

Lehmann, Matthias

**Working Paper**

## Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise

Working Papers on Global Financial Markets, No. 22

**Provided in Cooperation with:**

University of Jena and University of Halle-Wittenberg, Foundations of Global Financial Markets - Stability and Change

*Suggested Citation:* Lehmann, Matthias (2011) : Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise, Working Papers on Global Financial Markets, No. 22, Graduiertenkolleg 'Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte - Stabilität und Wandel', Jena und Halle (Saale),  
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20131126-132202-1>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/94469>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Working Papers on Global Financial Markets

No. 22

## Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise

Matthias Lehmann

GLOBAL FINANCIAL  
MARKETS

University Jena  
Carl-Zeiss-Str. 3  
D-07743 Jena

University Halle  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261  
+49 345 5523180

E-Mail: [info@gfinm.de](mailto:info@gfinm.de)  
[www.gfinm.de](http://www.gfinm.de)

August 2011



### Grundstrukturen der Regulierung der Finanzmärkte nach der Krise

Durch die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 und die sich anschließende, immer noch fortdauernde Staatsschuldenkrise ist die Regulierung der Finanzmärkte in das Zentrum der öffentlichen Diskussion gerückt. War es früher eine Materie, die nur Experten interessierte, so wird heute ein breiter gesellschaftlicher Diskurs darüber geführt, wie und in welchem Maße Finanzakteure und -transaktionen bindender gesetzlicher Vorgaben bedürfen. Anlass dafür war die in der Geschichte beispiellose Situation, in der sich Staaten vor die Alternative gestellt sahen, entweder Finanzinstitute mit immensen Mitteln der Steuerzahler zu unterstützen oder dem Zusammenbruch des Finanzsystems zusehen zu müssen. Dies warf die Frage auf, wie ähnliche Situationen in Zukunft verhindert werden können.

Allenthalben hörte man dabei die Forderung, die Regulierung der Finanzmärkte müsse verbessert werden. Wissenschaft und Politik reagierten darauf mit einer Flut von Studien und Vorschlägen. Was aber ist seitdem tatsächlich geschehen? Haben sich die geforderten transnationalen Aufsichtsstrukturen und -netzwerke herausgebildet, die man für nötig hielt? Sind diese effizient und belastbar genug,

um in einer künftigen Krise standzuhalten? Diesen Fragen soll der vorliegende Beitrag nachgehen. Er wird sich dabei nicht mit einzelnen Bereichen der Finanzmarktregulierung beschäftigen, um nicht Gefahr zu laufen, sich in Details zu verlieren. Stattdessen soll ein Gesamtbild transnationaler Regulierungsmuster und institutioneller Verbindungen gezeichnet werden, so wie sie sich zur Zeit darstellen. Im Fokus wird dabei das Recht der Europäischen Union stehen. Hier und da wird jedoch auch ein Hinweis auf Regelungen in den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten notwendig sein, um Grundmuster besser erkennen zu können. Auch der Blick über den Atlantik ist erforderlich. Dieser ist sogar besonders wichtig, wenn man nach transnationalen Strukturen sucht.

Entsprechend der allgemeinen Zielstellung des Beitrags wird dieser nicht nach einzelnen Regulierungssystemen gegliedert, sondern anhand allgemeiner Kriterien, die querschnittsartig die neuen Grundstrukturen aufzeigen sollen. Zunächst wird dabei auf die Ziele der Regulierung eingegangen (I), danach auf die Ebene der Regulierung (II), ihre Modi (III), Methoden (IV) und Reichweite (V), bevor ein Fazit gezogen wird (VI).

Vorab jedoch noch ein Wort zur Klarstellung: Wenn im Folgenden der Begriff „Regulierung“ gebraucht wird, so ist dieser nicht auf die Gesetzgebung beschränkt. Vielmehr wird er im angelsächsischen Sinn auch auf die Fragen der Aufsicht bezogen.

