährliche oder gar rechtswidrige Praktiken).

Das wird häufig in der öffentlichen, aber auch der akademischen Diskussion im Bereich der Wirtschaftswissenschaften versäumt.

Darüber hinaus bedarf es einer Klärung, welche Ziele mit der Aufsicht verfolgt werden sollen. Im Hinblick auf Banken kann unterschieden werden zwischen

- dem Schutz der Investoren
- der Sicherstellung der Funktion der Märkte und
- der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems als Ganzem.<sup>106</sup>

#### a) Finanzmarktaufsicht als Gefahrenabwehr

Das Aufsichtsrecht muss wieder klar als *Sonderordnungsrecht* konzipiert werden. Es dient der Gefahrenabwehr und nicht der Stärkung des „Finanzplatzes Deutschland“. Alle Tendenzen, dieses Recht als eine Art korporatistisches Standesrecht der Banken, oder genauer: einiger Großbanken zu begreifen<sup>107</sup>, müssen unterbunden werden.

Die Vorstellung, dass Aufsichtsregeln eine *Selbstordnung* („Selbstregulierung“)<sup>108</sup> der Industrie sein können, die durch mehr oder weniger private eigene Kontrolleinrichtungen vollzogen werden könnten, funktioniert allenfalls insoweit, als einzelne „schwarze Schafe“ ausgesondert werden, verhindert aber keinesfalls gefährliche branchenweite Fehlentwicklungen. Es muss auch den ökonomisch ausgerichteten Beratern wieder klar gemacht werden, dass Verhaltensempfehlungen oder Codi-

<sup>106</sup> Vgl. *Inderst* (Fn. 12), S. 2.

<sup>107</sup> In diesem Sinne *Junker* (Fn. 29), S. 68 („regulierte Selbstregulierung“), der dieses Ordnungsmodell nicht einmal mehr eindeutig dem öffentlichen Recht oder dem Privatrecht zuordnen mag (S. 273).

<sup>108</sup> Oben S. 11.

ces etwas anderes sind als Rechtsnormen und dass diese Rechtsnormen strikt zu beachten sind. Das ist keine Frage von mehr oder weniger guter „Compliance“.

Damit ist auch eine nur subsidiäre Geltung wesentlicher Elemente des Aufsichtsrechts nicht zu vereinbaren. Namentlich die Solvabilitätsverordnung weist derartige Tendenzen auf. Bei der Ermittlung von Adressrisiken erlaubt sie beispielsweise neben dem Kreditrisiko-Standardansatz (KSA), § 24 ff. SolvV, einen auf internen Ratings basierenden Ansatz (IRBA), § 55 ff. SolvV. Damit wird den Instituten, die damit umgehen können, weitgehend überlassen, selbst zu bestimmen, welchen materiellen Gehalt die Regelungen tatsächlich für sie haben. Die Aufsicht der BaFin über diese Verfahren hat jedenfalls nach bisherigem Erkenntnisstand nicht ausgereicht.

#### b) Organisation der nationalen Aufsicht

Die Aufsichtseinrichtung darf nicht unter dem Einfluss der Beaufsichtigten stehen. Sowohl der Wunsch der Politik als auch der aufsichtsunterworfenen Institute ging aber dahin, ihre Geschäftstätigkeit auszuweiten, große Einheiten zu schaffen und den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Die dabei vernachlässigten Risiken haben sich als fatal erwiesen. Da sowohl Markt- als auch Staatsversagen vorliegt, ist es nicht möglich, pauschale Empfehlungen abzugeben. Jedenfalls ist die Finanzierung der BaFin allein aus eigenen Einnahmen (§ 13 Abs. 1 Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz – FinDAG) für den Finanzminister erfreulich, aber staatsrechtlich nicht ohne Risiken<sup>109</sup>, auch wenn das Bundesverfassungsgericht vor wenigen Tagen diese Umlage als zulässige Sonderabgabe hat passieren lassen<sup>110</sup>. Auch das sehr starke Gewicht der Aufsichtsunterworfenen und ihrer Verbände im Verwaltungsrat der BaFin (§ 7 Abs. 3 FinDAG) mag zwar den skizzierten korporatistischen Vorstellungen entsprechen, ist aber im Grundansatz verfehlt. Zudem hat

<sup>109</sup> Deziert für Verfassungswidrigkeit: *Ehlers/Achelpöehler*, Die Finanzierung der Wirtschaftsaufsicht des Bundes durch Wirtschaftsunternehmen, NVwZ 1993, 1025 (1031), aber Gebührenerhebung für einzelne Amtshandlungen zulässig.

<sup>110</sup> BVerfG, 2 BvR 852/07 vom 16.9.2009.

der Fachbeirat nach § 8 FinDAG seine Aufgabe als unabhängiges Beratungsgremium nicht erfüllt.<sup>111</sup>

Ob die Krise mit einer zentralen Aufsicht anders verlaufen wäre, ist alles andere als sicher. Reibungsverluste im Bereich von § 7 Kreditwesengesetz - KWG und der „Aufsichtsrichtlinie“ der Bundesregierung sind nicht zu bestreiten, doch dürfte eine von der Politik unabhängige Bankenaufsicht nicht mit dem Demokratieprinzip zu vereinbaren sein (Verbot „ministerialfreier Räume“). Obschon leichte Vorteile für eine Ansiedlung zumindest der Bankenaufsicht bei der Bundesbank zu erkennen sind, können dadurch Gefahren für ihre europarechtlich (Art. 130 AEUV) und verfassungsrechtlich (Art. 88 Satz 2 GG) garantierte Unabhängigkeit entstehen, wenn diese Garantie nur für die Geldpolitik gewährt ist. Das ist allerdings umstritten<sup>112</sup>. Es wird sich in jedem Fall um eine juristische Gratwanderung zwischen Demokratieprinzip und Unabhängigkeitsgarantie handeln.

### c) Europäisierung und Globalisierung der Aufsicht

Es besteht weitgehend Einigkeit, dass die Ausbreitung der Krise durch das weitgehende Fehlen einer grenzüberschreitenden Aufsicht begünstigt worden ist. Die Bemühungen um eine neue globale Ordnung der Finanzmärkte sind noch nicht in ein entscheidendes Stadium getreten und die Vorschläge des Ausschusses für Bankenaufsicht in Basel sind doch eher detailorientiert. Dabei ist aber zu bedenken, dass ein Ausbau der internationalen Bankenaufsicht auch zu mehr gleichge-

<sup>111</sup> *Krahen/Siekman*, Rettungsstrategie ohne Moral Hazard – Versuch eines Gesamtkonzepts zur Bankkrisenvermeidung, Institute for Monetary and Financial Stability, Working Paper Series No. 38 (2010), S. 13.

<sup>112</sup> Für sonstige den Zentralbanken zulässigerweise zugewiesenen Tätigkeiten, namentlich im Bereich der Bankenaufsicht, soll die Unabhängigkeitsgarantie des Art. 108 EGV nicht gelten; in diesem Sinne: *Stern*, Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland Bd. II, 1980, S. 478; zust. *Kämmerer*, in: v.Münch/Kunig, Grundgesetz-Kommentar Bd. 3, 5. Aufl. 2003, Art. 88 Rdn. 10; *Kempfen*, in: Streinz (Hrsg.), EUV/EGV, 2003, Art. 108 Rn. 9; *Häde*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV/EGV – Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta, 3. Aufl. 2007, Art. 108 Rn. 20; zweifelnd, dass eine solche Trennung möglich ist, *Siekman*, in: Sachs (Hrsg.), Grundgesetz, 5. Aufl. 2009, Art. 88 Rdn. 66.

richtetem Verhalten der Betroffenen führen und die prozyklischen Eigenschaften bankaufsichtsrechtlicher Regelwerke verstärken kann.<sup>113</sup>

Juristische Fragen stellen sich vor allem im Hinblick auf die – wenn auch abgeschwächte – Einbindung der EZB, da das Primärrecht der EU in Art. 127 Abs. 5 und 6 AEUV möglicherweise abschließend die Frage der Beteiligung der EZB bei der Finanzmarktaufsicht regelt. Die Übertragung von Aufgaben der Versicherungsaufsicht ist in Art. 127 Abs. 6 AEUV ausdrücklich ausgeschlossen.<sup>114</sup> Die Errichtung Gemeinschaftsbehörden („authorities“) durch sekundäres Gemeinschaftsrecht ist zwar in der Praxis recht weit verbreitet, stößt aber ebenfalls auf Bedenken, die mit dem Stichwort „Meroni Doktrin“<sup>115</sup> verbunden sind. Danach dürfen Einrichtungen mit Hoheitsbefugnissen möglicherweise nur durch Vertragsänderung oder -ergänzung errichtet werden,<sup>116</sup> auch wenn der EuGH zuletzt eine großzügige Haltung eingenommen hat.<sup>117</sup>

<sup>113</sup> Rudolph (Fn. 4), S. 31.