<sup>\*</sup> Zur Veröffentlichung vorgesehen in: Ludwig Gramlich/Cornelia Manger-Nestler, "Europäisierte Regulierungsstrukturen und -netzwerke. Basis einer künftigen Infrastrukturvorsorge" (im Erscheinen bei Nomos, Baden-Baden 2011).

Das erscheint insofern sinnvoll, als viele Aufseher zugleich Regelsetzer sind, z.B. die neu geschaffenen EU-Finanzaufsichtsbehörden.<sup>1</sup>

Außerdem ist noch eine Einschränkung am Platze: Finanzmarktregulierung wird hier streng unterschieden von Maßnahmen zur Erhaltung der Geldwertstabilität. Die Stabilität des Geldwertes steht bei der derzeit noch andauernden Staatsschuldenkrise im Vordergrund, welche letztlich nichts anders als eine Währungskrise ist. Fragen, die diese Krise betreffen, werden daher hier nicht erörtert.

## I. Ziele der Regulierung

Die Finanzmarktkrise hat zu einer grundlegenden Veränderung der Ziele der Finanzmarktregulierung geführt. Standen bisher vor allem die Sorge um die Funktionsfähigkeit einzelner Institute sowie der Schutz der Anleger im Vordergrund, so geht es nunmehr um die Verhinderung systemischer Risiken, die die Finanzwirtschaft als Ganzes betreffen. Diese neuen Risiken sind nicht länger auf den Bereich eines Nationalstaats beschränkt. In der Krise hat sich gezeigt, wie sich ökonomische Störungen in einem Land mit rasender Geschwindigkeit über den gesamten Erdball ausdehnen können. Wie in einem Dominospiel fällt ein Finanzintermediär nach dem anderen, bis die Funktionsfähigkeit des Marktes insgesamt in Frage gestellt ist. Das Phänomen war in diesen

drastischen Ausmaßen bisher nicht aufgetreten.

Die Gründe für die Anfälligkeit der Finanzmärkte gegenüber systemischen Risiken sind vielfältig: Zu ihr beigetragen hat zum einen die Deregulierung der Finanzmärkte in den meisten Industriestaaten, zum anderen die Liberalisierung der Kapitalmarktströme zwischen den Ländern durch internationale Übereinkommen wie das GATS und schließlich die technologische Entwicklung immer leistungsfähigerer Kommunikations- und Datenverarbeitungssysteme. Alle drei Faktoren haben eine Entwicklung begünstigt, bei der die bisher national oder regional organisierten Finanzmärkte zunehmend zu einem globalen Finanzmarkt verschmelzen. Kennzeichnend für diesen globalen Markt ist, dass Finanzmarktteilnehmer grenzüberschreitend agieren und über Staatsgrenzen hinweg miteinander vernetzt sind. Diese zunehmende Vernetzung, einst als Vorzug integrierter Finanzmärkte angesehen, hat sich in der Krise als verhängnisvoll erwiesen. Schwierigkeiten eines Instituts haben Schockwellen durch die Märkte gesandt, die das Vertrauen auch in andere Marktteilnehmer zutiefst erschüttert haben. Aus regionalen oder lokalen Krisen werden globale.

Eines der wichtigsten Ziele der Finanzmarktregulierung besteht darin, systemischen Risiken in Zukunft vorzubeugen. Zum ersten Mal hat sich die Stabilität des Finanzsystems damit als politisches Thema verselbständigt. Sie ist nunmehr dem Ziel

<sup>1</sup> Siehe zu ihnen unten, Text bei Fn. 8.

der Geldwertstabilität im Rang ebenbürtig.<sup>2</sup> Während letzteres den gleichbleibenden Zustand der Währung betrifft, richtet sich die Finanzmarktstabilität auf die Verfasstheit des Finanzsystems, seiner Institutionen und Märkte.

Im Einklang mit diesem neuen Ziel haben sich die Grundstrukturen der Finanzmarktregulierung geändert. Dies wird an verschiedenen Parametern deutlich, welche im Folgenden untersucht werden.