<sup>114</sup> Näher Siekmann (Fn. 20), S. 64 ff.

<sup>115</sup> Der EuGH hat in seiner „Meroni“-Rechtsprechung (EuGH Urteile vom 13. Juni 1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, 11; Rs. 10/56, Slg. 1958, 51) Grenzen für die Übertragung von Befugnissen auf Einrichtungen aufgestellt, die von den Organen der Europäischen Gemeinschaften getrennt sind. In dem entschiedenen Fall ging es um die Übertragung von finanzrechtlichen Befugnissen auf eine selbstständige finanzielle Einrichtung („Ausgleichskasse für eingeführten Schrott“), die in privatrechtlicher Form organisiert war. Eine solche Übertragung war als solche ausdrücklich in Art. 53 Abs. 1 EGKSV vorgesehen. Es ging also im Wesentlichen um die Modalitäten und die Grenzen der Übertragungsmöglichkeit.

Im Ergebnis müssen bei der Übertragung von Hoheitsbefugnissen zumindest folgende Anforderungen beachtet werden: Es dürfen „keine weiterreichenden Befugnisse übertragen werden, als sie der übertragenden Behörde nach dem Vertrag selbst zustehen“, EuGH Urteil vom 13. Juni 1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, 11 (40). Es dürfen nur Ausführungsbefugnisse übertragen werden, die genau umgrenzt sind und deren Ausübung von dem zuständigen Gemeinschaftsorgan beaufsichtigt wird (S. 44), bezogen auf die Hohe Behörde. Die Übertragungsentscheidung muss ausdrücklich erfolgen (S. 15, 42). Der Anspruch auf gerichtlichen Rechtsschutz darf durch die Übertragung von Aufgaben auf nachgeordnete Stellen nicht verletzt werden, EuGH Rs. 19/67, Slg. 1967, 461 (474) – van der Vecht.

<sup>116</sup> Näher Siekmann (Fn. 20), S. 69 ff.

<sup>117</sup> In seiner Entscheidung zur Gründung der Agentur für Netz- und Informationssicherheit hat der EuGH die „Schaffung einer Gemeinschaftseinrichtung“ ausdrücklich anerkannt, EuGH Urteil vom 2.5.2006, Rs. C-217/04, Rn. 44, Slg. I (2006), 3771 (3806); abl. Ohler, Anmerkung zum EuGH Urteil vom 2.5.2006, Aktenzeichen C-217/04, EuZW 2006, 369 (373 f.), der aber das Vorliegen einer „ungeschriebenen Annexkompetenz“ in Erwägung zieht. Nach Auffassung des EuGH kann der Gemeinschaftsgesetzgeber im Rahmen von Art. 95 EGV aufgrund seiner

#### d) Reduktion der Komplexität

Nennenswerte Teile des Aufsichtsrechts sind im Wesentlichen unlesbar. Das betrifft sowohl die einschlägigen Richtlinien der EU als auch das deutsche Kreditwesengesetz und die dazu ergangenen Ausführungsverordnungen, die fast ausschließlich europarechtliche Vorgaben umsetzen.<sup>118</sup> Auch wenn man berücksichtigt, dass es sich um Recht zur Regelung einer engen Spezialmaterie handelt, erfüllt es kaum die rechtsstaatlichen Anforderungen an die Klarheit und Verständlichkeit von Normen<sup>119</sup>. Selbst wenn man die Grundidee der Regeln von Basel II, die Orientierung der Eigenkapitalerfordernisse an dem individuellen Risiko des Schuldners, für einleuchtend hält,<sup>120</sup> ist ihre praktische Umsetzung in den genannten Regelwerken problematisch und hat zu gefährlichen Ergebnissen geführt.<sup>121</sup> Eine Rückkehr zu wesentlich einfacheren Regeln ist ernsthaft zu erwägen, auch wenn sie theoretisch suboptimal sind.

Jedenfalls ist die prozyklische Wirkung der Basel II Regeln zu beseitigen. Daran wird aber schon gearbeitet. Allerdings habe sie nicht die Krise herbeigeführt, sondern allenfalls zeitweise verschärft. Zur Prävention tragen derartige neue Regeln nicht wesentlich bei.

Sachwürdigung die Schaffung einer Gemeinschaftseinrichtung für notwendig erachten. Sie muss allerdings die Aufgabe haben, einen Beitrag zur Verwirklichung des Harmonisierungsprozesses zu leisten, EuGH Urteil vom 2.5.2006, Rs. C-217/04, Rn. 44 Slg. I (2006), 3771 (3806). Der EuGH verlangt weiter, dass die Aufgaben, die einer solche Einrichtung übertragen werden, in engem Zusammenhang mit den Bereichen stehen, auf die sich die Rechtsakte zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten beziehen, EuGH Urteil vom 2.5.2006, Rs. C-217/04, Rn. 45 Slg. I (2006), 3771 (3806).

<sup>118</sup> Oben Fn. 52.

<sup>119</sup> BVerfGE 14, 13 (16); 17, 306 (314); 47, 239 (247); 103, 21 (33).

<sup>120</sup> Dagegen *Danielson/Embrechts/Goodhart/Keating/Muennich/Renault/Shin* (Fn. 24).

<sup>121</sup> Anders *Rudolph* (Fn. 4), der ihre mangelnde Umsetzung für die Entstehung der Krise (mit-)verantwortlich macht (S. 27).

#### e) Anforderungen an das Eigenkapital

Die Eigenkapitalquote ist nicht allein entscheidend. Alle Werte sind mehr oder weniger gegriffen. Auch eine Quote von 75% im Gegensatz zu den jetzt geltenden 8% kann den Untergang einer Bank nicht verhindern, wenn das Vertrauen in ihre Zahlungsfähigkeit beschädigt ist. Die fehlenden 25%, die erforderlich wären, um alle Gläubiger zu befriedigen, sind dann fatal, wenn die Ausleihungen nicht absolut fristenkongruent refinanziert sind. In jedem Fall würde aber zusätzliches Eigenkapital einen wirksamen Puffer gegenüber Schocks bieten und damit auch systemische Auswirkungen verringern.<sup>122</sup>

#### f) Anteil der Fremdfinanzierung („leverage“)

Materielle Regeln über das Ausmaß der Fremdfinanzierung von Finanzinstitutionen sind angezeigt. Auf den ersten Blick scheint der größere Einsatz von Eigenmitteln die Eigenkapitalrentabilität zu verringern. Dieses Ergebnis beruht aber auf methodischen Fehlern, da bei korrekter Einpreisung der höheren Risiken, die Eigenkapitalrentabilität unabhängig von der Komposition der Finanzierung eines Investments ist. Das ist der Kerninhalt des (zweiten) Modigliani-Miller Theorems<sup>123</sup>. Zudem dient der höhere Eigenkapitalanteil als Sicherheitspuffer in der Krise, auch wenn er keine Garantie für die Bewältigung von Krisen bietet.

#### g) Erfassung von Risiken und ihre Lenkung

Die Fristeninkongruenz bei der Finanzierung von Aktiva war eine der Hauptursachen für die Schwierigkeiten von Banken und anderen Finanzdienstleistern. Hier sind sehr viel strengere Rechtsvorschriften zur Begrenzung der damit verbundenen Risiken und zur Erzeugung von Transparenz auch für die Kapitalgeber erforderlich.

<sup>122</sup> Inderst (Fn. 12), S. 7, der sich zugleich gegen risikoadjustierten Abgaben wendet.