## II. Ebene der Regulierung

Eine der grundsätzlichen Wandlungen der Finanzmarktregulierung nach der Krise ist das Auftreten neuer oder die verstärkte Rolle bekannter Akteure. Dabei handelt es sich vornehmlich um solche Institutionen, die auf internationaler oder europäischer Ebene angesiedelt sind.

### 1. Stärkung der internationalen Ebene

Ein hervorragendes Beispiel für einen internationalen Akteur, der eine immer größere Rolle in Finanzmarktfragen spielt, bilden die G20.<sup>3</sup> Gegründet im Jahre 1999 nach der asiatischen Finanzmarktkrise, bringt dieses informelle Forum die Finanzminister und Zentralbanker der 20

führenden Industriestaaten zusammen. Bei der Bewältigung der Finanzmarktkrise 2007 bis 2009 haben die G20 immer mehr eine Führungsrolle übernommen. Heute kann ohne Übertreibung gesagt werden, dass die wesentlichen Anstöße zur Reform der Finanzmarktaufsicht und Regulierung ohne den Segen der G20 keinen Erfolg haben.

Als weiterer Akteur, der die Grundstrukturen der neuen Finanzmarktregulierung prägt, ist das Financial Stability Board (FSB) hinzugetreten.<sup>4</sup> Diese aus dem früheren Financial Stability Forum (FSF) hervorgegangene Institution dient heute als kenntnisreicher Berater der G20 in Fachfragen. Es ist eine Art vorbereitendes Organ für dessen Beschlüsse. Darüber hinaus koordiniert es die Aufsichts- und Regulierungstätigkeit der Nationalstaaten und regionalen Blöcke und überwacht die Implementierung globaler Leitlinien.

Daneben gibt es andere, zum Teil altbekannte Akteure, die durch die Finanzkrise gestärkt worden sind. Da ist etwa der internationale Währungsfonds (IWF), der sein Mandat im Zuge der Krise ausgeweitet hat<sup>5</sup>, die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)<sup>6</sup> und der bei ihr angesiedelte

<sup>2</sup> Zum Verhältnis zwischen Geldwertstabilität und Finanzmarktstabilität *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 23.

<sup>3</sup> Zur Rolle der G20 *Tietje*, Architektur der Weltfinanzordnung, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Bd. 109 (Mai 2011), S. 21-23.

<sup>4</sup> Siehe zu ihm *Carrasco*, 19 *Transnat'l L. & Contemp. Probs* 203 (2010); *Porter*, in: *Tietje/Brouder* (Hrsg.), *Handbook of Transnational Economic Governance Regimes*, 2009, S. 345-353; *Ruddigkeit*, *Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur*, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Bd. 111 (Juni 2011).

<sup>5</sup> Siehe dazu *Lastra*, *European Yearbook of International Economic Law* (EYIEL) 2 (2011), 121.

<sup>6</sup> Siehe zu ihr *Alexander*, in: *Tietje/Brouder* (Hrsg.), *Handbook of Transnational Economic Governance Regimes*, 2009, S. 307-318.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision - BCBS)<sup>7</sup> und andere. Sie alle gab es schon bislang. Allerdings ist ihre Bedeutung in der Krise und durch die Krise zum Teil erheblich gestiegen. Dieser Bedeutungsgewinn lässt sich in erster Linie nicht rechtlich, sondern nur empirisch begründen: Da sich die Krise global auswirkte, richtet sich die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit immer mehr auf global agierende Gremien, von denen sie die Lösung der offenkundig gewordenen Probleme erhofft. Das verleiht umgekehrt den Institutionen, den in ihr versammelten Experten und den von ihnen ausgehenden Erklärungen mehr Gewicht in der öffentlichen Diskussion. Demgegenüber dürfte es den Nationalstaaten zunehmend schwer fallen, eine Sonderlinie zu fahren.