<sup>123</sup> Der Gesamtkapitalkostensatz eines Unternehmens ist vom Verschuldungsgrad dieses Unternehmens unabhängig, wenn einige plausible Annahmen erfüllt sind.

Entsprechendes gilt für die Bewertung der Aktiva und das Verbot von gefahrge-  
neigten Aktivitäten außerhalb des Rechnungswesens („off-balance sheet“). Ein  
großer Teil der Investmenttätigkeiten der Banken sind „off-balance-sheet“ erfolgt.  
Entsprechendes gilt für die Beratungstätigkeit und Garantieübernahmen. Eine Un-  
terlegung mit Eigenkapital anstelle von Verboten ist möglicherweise vorzugswürdig.

#### h) Zulassung von Finanzprodukten

Eine weitere wesentliche Ursache für Entstehung und Verlauf der Krise ist die  
Intransparenz der Verbriefungen. Im Extremfall ist hier an ein staatliches Zulas-  
sungsverfahren zu denken, zumindest soweit ein Vertrieb an Personen außerhalb  
des Finanzsektors erfolgen soll. Wenn von Produkten eine Gefahr für die öffentli-  
che Sicherheit oder Ordnung ausgeht, dürfen sie im Zweifelsfall aus dem Verkehr  
gezogen werden. Neben solchen Verkehrsverboten kennt das Ordnungsrecht sehr  
strenge Vorschriften über Zulassung, Verkauf oder Werbung für solche Produkte,  
wie beispielsweise bei Fahrzeugen, Suchtmitteln, Baustoffen, Glückspielen oder  
Arzneimitteln. Auch zugelassene Arzneimittel oder Chemikalien sind beispielswei-  
se nicht für jedermann frei käuflich. Dies muss auch für „Finanzprodukte“ gelten,  
wenn sie sich als gefährlich erwiesen haben. In diesem Zusammenhang dürfen  
auch Gesichtspunkte des Selbstschutzes (Verbraucherschutzes). Dies hat das  
Bundesverfassungsgericht im Zusammenhang mit den Verpflichtungen zum Tra-  
gen von Schutzhelmen oder zum Anlegen von Sicherheitsgurten anerkannt.<sup>124</sup>

Offen ist lediglich, ob die Stabilität des Finanzsystems ein hinreichend wichtiges  
Gemeinschaftsgut ist. Zumindest dürfte eine Standardisierung vorgeschrieben  
werden dürfen, Damit für die Beteiligten auf einfache Art und Weise Erträge und  
Risiken eingeschätzt werden können. Ein zusätzlicher Nutzen von Komplexität ist  
– außer für die Originatoren und Verkäufer – nicht ersichtlich.

<sup>124</sup> BVerfGE 21, 72 (73); 59, 275 (278).

i) Keine impliziten Garantien für das Überleben von Instituten

Eine Überlebensgarantie für private Banken darf es nicht mehr geben.<sup>125</sup> Möglicherweise sind Größenbeschränkungen erforderlich, damit sich das Management nicht auf eine implizite Staatsgarantie verlassen kann. Eine Bank soll nicht „too big to fail“ sein. Aber selbst die Einführung von Obergrenzen kann nicht jede Instabilität ausschließen. Nicht nur die Größe eines Finanzinstituts, sondern auch die Verknüpfung innerhalb des Finanzsektors („too interconnected to fail“) ist ein wichtiger Faktor, der dazu führen kann, dass ein Untergang des Instituts praktisch zu jedem Preis (vom Staat) verhindert werden muss. Damit ist das neben der staatlichen Aufsicht wichtigste Regulativ, die Marktdisziplin, außer Kraft gesetzt. Ähnliche Probleme treten auf, wenn viele kleine Institute in dieselbe Richtung laufen, wie in der Savings- und Loan Krise in den USA. Auch dann ist der Staat praktisch gezwungen, zu helfen („too many to fail“). Ein sehr wichtiges Problem von Krisenintervention und Krisenprävention ist daher die (Wieder-)Herstellung der Möglichkeit, auch systemisch relevante Kreditinstitute insolvent werden zu lassen. Dabei

<sup>125</sup> Ebenso *Rudolph* (Fn. 4), S. 29; *Meltzer*, End Too-Big-to-Fail, *The International Economy*, 2009, S. 49; zur Verbesserung und Schaffung eines Regimes für die (transnationale) Abwicklung von Finanzinstitutionen: *Amend*, Die „eingeschränkte Insolvenz“ oder die Kunst, ein bisschen schwanger zu sein, *ZIP* 2009, S. 395; *dies.*, Das Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz oder der Bedeutungsverlust des Insolvenzrechts, *ZIP* 2009, S. 589 ff.; *Ayotte/Skeel*, Bankruptcy or Bailouts?, *Institute for Law & Economics, University of Pennsylvania Law School, Research Paper No. 09–11*; *Binder*, Bankenintervention und Bankenabwicklung in Deutschland: Reformnotwendigkeit und Grundzüge eines verbesserten Rechtsrahmens, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Arbeitspapier 05/2009; *ders.*, Institutionalisierte Krisenbewältigung bei Kreditinstituten, *ZBB* 2009, S. 19; *Claessens/Herring/Schoemaker*, A Safer World Financial System: Improving the Resolution of Systemic Institutions, *Geneva Report on the World Economy*, April 2010; *Eidenmüller*, Finanzkrise, Wirtschaftskrise und das deutsche Insolvenzrecht, 2009; *Evanoff/Kaufman*, Systemic Financial Crises – Resolving Large Bank Insolvencies, 2005; *Hüpkes*, *The Legal Aspects of Bank Insolvency*, 2000; *dies.*, Neue Aufgaben für die Bankenaufsicht – die Bankenkommission als Konkursbehörde, *Insolvenz- und Wirtschaftsrecht*, 2002, S. 125 ff., 2003, S. 1 ff.; *dies.*, Cross-Border Complexities in Resolving Bank Insolvencies, in: *Peter/Jeandin/Kilborn* (eds.), *The Challenge of Insolvency Law Reform in the 21<sup>st</sup> Century*, S. 373 ff.; *dies.*, *Insolvency – What is Different About Banks?*, ebda., S. 471 ff.; *dies.*, ‚Form Follows Function‘ – A New Global Architecture for Regulating and Resolving Global Financial Institutions, *European Business Organization Law Review*, Bd. 10 (2009), S. 369-385; *dies.*, Bank insolvency: the last frontier, in: *Mayes/Pringle/Taylor* (eds.), *Towards a New Framework for Financial Stability*, 2009, S. 185 ff.; *dies.* und *Devos*, Cross-Border Bank Resolution: A Reform Agenda, in: *Giovanoli/Devos* (eds.), *International Monetary and Financial Law*, 2010, S. 359-377; *Krimminger*, Deposit insurance, banking resolution and moral hazard: considerations in system design, in: *Mayes/Pringle/Taylor* (eds.), *Towards a New Framework for Financial Stability*, 2009, S. 199 ff.; *Marotzke*, Das deutsche Insolvenzrecht in systemischen Krisen, *JZ* 2009, S. 763 ff.

ist nicht zu verhehlen, dass das Konzept des „systemic risk“ durchaus auch missbraucht worden sein könnte, um Eigenkapitalgeber und Gläubiger vor finanziellen Schäden zu bewahren.<sup>126</sup>

Die Schaffung eines Sonderrechts zur Sanierung oder Abwicklung von systemrelevanten Banken innerhalb des allgemeinen Insolvenzrechts ist verfehlt,<sup>127</sup> da das Insolvenzrecht den Schutz der Gläubiger, eventuell noch der Arbeitnehmer eines Unternehmens, zum Ziel hat. Bei der Rettung oder Abwicklung eines Unternehmens der Finanzbranche steht aber die Finanzstabilität, also eines Gemeinschaftsgutes eindeutig im Vordergrund. Sie muss nach Kriterien der Gefahrenabwehr („prompt corrective action“) und einer gerechten Lastenverteilung erfolgen. Den Behörden muss dazu ein einfach zu handhabendes ordnungsrechtliches Instrumentarium zur Verfügung gestellt werden.<sup>128</sup> Dazu ist das Insolvenzrecht nicht geeignet.<sup>129</sup> Dies ist teilweise mit dem Banking Act 2009 in Großbritannien geschehen.<sup>130</sup>

Die im Jahre 2009 im Auftrag des Bundesministers der Finanzen und des Bundesministers der Justiz einerseits<sup>131</sup> und des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie andererseits von Großkanzleien erstellten Gesetzentwürfe sind daher in ihrer Grundanlage wenig brauchbar. Seit kurzem liegt ein neuer Referentenent-

<sup>126</sup> Deziert in diesem Sinne *Inderst* (Fn. 12), S. 4, der davor warnt, auf diese Weise Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden zu entlasten.