## 2. Stärkung der europäischen Ebene

Neben der gestiegenen Rolle dieser internationalen Institutionen bemerkenswert ist der Bedeutungsgewinn der Europäischen Union im Bereich Finanzmarktregulierung. Diente diese bisher lediglich als Standardsetzer und stellte sie lediglich Koordinationsplattformen für die Tätigkeit der Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten zur Verfügung, so hat sie nunmehr mit EBA, ESMA und EIOPA drei eigene Behörden, welche sich mit der Beaufsich-

tigung der Finanzmärkte beschäftigen.<sup>8</sup> Zusätzlich ist ein europäischer Rat für Systemrisiken (ESRB) geschaffen worden, der makroökonomische Risiken überwachen soll.<sup>9</sup> Auch der Fokus der EU-Regulierung der Finanzmärkte hat sich verändert: War diese bislang vor allem darauf beschränkt, die für den freien Kapitalverkehr im Binnenmarkt notwendigen Voraussetzungen zu schaffen, so widmet sie sich nun immer mehr der Stabilität dieses Marktes. Damit sind die materiellen Fragen der Finanzmarktregulierung gegenüber den eher formalen wie der Zuständigkeit zur Überwachung von Finan-

<sup>8</sup> Siehe VO (EU) 1093/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Bankenaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/78/EG der Kommission, ABl.EU L 331 v. 15.12.2010, 12; VO (EU) 1094/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung), zur Änderung des Beschlusses 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/79/EG der Kommission, ABl.EU L 331 v. 15.12.2010, 48; VO (EU) 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl.EU L 331 v. 15.12.2010, 84. Zu diesen Verordnungen vgl. *Binder*, GPR 2011, 34-40; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2-24.

<sup>9</sup> Siehe VO (EU) 1092/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 über die Finanzaufsicht der Europäischen Union auf Makroebene und zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken, ABl.EU L 331 v. 15.12.2010, 1. Dazu *Binder*, GPR 2011, 34, 38; *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 20-24.

<sup>7</sup> Zu ihm *Rost*, in: *Tietje/Brouder* (Hrsg.), *Handbook of Transnational Economic Governance Regimes*, 2009, S. 319-328.

zinstitutionen oder der Zulassung von Finanzprodukten in anderen Mitgliedstaaten in den Vordergrund gerückt.

Auch auf europäischer Ebene ist damit eine deutliche „Hochzoning“ der Regulierung zu beobachten. Im Multiebenen-System wird zunehmend die höhere gegenüber der niedrigeren Ebene bevorzugt. Der Grund dafür ist nicht etwa, dass man die höhere Ebene für kompetenter als die niedrigere hielte.<sup>10</sup> Vielmehr geht es um eine angemessene Reaktion auf die Tatsache, dass die Finanzmärkte zunehmend vernetzt und Finanzmarktakteure immer mehr europaweit tätig sind. Um diesen auf Augenhöhe gegenüber zu stehen und sie effizient überwachen zu können, braucht die EU eigene Behörden.

### 3. Paradigmenwechsel: Von „bottom up“ zu „top down“

Die verstärkte Rolle globaler und europäischer Institutionen bei der Regulierung und Aufsicht mag nur eine graduelle sein. Doch lässt sich ein grundlegender Paradigmenwechsel verzeichnen: Statt eines „bottom up“-Ansatzes, bei dem der Anstoß zur Regulierung grundsätzlich von den Nationalstaaten ausgeht, setzt sich mehr und mehr ein „top down approach“ durch. Die Initiative zu einer bestimmten Regulierung kommt immer häufiger von internationalen oder europäischen Gremien. Diese setzen nicht nur das Schrittempo, sondern auch die grundsätzliche Ziel-

richtung. Die einzelnen Maßnahmen werden meist den unteren Ebenen überlassen.