<sup>127</sup> *Issing/Krahnen/Regling/White*, Criteria for a workable approach towards bank levies and bank restructuring, University Frankfurt, Policy Platform White Paper (June 2010), S. 8; wohl auch *Marotzke* (Fn. 125), S. 773; a.A. *Eidenmüller* (Fn. 125), S. 7, 30 ff.

<sup>128</sup> Ähnlich *Dewatripont/Rochet*, The Treatment of Distressed Banks, in: *Dewatripont/Freixas/Portes*, Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, Centre for Economic Policy Research 2009, S. 152 ff.

<sup>129</sup> *Krahnen/Siekmann* (Fn. 111), S. 7.

<sup>130</sup> Zu den Defiziten *Avgouleas*, Banking supervision and the special resolution regime of the Banking Act 2009: the unfinished reform, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 4 (2009), S. 201 ff.; *Brierley*, The UK Special Resolution Regime for failing banks in an international context, Bank of England, Financial Stability Paper No. 5 – July 2009.

<sup>131</sup> Diskussionsentwurf vom 26. August 2009; krit. *Eidenmüller* (Fn. 125), S. 55 ff.

wurf vor,<sup>132</sup> der insoweit einen Fortschritt bringt, dass nunmehr ein eigenes Gesetz zur Reorganisation von Kreditinstituten vorgesehen ist. Es enthält aber immer noch überflüssige und zeitraubende Regelungen, wie die Einsetzung eines „Sanierungsberaters“ und die Abstimmung mit den Gläubigern oder den Anteilshabern. Auch soll der Reorganisationsplan der Bestätigung durch das Oberlandesgericht bedürfen. Immerhin sind für das Kreditwesengesetz hoheitliche Maßnahmen bei Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems vorgesehen, die ordnungsrechtlichen Charakter haben.

Ein möglicher Weg zur Verwirklichung von effektiver Prävention ist die Einführung einer Abgabe auf das Eingehen von systemrelevanten Risiken. Solche Risiken stellen eine negative Externalität dar,<sup>133</sup> die durch Belastung mit einer risikoadjustierten Abgabe internalisiert werden kann. Die Gewinne, die durch das Eingehen von Risiken erzielt werden, während die Lasten der Allgemeinheit aufgebürdet werden, können durch eine Abgabe abgeschöpft werden.<sup>134</sup> Das macht ökonomisch Sinn und ist vielfach in anderen Rechtsgebieten erprobt, namentlich im Umweltrecht. Wenn diese Abgabe als reine Lenkungsabgabe konzipiert wird, erfüllt sie ohne weiteres die Anforderungen, die das Bundesverfassungsgericht an eine Sonderabgaben stellt.<sup>135</sup> Darüber hinaus sind aber auch andere nicht-steuerliche Abgaben in Betracht zu ziehen, die ebenfalls vom Bundesverfassungsgericht gebilligt worden sind,<sup>136</sup> da das Gericht nicht von einem numerus clausus zulässiger Finanzierungsformen ausgeht.<sup>137</sup> Das Aufkommen einer solchen Abgabe darf auch zur Stabilisierung von Finanzinstituten verwendet werden,

<sup>132</sup> Referentenentwurf vom 5. Juli 2010; grundsätzlich zust., aber krit. in Einzelpunkten *Eidenmüller* (Fn. 125), S. 60 f.

<sup>133</sup> Für Externalität jetzt auch *Inderst* (Fn. 12), S. 3.

<sup>134</sup> *Krahn/Siekman* (Fn. 111), S. 10; krit. *Inderst* (Fn. 12), S. 7.

<sup>135</sup> BVerfGE 57, 139 (167); 67, 256 (277 f.).

<sup>136</sup> BVerfGE 78, 249 (266, 268); 93, 319 (345).

<sup>137</sup> BVerfGE 82, 159 (181); 93, 319 (342); 108, 186 (215); a.A. *Siekman* (Fn. 112), vor Art. 104a Rdn. 143 m.w.N.

die in Schwierigkeiten geraten. Für ihre finanzverfassungsrechtliche Zulässigkeit hängt alles von der Ausgestaltung im Einzelnen ab.<sup>138</sup>

#### 4. Ratingagenturen

Ohne das Wirken der Ratingagenturen und der Art und Weise, wie sie ihre Zensuren verteilt haben, wäre die Krise entweder nicht entstanden oder anders verlaufen. Vor allem hätte die Intransparenz der „innovativen“, jetzt „toxischen“ Finanzprodukte, welche die Finanzmärkte und Steuerzahler in Billionenhöhe belasten, nicht ihre fatale Wirkung entfalten können. Hier sind völlig neue Wege angezeigt.

##### a) Die Effizienz von Bewertungen für den Markt

Die prognostische Beurteilung der (künftigen) Zahlungsfähigkeit von Unternehmen und der von ihnen aufgenommenen Kredite ist grundsätzlich eine nützliche Tätigkeit und liefert den Märkten wichtige Informationen.<sup>139</sup> Dies gilt vor allem auch für Wertpapiere, die diese Unternehmen emittieren. Unternehmen in diesem Sinne können sowohl Unternehmen des Finanzsektors als auch der „realen“ Wirtschaft sein. Es werden aber auch öffentlich-rechtliche Einrichtungen und deren Emissionen bewertet.<sup>140</sup> Ob das Sinn macht, ist jedenfalls in Deutschland mehr als fraglich. Im Grundsatz ist es aber wenig effizient, wenn jeder Gläubiger eines Unternehmens separat Informationen über die Zahlungsfähigkeit dieses Unternehmens und die Ausfallwahrscheinlichkeit von Forderungen sammelt. Es genügt, wenn das einmal geschieht und die übrigen Marktteilnehmer darauf zurückgreifen können.<sup>141</sup> Auch kann die Allokationseffizienz der Märkte insgesamt durch die verbesserte Transparenz gesteigert werden. Voraussetzung ist jedoch immer, dass die Bewertungen neutral und methodisch korrekt durchgeführt werden. Wenn eine solche

<sup>138</sup> Nur wegen dieser Ausgestaltung war die Abgabe zur Finanzierung des Solidarfonds „Abfallrückführung“ verfassungswidrig, BVerfGE 113, 128 (145).

<sup>139</sup> Eingehend *Husisian*, What standard of care should govern the world's shortest editorials?: An analysis of bond rating agency liability, Cornell Law Review, 75 (1989-1990), S. 411 (415 ff.).

<sup>140</sup> Vgl. *Blaurock* (Fn. 8), S. 604.

<sup>141</sup> *Ebenroth/Daun* (Fn. 8), S. 6, die darauf hinweisen, dass die institutionellen Investoren auf ihre Credit-Research-Abteilungen verzichten könnten; *Habersack* (Fn. 9), S. 186.

hochkonzentrierte Beurteilung allerdings fehlerhaft ist, sind die Folgen ungleich gravierender, als wenn sich das Urteil eines einzelnen Kreditgebers als falsch erweist.

Bei zunehmender Internationalisierung, fehlenden unmittelbaren Kontakten von Gläubigern und Schuldern und der immer größeren Ungewissheit über die Fortdauer einer früher erworbenen Reputation wächst der Bedarf an verlässlichen Informationen über den Vertragspartner. Die Ratingagenturen versprechen, diesen Bedarf zu befriedigen. Damit lässt sich zu einem großen Teil ihre rapide Ausbreitung und ihre hohe Profitabilität erklären.

#### b) Die Verwischung von Verantwortlichkeiten

Es kommt aber noch ein Weiteres hinzu: Die Ratingagenturen befriedigen auch das ganz persönliche Bedürfnis der Entscheidungsträger nach Absicherung. Lange Zeit haben diese Personen gemeint, so einen Teil der Verantwortung für ihre Entscheidungen abwälzen zu können: Sie haben ja nur erstklassig „geratete“ Anleihen von erstklassig „gerateten“ Emittenten, die zudem noch eine Vielzahl von mehr oder weniger anerkannten Gütesiegeln und Akkreditierungen vorweisen können, erworben. Dieses Bedürfnis haben die Ratingagenturen ebenfalls erkannt und erfüllt.

Allerdings haben sich diese Mechanismen nicht erst in der gegenwärtigen Krise als ausgesprochen fatal erwiesen, da sie zu einer Verschleierung und Verwässerung der Verantwortlichkeiten führen. Auch verändern sie die Anreize für die Akteure. Deswegen hat sich auch die EU-Kommission schon mit dem Thema unter dem Stichwort „excessive reliance“ befasst<sup>142</sup>.

<sup>142</sup> Policy options to address the problem of excessive reliance on ratings, consultation document, July 31, 2008.

### c) Private Werturteile als Anknüpfungspunkt für Hoheitsmaßnahmen

Noten zu verteilen, ist jedem unbenommen. Das macht auch jeder Restaurantkritiker. Diese Bewertungen würden jedoch sofort einen anderen juristischen Stellenwert erhalten, wenn daran hoheitliche Rechtsfolgen, wie beispielsweise die Erteilung der Gaststättenerlaubnis oder die Höhe der zu entrichtenden Steuern, geknüpft würden. Die Noten der Ratingagenturen haben aber auf vielfältige Weise Rechtswirkungen erlangt.<sup>143</sup> Aus juristische Sicht besonders fragwürdig ist dabei, dass sie Eingang in Rechtsnormen gefunden haben. Der Gesetzgeber hat an die Noten der Ratingagenturen Rechtsfolgen geknüpft, die erhebliche kostenträchtige Auswirkungen haben<sup>144</sup>. Das aufsichtsrechtlich erforderliche Eigenkapital hängt maßgebend von den Adress(-ausfall-)risiken der Ausleihungen ab, § 2 Abs. 1 SolvV. Für dessen Ermittlung ist entweder der Kreditrisiko-Standardansatz (KSA) oder der auf internen Ratings basierende Ansatz (IRBA) zu verwenden, § 8 Abs. 1 SolvV. Im Standardansatz spielen Bonitätsstufen eine entscheidende Rolle, die sich aber ihrerseits an den Ratings „anerkannter“ Ratingagenturen<sup>145</sup> orientieren, § 54 SolvV<sup>146</sup>. Unbeauftragte Ratings sind grundsätzlich bei der Bemessung des aufsichtsrechtlichen Eigenkapitals nicht verwendungsfähig, § 46 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SolvV. Die BaFin kann aber Abweichungen zulassen, § 46 Abs. 1 Satz 3 SolvV. Aber auch die Tätigkeit der EZB in der Geldpolitik, aber auch der Aufsichtsbehörden greift auf die Bewertungen der Agenturen zurück.<sup>147</sup>

<sup>143</sup> Nähere Einzelheiten bei *Eisen* (Fn. 9), S. 115 ff.; internationaler Überblick bei *Blaurock* (Fn. 8), S. 612. Die „staatliche Aufwertung“ und der damit verbundene Bedeutungsgewinn ist für *Rudolph* (Fn. 4) der Ausgangspunkt für Missbrauch gewesen (S. 41).

<sup>144</sup> Dazu bereits *v.Randow*, Rating und Regulierung (FN 9), S. 151 ff.; allgemein krit. zur Bezugnahme in Gesetzen auf „außerstaatliche Regelungen“ *Sachs*, in: ders., Grundgesetz-Kommentar, 5. Aufl. 2009, Art. 20 Rn. 123a, mit ausführlichen Nachweisen für die weniger strenge Rechtsprechung.

<sup>145</sup> Die Anerkennung richtet sich nach §§ 52 f. SolvV. Die Vorschriften orientieren sich an den CEBS-Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions. Es handelt sich aber nicht um Rechtsnormen, was häufig verkannt wird.

<sup>146</sup> Die entsprechenden Tabellen sind abgedruckt bei *Dürselen*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2008, SolvV § 54 Rn. 2.

<sup>147</sup> Sehr weit *F. Becker* (Fn. 29), S. 943: „Ohne Rückgriff auf die Informationsleistungen der Ratingagenturen könnten die Aufsichtsbehörden ihre Aufgaben kaum erfüllen.“

Derartige (dynamische) Verweisungen des Gesetzgebers auf Nichtnormen oder Bewertungen nichtstaatlicher Einrichtungen sind problematisch,<sup>148</sup> auch wenn sie durchaus nicht singulär sind. Dies war aber wohl den Akteuren im Baseler Ausschuss, der weder eine demokratische Legitimation noch eine sonstige rechtliche Grundlage hat<sup>149</sup>, nicht klar. Entsprechendes gilt, wenn sich Hoheitsträger, wie die EZB, bei ihren Entscheidungen, beispielsweise bei der Annahme von Staatsanleihen als Sicherheiten, an den Noten der Ratingagenturen orientieren. Das ist sachlich verfehlt und juristisch fragwürdig<sup>150</sup>.

#### d) Die Bedeutung der Ratings

Viele Investoren dürfen aufgrund von gesetzlichen oder satzungsrechtlichen Vorgaben nur in Wertpapiere investieren, die ein bestimmtes Rating („investment grade“) erzielt haben. Unabhängig davon ist über die Jahre auch in Europa der Druck gewachsen, dass Kreditnehmer Ratings vorweisen können.<sup>151</sup> Sie wirken sich unmittelbar auf die Marktpreise von Anleihen aus. Dazu müssen sich die wirtschaftlichen Tatsachen eines Emittenten nicht einmal geändert haben. Es genügt regelmäßig, dass die Agentur lediglich ihre Methodik ändert. Das geschieht mitunter von einem Tag auf den anderen und kann zu erheblichen Verlusten der Investoren und zusätzlichen Kosten für die Emittenten führen. Dabei ist der Zusammenhang

<sup>148</sup> Vgl. *Denninger*, Verfassungsrechtliche Anforderungen an die Normsetzung im Umwelt- und Technikrecht, 1990, Rdn. 144; *F. Becker*, Kooperative und konsensuale Strukturen der Normsetzung, 2005, S. 537 ff.; *ders.*, Staatlich-private Rechtsetzung in globalisierten Finanzmärkten, ZG 2009, S. 123 (123–139), allerdings überwiegend deskriptiv und ohne konkrete juristische Folgerungen.

<sup>149</sup> Fn. 22.

<sup>150</sup> Vgl. BVerfGE 49, 89 (139), für Handeln der Exekutive.

<sup>151</sup> Für Deutschland wurde auch die Aufhebung der Genehmigungspflicht für die Ausgabe von Inhaberschuldverschreibungen (§§ 795 und 808a BGB) zum 1. Januar 1991 als Grund für die wachsende Bedeutung der Ratings genannt, vgl. *Breuer*, Zur Idee eines europäischen Ratings, WM 1991, S. 1109; a.A. *Ebenroth/Daum* (Fn. 8), S. 4.

nicht linear, sondern überproportional und kann deshalb von existentieller Bedeutung sein.<sup>152</sup>

#### e) Abhilfe

Der Ruf nach Aufsicht und Kontrolle von Ratingagenturen ist nicht neu. Schon 1975 hatte die SEC für Zwecke der rechtlichen Verwertung von Ratings im Rahmen der Kapitaladäquanz ein Anerkennungsverfahren für „Nationally Recognized Statistical Rating Organization – NRSRO“ eingeführt, das zwar keine rechtliche Zugangsvoraussetzung war, aber de facto als Marktzugangshemmnis wirkte.<sup>153</sup> Der ENRON-Skandal führte zu einem weiteren Verlust des Vertrauens in die Ratingagenturen, da sie die Anleihen dieses Unternehmens noch wenige Tage vor dessen Insolvenz mit „investment grade“ bewertet hatten.<sup>154</sup> Darauf folgten gesetzgeberische Maßnahmen in den USA, die bereits eine Pflicht zur unverzüglichen Aktualisierung (update) der Bewertungen und zur Mitteilung von Änderungen in der Bewertungsmethodik enthielten. Hinzu kommen Vorschriften zur Verhütung von Interessenkonflikten und missbräuchlichem Verhalten.<sup>155</sup> Vorarbeiten hatte auf internationaler Ebene IOSCO – The International Organization of Securities Commissions – geleistet und einen umfangreichen Kodex für das Verhalten von Ratingagenturen erarbeitet.<sup>156</sup> Ein solcher Kodex ist eine rechtlich unverbindliche Emp-

<sup>152</sup> *Habersack* (Fn. 9), S. 186-188 mit zahlreichen Beispielen wie die geänderte Behandlung von Pensionsverpflichtungen, die bei der ThyssenKrupp AG im Frühjahr 2003 zu einem Sinken des Kurse der Anleihen um 6% innerhalb eines Tages und zu zusätzlichen Zinskosten in Höhe von 20–30 Mio. Euro pro Jahr geführt hat, obschon im Übrigen keine Änderungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten eingetreten waren; *Blaurock* (Fn. 8), S. 609.