Erstaunlich ist, wie sich dieser Paradigmenwechsel teilweise ohne größere formelle Rechtsänderungen vollzogen hat. Von den meisten Staaten wird mehr oder weniger vorbehaltlos akzeptiert, dass sie in Fragen der Regulierung der Finanzmärkte nicht mehr autonom entscheiden können. Die empirischen Erfahrungen der Finanzmarktkrise haben dadurch auf eigenartige Weise zu einer Änderung des Verständnisses der normativen Grundlagen geführt.

## III. Modi der Regulierung

Durch die Internationalisierung und Europäisierung der Finanzmarktregulierung und -aufsicht werden die nationale und die lokale Ebene nicht abgeschafft. Vielmehr werden sie in ein globales Netzwerk von Regulierungsbehörden eingebettet. Damit dieses Netzwerk effizient funktioniert, müssen die einzelnen Teile im Falle einer Krise zusammenwirken. Schon vor dem Jahr 2007 hat es informelle Wege der Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsbehörden verschiedener Staaten gegeben, zum Beispiel in Gestalt der Level-3-Ausschüsse des Lamfalussy-Verfahrens. Nach der Krise ist der Ruf nach internationaler Kooperation lauter geworden.<sup>11</sup> Um ihm gerecht zu werden, sind verschiedene Maßnahmen ergriffen worden.

<sup>10</sup> Missverständnis bei *Binder*, GPR 2011, 34, 39.

<sup>11</sup> Siehe G20, Erklärung vom 2. April 2009, London, S. 2.



### 1. Herstellung von Dialogfähigkeit

Voraussetzung für eine verstärkte Zusammenarbeit ist zunächst, dass auf beiden Seiten einer kooperativen Beziehung einander Partner gegenüberstehen, die vergleichbar und damit „dialogfähig“ sind. Dem wird vermehrt Rechnung getragen, und dadurch kommt es zur Herausbildung ähnlicher Strukturen der Regulierung und Aufsicht in verschiedenen Regionen der Erde. Interessant ist beispielsweise, dass parallel zur Bildung des ESRB in Europa mit dem *Financial Stability Oversight Board* (FSOB) ein Pendant in den USA geschaffen wurde.<sup>12</sup> Beide können als Diskussionspartner fungieren. Die Dialogfähigkeit stellen auch die Einrichtung der drei neuen europäischen Aufsichtsbehörden EBA, ESMA und EIOPA her. Sie gewährleisten, dass den US-amerikanischen und asiatischen Aufsichtsbehörden ebenbürtige Ansprechpartner zur Verfügung stehen.

### 2. Institutionalisierung der Zusammenarbeit

Weiter müssen Foren geschaffen werden, die einen permanenten Informationsaustausch zwischen den Regulierern und Aufsichern begünstigen. Solche permanente Foren stellen auf gubernativer Ebene z.B. die G20 und das FSB dar. Auf exekutiver

Ebene erfüllen Aufsichtskollegien ähnliche Funktionen.<sup>13</sup>

### 3. Juridifizierung der Kooperation

Immer stärker wird die Zusammenarbeit in Gremien nicht mehr dem Ermessen der Beteiligten überlassen, sondern verbindlich auferlegt. Damit entscheiden zunehmend *rechtliche* und nicht mehr *politische* Maßstäbe über das „Ob“ der Kooperation. Ein Beispiel ist etwa Artikel 3 Abs. 2 lit. i VO 1092/2010, der das ESRB zur Abstimmung mit „internationalen Finanzorganisationen“ und „einschlägigen Gremien in Drittländern“ verpflichtet.<sup>14</sup> Obwohl diese Norm mit dem Wort „Abstimmung“ einen wenig konturenreichen und sehr ausfüllungsbedürftigen Begriff enthält, ist ihre Bedeutung nicht zu unterschätzen. Sie bewirkt, dass die Zusammenarbeit nicht dem Gutdünken der Mitglieder des ESRB überlassen bleibt.