<sup>153</sup> *Blaurock* (Fn. 8), S. 613.

<sup>154</sup> *Blaurock* (Fn. 8), S. 613.

<sup>155</sup> Credit Agency Reform Act of 2006, US Stat. 1327, 1328; dazu *L.J. White*, A New Law for the Bond Rating Industry, Regulation 2007, S. 48 ff.; *Deipenbrock*, Der US-amerikanische Rechtsrahmen für das Ratingwesen – ein Modell für die europäische Regulierungsdebatte?, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 2007, S. 2217 ff.; *Blaurock* (Fn. 8), S. 617; *Haar*, Nachhaltige Ratingqualität durch Gewinnabschöpfung? – Zur Regulierung und Ihrer Implementierung im Ratingsektor, ZBB 2009, 177 (179); *dies.* (Fn. 10), S. 186.

<sup>156</sup> Oben Fn. 87. *The Committee of European Securities Regulators* (CESR) hat am 30.11.2004 ein Konsultationspapier vorgelegt: CESR's technical advice to European Commission on possible measures concerning credit rating agencies, Consultation paper, November 2004.

fehlung,<sup>157</sup> wird aber häufig – auf staatsrechtlich sehr fragwürdige Weise – zu einem de-facto Standard. Es ist außerordentlich bemerkenswert, dass all diese Bemühungen und hochrangigen Ratschläge das erneute krasse Versagen der Agenturen im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Krise nicht verhindert haben.

Auch die im Kern juristischen Fragwürdigkeiten im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Ratingagenturen lassen sich kaum mit der nun vielfach geforderten oder bereits geschaffenen strengeren „Regulierung“ lösen. Schon im Hinblick auf die oligopolistische Struktur der Märkte<sup>158</sup>, auf denen die Ratingagenturen tätig werden, aber auch im Hinblick auf die Besonderheiten von Informationsökonomien<sup>159</sup>, die eine Vervielfältigung der Informationen, wenn sie kostenträchtig ermittelt worden sind, praktisch zu Null Grenzkosten ermöglicht, erwecken erhebliche Zweifel, ob mit verstärkten Aufsichtsmaßnahmen die Probleme zu lösen sind. Auch die hohen spezifischen Investitionen, die zu erbringen sind, und andere Marktzugangshürden dürften ebenfalls verhindern, dass es effektiven Wettbewerb geben wird.<sup>160</sup> Dabei ist nicht sicher, ob in diesem Fall mehr Wettbewerb heilsam wäre.<sup>161</sup> Er könnte nicht zuletzt wegen der hohen spezifischen Investitionen ruinös werden („contestable competition“) und im Ergebnis zu einem „race to the bottom“ führen<sup>162</sup>. Die Möglichkeit einer zivilrechtlichen Haftung hilft zumindest gegenwärtig

<sup>157</sup> *Habersack* (Fn. 9), S. 193 f., der deshalb eine „effiziente Durchsetzung“ der Regeln fordert und sich nicht mit einer „Selbstregulierung“ begnügen will.

<sup>158</sup> v. *Randow*, Rating und Regulierung (Fn. 9), S. 148; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Fn. 9), S. 160; *Blaurock* (Fn. 8), S. 606; aber keine Korrelation mit dem Qualitätsniveau *Spencer*, Monopoly, Quality and Regulation, *Bell Journal of Economics*, vol. 6 (1975), S. 417 ff.

<sup>159</sup> Vgl. v. *Randow*, Rating und Wettbewerb, ZBB 1996, S. 95 (92 f.); ferner *M.J. Möllers* (Fn. 7), S. 861.

<sup>160</sup> Vgl. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung* (Fn. 9), S. 160, der zu Recht auf die „ungewöhnlich hohen Renditen“ der Agenturen hinweist und Elemente eines „natürlichen Monopols“ sieht.

<sup>161</sup> Dafür aber *L.J. White* (Fn. 155).

<sup>162</sup> *Hill*, Rating Agencies (FN. 9), S. 75; *Hunt*, Securities and Exchange Commission Re-Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – Release No. 34–59343, File No. S7-04-09, Comments, 2009, 1; *Haar* (Fn. 10) S. 187, die auf Marktanteilsverluste bei konservativen Bewertungen von Mortgage Backed Securities hinweist; a.A. *Dittrich* (Fn. 9), S. 148.

ebenfalls nicht weiter.<sup>163</sup> Die Agenturen schließen in ihren Bedingungen jede Haftung aus.<sup>164</sup> Ansprüche der nicht am Vertragsverhältnis beteiligten Anleger werden mangels Anspruchsgrundlage überwiegend verneint.<sup>165</sup>

Die Verordnung der EU enthält aber im Wesentlichen Regelungen zur Erhöhung der Transparenz, zur Sicherung der Unabhängigkeit der Agenturen und zur Vermeidung von Interessenkonflikten bei der Vornahme der Bewertungen. Die Regelungen bewegen sich – unter Einfluss des angelsächsischen Rechtsdenkens – eher im Prozeduralen und vermeiden klare inhaltliche Vorgaben.<sup>166</sup> Ob die angestrebte Erhöhung der Qualität der Bewertungen verwirklicht werden kann, dürfte zu bezweifeln sein. Der empirische Zusammenhang zwischen der Beratungstätigkeit der Agenturen und der Ratingqualität ist nicht gesichert.<sup>167</sup> Die Prüfung durch Wirtschaftsprüfer<sup>168</sup> hat auch schon bei den Finanzinstituten die Entstehung der katastrophalen „Schieflagen“ nicht verhindert.<sup>169</sup> Es besteht zudem die Gefahr einer Überfrachtung mit Informationen über sehr viele Einzelheiten, die eine Analyse der

<sup>163</sup> Die Mehrzahl der Stimmen spricht sich sowohl aus juristischen als auch aus ökonomischen Gründen gegen die Einführung einer (vollen) Haftung der Agenturen aus, die nach der gegenwärtigen Rechtslage entweder nicht besteht oder zumindest auf erhebliche Durchsetzungsprobleme stößt: *Husisian* (Fn. 139), S. 461, der sich maßgebend auch auf das First Amendment (freedom of expression) der U.S. Bundesverfassung stützt (S. 446 ff.); *Bottini*, An examination of the current status of rating agencies and proposals for limited oversight of such agencies, *San Diego Law Review*, 30 (1993), S. 579 (609 f.); *Dittrich* (Fn. 9), S. 145 f., 148; *Habersack* (Fn. 9), S. 206, der aber eine Haftung de lege ferenda in Betracht zieht (S.208); *Blaurock* (Fn. 8), S. 634–637, 642 f.; a.A. *Partnoy*, How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers, in: Fuchita/Litan (eds.), *Financial gatekeepers: Can they protect investors?*, 2006, S. 59 (83–89, 95 f.).

<sup>164</sup> Siehe aber *A.C.Peters* (Fn. 9), S. 143: keine Wirksamkeit gegenüber den Anlegern.