<sup>13</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 1 lit. i), 21 VO 1093/2010; Art. 8 Abs. 1 lit. i), 21 VO 1094/2010; Art. 8 Abs. 1 lit. i), 21 VO 1095/2010. Dazu *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 16. Siehe auch Richtlinie 2006/48/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 14.6.2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute, ABL.EU L 177 v. 30.6.2006, S. 1, Art. 131a, eingefügt durch Art. 1 Richtlinie 2009/111/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.9.2009 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG, 2006/49/EG und 2007/64/EG hinsichtlich Zentralorganisationen zugeordneter Banken, bestimmter Eigenmittelbestandteile, Großkredite, Aufsichtsregelungen und Krisenmanagement, ABL.EU L 302 v. 17.11.2009, 97; sowie Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.11.2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), ABL.EU L 335 v. 17.12.2009, S. 1, Art. 248.

<sup>14</sup> Zitat oben Fn. 9.

<sup>12</sup> Siehe sec. 111 Dodd-Frank Act (Nachweis unten Fn. 15). Dazu krit. *Scott*, *Journal of International Banking Law and Finance* 25 (2010), 477, 479. Siehe auch *Spindler/Brandt/Raapke*, RIW 2010, 746.



Vielmehr bildet sie eine der Hauptaufgaben und eine *raison d'être* des Rats.

#### IV. Methoden der Regulierung

##### 1. *American „Monster Legislation“ vs. European Piecemeal Approach?*

Hinsichtlich der Methoden scheinen sich insbesondere das europäische und das US-amerikanische Recht diametral gegenüberzustellen. Während man in den Vereinigten Staaten auf eine allumfassende Gesetzgebung in Gestalt des Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)<sup>15</sup> gesetzt hat, geht man in Europa weiterhin den Weg der Einzelfallregulierung im Stile des Pointillismus: Erst werden die Rating-Agenturen angegangen,<sup>16</sup> danach die Eigenmittel der Banken gestärkt,<sup>17</sup> im Anschluss werden neue Finanzbehörden errichtet,<sup>18</sup> Hedgefonds-Manager sowie Manager anderer alternativer Investmentformen der Aufsicht unterworfen<sup>19</sup> und schließlich die Abwicklung von Derivaten ins Auge gefasst.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Publ. L. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

<sup>16</sup> Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 16.9.2009 über Ratingagenturen, ABl.EU L 302 v. 17.11.2009, 1; Verordnung (EU) Nr. 513/2011 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.5.2011 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 über Ratingagenturen, ABl.EU L 145 v. 31.5.2011, 30.

<sup>17</sup> Richtlinie 2009/111/EG (Fn. 11).

<sup>18</sup> Nachweise oben Fn. 8.

<sup>19</sup> Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr.

So ungleich dieser Prozess erscheinen mag und so unterschiedlich er tatsächlich auch ist, so sehr sollte man sich davor hüten, diese Verschiedenheiten überzubewerten. Beide Verfahrensweisen haben ihre Grundlage in den politischen Eigenheiten der jeweiligen legislativen Systeme. In den USA wäre eine scheinbarweise Regulierung wie in der EU nicht denkbar gewesen. Angesichts der verfeindeten Fraktionen in beiden Kammern des Kongresses gab es allein die Möglichkeit eines umfassenden „deals“, den jede Seite nur insgesamt ablehnen oder annehmen konnte. Ganz anders in Europa: Hier hat die Brüsseler Bürokratie, angetrieben durch die Zuständigkeit unterschiedlicher Generaldirektionen in der Kommission, die Themen nacheinander auf das politische Tablett gebracht. Wegen des allgemeinen Einverständnisses unter den Regierungen der Mitgliedstaaten über die grundsätzliche Notwendigkeit einer Reform war es nicht erforderlich, alle Teile gemeinsam in einem einheitlichen Vorschlag zu präsentieren.