<sup>165</sup> Die Haftung ist sowohl in den USA als auch in Deutschland im Wesentlichen auf Vorsatz beschränkt; *Ebenroth/Daum* (Fn. 8), S. 11 ff., 13, 19; *Lemke*, Haftungsrechtliche Fragen des Ratingwesens – ein Regelungsproblem, 2000, S. 100; *Reidenbach* (Fn. 9), S. 373; *Habersack* (Fn. 9), S. 208, 211; *Eisen* (Fn. 9), S. 367; a.A. *A.C. Peters* (Fn. 9), S. 182: Verträge mit Schutzwirkung zugunsten Dritter; *Korth*, Dritthaftung von Ratingagenturen, 2010, S. 194: „quasi-vertragliche Haftung“.

<sup>166</sup> Gegen eine „materielle Regulierung“ der Rating-Methodik *Habersack* (Fn. 9), S. 194.

<sup>167</sup> *Haar* (Fn. 10) S. 190.

<sup>168</sup> Kritische Würdigung durch *Migge*, Zur Beauftragung von Wirtschaftsprüfern bei der Prüfung von Rating-Agenturen, *Kredit & Rating Praxis*, 2010, S. 26 (28 f.).

<sup>169</sup> Vgl. *Bayer* (Fn. 16), S. 113 f.

wirklichen Schwachstellen außerordentlich aufwendig machen oder ganz vereiteln.<sup>170</sup>

Das Problem der Vergütung der Tätigkeit der Agenturen durch den an guten Noten interessierten Emittenten von Wertpapieren ist ausgeklammert<sup>171</sup> und das juristische Kernproblem, die Verbindung von hoheitlichen Rechtsfolgen mit privatwirtschaftlich erteilten Bewertungen, ist nicht einmal im Ansatz gesehen. Das bloße Offenlegen von Interessenkonflikten reicht nicht aus, da es von der falschen Annahme ausgeht, informierte Investoren könnten dann selbst die Relevanz des Konflikts für ihre Entscheidung beurteilen.<sup>172</sup> Dabei wird übersehen, dass Investoren diese Rationalität kaum aufbringen (können) und vor allem, dass Gesetze Rechtsfolgen an die Ratings knüpfen. Eine Beurteilung der Relevanz von Interessenkonflikten kann dann nicht mehr stattfinden. Ein Verbot von Ratings bei Interessenkonflikten ist daher angebracht.

Schon sehr früh ist darauf hingewiesen worden, dass das bestehende (natürliche) Monopol oder Oligopol der Ratingagenturen – unabhängig von der Frage der Verwendung der Ratings in Hoheitsakten – auf erhebliche Bedenken stößt.<sup>173</sup> Deshalb gab es bereits Anfang der neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts Bestrebungen, eine europäische Ratingagentur zu schaffen. Das Projekt wurde von der Deutschen Bank AG<sup>174</sup> und anderen großen Marktteilnehmern gefördert, gelangte aber nicht über die Gründung einer Projektgesellschaft hinaus.<sup>175</sup> Angesichts der

<sup>170</sup> Auf die Probleme, die mit zu vielen Informationen verbunden sind, weist auch schon *M.J. Möllers* hin (Fn. 7, S. 861 [869]), der aber die Regelungen des Verordnungsentwurfs als wichtige *erste Schritte* begrüßte; s.a. *Haar* (Fn. 10) S. 189, die eine Verbesserung durch die Regelung sieht.

<sup>171</sup> Darstellung der Kritik bei *Cortez/Schön* (Fn. 7), S. 228: bisheriges Geschäftsmodell der Ratingagenturen bleibe weitgehend unverändert bestehen; *M.J. Möllers* (Fn. 7), S. 865.

<sup>172</sup> So aber *M.J. Möllers* (Fn. 7), S. 865.

<sup>173</sup> *Ebenroth/Daum* (Fn. 8), S. 6.

<sup>174</sup> Deutlich *Breuer* (Fn. 151), der aber maßgebend auf die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften abstellt.

<sup>175</sup> Weitere Einzelheiten bei *Ebenroth/Daum* (Fn. 8), S. 3.

Erfahrungen in der jetzigen Krise hat EU-Binnenmarktkommissar *McCreevy* diese Idee wieder zur Diskussion gestellt.<sup>176</sup> Es könnte eine europäische Einrichtung sein, die auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen unabhängig Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt.<sup>177</sup> Es sollte aber auch erwogen werden, amtliches Wissen über die Emittenten, das in den Aufsichtseinrichtungen vorhanden ist, nutzbar zu machen. Entscheidend wäre aber die Art ihrer Finanzierung. Sie war im Vorschlag von *McCreevy* noch ausgeklammert.

Eine Finanzierung aus öffentlichen Mitteln, etwa als Stiftung des öffentlichen Rechts, wäre kaum zu vermeiden, wenn die bekannten Interessenkonflikte nicht wieder aufbrechen sollen.<sup>178</sup> Die Trägerschaft und damit auch die Finanzierung durch Sonderinteressen war die maßgebende Schwäche der „Projektgesellschaft für Europäisches Rating mbH“ aus dem Jahre 1991. Wenn auf europäischer Ebene ein Handeln nicht oder nur spät möglich ist, wären auch nationale Alleingänge überlegenswert. Ob die Vorgabe eines Mindestqualitätsniveaus<sup>179</sup> und eine daran geknüpfte Gewinnabschöpfung<sup>180</sup> weiter helfen würde, dürfte schon aus praktischen Gründen zu bezweifeln sein.

Jedenfalls muss jede Bezugnahme auf die Urteile der Ratingagenturen in Rechtsnormen oder als Anknüpfungspunkt für hoheitliches Handeln beseitigt werden, solange es sich private Meinungsäußerungen handelt.

<sup>176</sup> Börsen-Zeitung vom 13.11.2008, S. 3.

<sup>177</sup> In diese Richtung auch *Haar* (Fn. 10) S. 189.

<sup>178</sup> Kritisch zum Staat als „Ratingagentur“ *F. Becker* (Fn. 147), S. 942.

<sup>179</sup> *Hunt*, Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement, *Columbia Business Law Review*, 2009, S. 109 (179).

<sup>180</sup> *Haar* (Fn. 155), S. 187.

## 5. Entscheidungen und Entscheidungsträger

Ein Faktor, der große Aufmerksamkeit verdient, ist schließlich das menschliche Verhalten. Letztlich waren es objektiv fehlerhafte menschliche Entscheidungen, welche die Krise ausgelöst haben und zu ihrem fatalen Verlauf geführt haben.<sup>181</sup>

Es gibt Anzeichen, dass die Entscheidungsfindung in vielen Instituten sehr problematisch war. Das betrifft vor allem Kollegialorgane, die möglicherweise zu radikaleren Entscheidungen neigen als Einzelpersonen. In Kollegialorganen von Banken, einschließlich ihrer Vorstände, gab es wohl eine Unkultur autokratischer Gremienvorsitzender, die nur vorher gefasste Entscheidungen „absegnen“ lassen wollten. Jeder Hinweis auf Risiken oder Alternativstrategien wurde als Störung empfunden und konnte das Ende der Karriere bedeuten. Vorsichtiges Verhalten wurde institutsintern als langweilig oder gar überholt angesehen. Es brachte zudem nicht genügend Gewinn, um unter Konkurrenzdruck mithalten zu können. Zwangsläufig entstand eine kollektive Fehlwahrnehmung von Risiken. Das eherne Gesetz, dass hohe Erträge im Finanzsektor mit hohen Risiken verbunden sind, wurde missachtet oder verdrängt.

Hinzu kommt die spezifische Ausbildung und Persönlichkeitsstruktur der Entscheidungsträger im Finanzsektor. Damit sind nicht allgemein die Natur des Menschen und seine Schwächen gemeint. Die Kategorie „Gier“, die gerne in der Öffentlichkeit diskutiert wird, ist irreführend. Es geht vielmehr um spezifische Persönlichkeitsmerkmale, die möglicherweise gehäuft bei Entscheidungsträgern in Finanzinstituten auftreten. Hinzu kommt die Art der Ausbildung in „finance“ und in „business schools“. Auch hier gibt es Anzeichen, dass es erhebliche Schwächen gibt, die aber keinesfalls kurzfristig beseitigt werden können. Überflüssig und eher schädlich ist jedenfalls die Ausbreitung von „Ethikbeauftragten“ oder die Einrichtung von Lehrstühlen für „business ethics“. Es handelt sich nicht um Probleme der Moralphilosophie, sondern effizienter und zweckentsprechender Organisation von

<sup>181</sup> Akerlof/Shiller (Fn. 4), S. 167 ff.; Bayer (Fn. 16), S. 120.

Institutionen sowie der Ausbildung und Auswahl von Führungspersonal. Hier dürften entscheidende Schwächen bestehen.

## **V. Zusammenfassung und Ergebnisse**

Es ist noch zu früh, eine abschließende Bewertung der Entwicklung auf den Finanzmärkten während der letzten zwei Jahre vorzunehmen. In jedem Fall sind aber alle Regelungen auf den Prüfstand zu stellen. Das Aufsichtsrecht hat insgesamt seine Aufgabe, Finanzstabilität zu gewährleisten, nicht erfüllt.

Wesentliche Schritte für eine grundlegende Reform sind:

- ein striktes Verständnis des Aufsichtsrechts als Sonderordnungsrecht
- eine drastische Reduktion der Komplexität der Rechtsvorschriften
- die Internationalisierung und Europäisierung der Aufsicht
- die Steigerung der Transparenz der Verbriefung einschließlich eines möglichen Zulassungsverfahrens und des Verbots bestimmter gefährlicher „Produkte“
- die vollständige Neuausrichtung der Bewertung von Finanzunternehmen und ihrer „Produkte“ („ratings“)
- Die Schaffung geeigneter Regeln und Verfahren, um auch systemisch relevante Institutionen der Marktdisziplin, also ihrem Untergang, auszusetzen.
- Die Grundlage für kurzfristige Entscheidung über Fortführung, Zerlegung oder Abwicklung eines Instituts als Maßnahme der Gefahrenabwehr muss geschaffen werden. Ein Sonderinsolvenzrecht für Banken ist nicht angezeigt.
- Die Einbeziehung des menschlichen Verhaltens und der Persönlichkeitsstruktur der maßgebenden Personen in den Finanzinstitutionen

## WORKING PAPERS

- |           |   |  |
|-----------|---|--|
| 1 (2006)  | Helmut Siekmann                                     | The Burden of an Ageing Society as a Public Debt<br>(veröffentlicht in: European Public Law 2007 (13/3))   |
| 2 (2006)  | Helmut Siekmann                                     | Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach geltendem Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für Europa   |
| 3 (2006)  | Helmut Siekmann                                     | Die Verwendung des Gewinns der Europäischen Zentralbank und der Bundesbank   |
| 4 (2006)  | Reinhard H. Schmidt<br>Aneta Hryckiewicz            | Financial Systems - Importance, Differences and Convergence  |
| 5 (2006)  | Roman Inderst<br>Holger M. Mueller<br>Felix Münnich | Financing A Portfolio of Projects  |
| 6 (2006)  | Roman Inderst<br>Holger M. Mueller                  | A Lender-Based Theory of Collateral  |
| 7 (2006)  | Joachim Wieland                                     | Staatsverschuldung als Herausforderung für die Finanzverfassung (veröffentlicht in: JZ 2006, S. 751 ff.)   |
| 8 (2007)  | Helmut Siekmann                                     | Der Anspruch auf Herstellung von Transparenz im Hinblick auf die Kosten und Folgekosten der Steinkohlesubventionierung und den Börsengang der RAG AG   |
| 9 (2007)  | Henry Ordower                                       | Demystifying Hedge Funds: A Design Primer<br>(veröffentlicht in: UC Davis Business Law Journal 2007 (7/2), S. 323-372)   |
| 10 (2007) | Helmut Siekmann                                     | Die Spielbankabgabe und die Beteiligung der Gemeinden an ihrem Aufkommen – zugleich ein Beitrag zu den finanzverfassungsrechtlichen Ansprüchen der Gemeinden<br>(veröffentlicht in: Organisation und Verfahren im sozialen Rechtsstaat, Festschrift für Friedrich E. Schnapp zum |

70. Geburtstag, Herausgegeben von Hermann Butzer, Markus Kaltenborn, Wolfgang Meyer, 2008, S.319-345)

11 (2007)	Symposium am 26.11.2007 in Frankfurt am Main	Neuordnung der föderalen Finanzbeziehungen
12 (2007)	Stefan Gerlach Peter Kugler	Deflation and Relative Prices: Evidence from Japan and Hong Kong
13 (2007)	Katrin Assenmacher- Wesche Stefan Gerlach Toshitaka Sekine	Monetary Factors and Inflation in Japan
14 (2007)	Guntram B. Wolff	Schuldenanstieg und Haftungsausschluss im deutschen Föderalstaat: Zur Rolle des Moral Hazard
15 (2008)	Helmut Siekmann	Föderalismuskommission II für eine zukunftsfähige Gestaltung der Finanzsystem nutzen
16 (2008)	Katrin Assenmacher- Wesche Stefan Gerlach	Ensuring Financial Stability: Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices
17 (2008)	Helmut Siekmann	Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Haushaltsausschusses zu dem Gesetzentwurf der Fraktion der SPD und Bündnis 90/Die Grünen für ein Gesetz zur Änderung der Hessischen Landeshaushaltsordnung
18 (2008)	Hans Genberg Cho-Hoi Hui	The credibility of <i>The Link</i> from the perspective of modern financial theory
19 (2009)	Helmut Siekmann	Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Ausschusses für Wirtschaft, Mittelstand und Energie und des Haushalts- und Finanzausschusses des Landtags Nordrhein-Westfalen Keine Hilfe für Banken ohne einen neuen Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte
20 (2009)	Chun-Yu Ho Wai-Yip Alex Ho	On the Sustainability of Currency Boards: Evidence from Argentina and Hong Kong

21 (2009)	Stefan Gerlach	The Risk of Deflation
22 (2009)	Tim Oliver Berg	Cross-country evidence on the relation between equity prices and the current account
23 (2009)	Melanie Döge Stefan Jobst	Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz
24 (2009)	Helmut Siekmann	Die Schaffung von Einrichtungen der Finanzaufsicht auf EU-Ebene Stellungnahme zu dem Vorschlag der Sachverständigengruppe unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière
25 (2009)	Helmut Siekmann	Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht (veröffentlicht in: Die Verwaltung, 43. Band, Heft 1, S. 95 – 115)
26 (2009)	Helmut Siekmann	Stabilisierung der WestLB AG durch Garantien des Landes NRW Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Haushalts- und Finanzausschusses des Landtags Nordrhein-Westfalen am 29. Oktober 2009
27 (2009)	Roman Inderst	Loan Origination under Soft- and Hard-Information Lending
28 (2009)	Hasan Doluca Roman Inderst Ufuk Otag	Bank Competition and Risk-Taking When Borrowers Care about Financial Prudence
29 (2009)	Roman Inderst Holger Müller	CEO Replacement under Private Information
30 (2009)	Roman Inderst Holger Müller	Early-Stage Financing and Firm Growth in New Industries
31 (2009)	Roman Inderst Holger Müller	Bank capital structure and credit decisions
32 (2009)	Roman Inderst	“Irresponsible Lending” with a better informed lender
33 (2009)	Roman Inderst Manuel Klein	Innovation, endogenous overinvestment, and incentive pay

34 (2009)	Roman Inderst Holger Müller Felix Münnich	Financing a Portfolio of Projects
35 (2009)	Roman Inderst	Misselling (Financial) Products: The Limits for Internal Compliance
36 (2009)	Roman Inderst Marco Ottaviani	Misselling through Agents
37 (2010)	Y. Emilie Yoo	Capital Adequacy Regulation of Financial Conglomerates in the European Union
38 (2010)	Jan Pieter Krahen Helmut Siekmann	Rettungsstrategie ohne Moral Hazard - Versuch eines Gesamtkonzepts zur Bankkrisenvermeidung
39 (2010)	Ludger Michael Migge	Wirtschaftsjournalismus vs. Finanzanalyse? Zur ‚regulierten‘ Selbstregulierung von Presse und Telemedien in der Finanzmarktberichterstattung nach §§ 34b Abs. 4 und 34c S. 6 des Wertpapierhandelsgesetzes
40 (2010)	Helmut Siekmann	Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem
41 (2010)	Helmut Siekmann	Die Finanzmarktaufsicht in der Krise