Die US-amerikanische Gesetzgebung ist damit nicht vollständiger und die EU-Regelung nicht lückenhafter. Betrachtet man den Dodd-Frank Act genauer, so handelt es sich nicht um eine umfassende Kodifikation im Sinne eines systematisch aufgebauten Gesetzeswerks, sondern um eine Anhäufung verschiedener Reformpunkte. Fast alle von ihnen – mit der Ausnahme

1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl.EU L 174 v. 1.7.2011, S. 1.

<sup>20</sup> *Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, KOM(2010) 484 endg.

einer besonderen Verbraucherschutzbehörde (*Consumer Financial Protection Agency*) – finden sich in der einen oder anderen Form auch in der europäischen Gesetzgebung wieder.

## 2. *Delegation auf Expertengremien*

Eines der Kennzeichen europäischer Finanzmarktregulierung schon vor der Krise war die Delegation der detaillierten Gesetzgebung auf Fachausschüsse, die mit Experten besetzt waren. Das Stichwort dazu lautete: „Komitologie“.<sup>21</sup> Mit dem Vertrag von Lissabon sollte diese Form des legislativen Verfahrens zurückgedrängt werden.<sup>22</sup> Geblieben sind jedoch Überbleibsel in Gestalt des Vorschlagsrechts der spezifischen Aufsichtsbehörden bezüglich neuer Gesetzgebung und der notwendigen öffentlichen Anhörung spezieller Interessengruppen.<sup>23</sup>

Erstaunlich und für viele Beobachter überraschend ist, wie sehr sich der Ansatz der Einbeziehung von Experten und der Übertragung legislativer Befugnisse auch in den USA ausgebreitet hat. Nach Erlass

des Dodd-Frank Acts begann eine Periode intensiver Regelsetzung auf Verordnungsebene durch die jeweiligen Spezialbehörden. Dies wurde zum Teil heftig kritisiert, weil die zügige Umsetzung kaum möglich scheint und die Reform damit in Wahrheit auf einen späteren Zeitpunkt verschoben sei.<sup>24</sup> Dieser Vorwurf ist in der Sache nicht unberechtigt. Allerdings verkennen diejenigen, die ihn erheben, dass es dem durchschnittlichen Abgeordneten schlicht unmöglich ist, einzelne Details des Finanzmarktrechts zu verstehen und kompetent über diese zu entscheiden.

Diese Entwicklungen haben zu einem vielfach beklagten Defizit an demokratischer Legitimation geführt. Das neue Recht nach der Krise hat daran wenig geändert, sondern dieses eher noch verstärkt. Dies gilt auch und gerade durch die in internationalen Gremien getroffenen Entscheidungen, etwa im Rahmen des FSB oder des BCBS. Allerdings zeigt die internationale Tendenz, dass man an dieser Entwicklung wenig ändern kann. Offenbar gibt es im Finanzmarktrecht wegen dessen hoher Technizität nur die Alternative, auf Experten zu vertrauen, oder über keine effiziente und dem Markt angepasste Gesetzgebung zu verfügen.

## 3. *Zurückdrängung von Selbstregulierung*

Ein weiteres sich durchsetzendes Charakteristikum der Regulierung ist die Tatsache, dass zunehmend zwingende Vorschriften an

<sup>21</sup> Siehe dazu *Lenaerts/Verhoeven*, CML Rev. 37 (2000), 645, passim; *Röhl*, in Fehling/Ruffert, Regulierungsrecht, 2010, § 18 Rdnr. 114-119; *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913 f.

<sup>22</sup> *König*, in: Schulze/Zuleeg/Kadelbach, Europarecht, 2. Aufl. 2010, § 2 Rn. 100.

<sup>23</sup> Siehe VO 1093/2010 (oben Fn. 8), Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 3 S. 1, Art. 15 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 2 S. 1; VO 1094/2010 (oben Fn. 8), Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 3 S. 1, 15 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 2 S. 1; VO 1095/2010 (oben Fn. 8), Art. 10 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 3 S. 1, 15 Abs. 1 UAbs. 1 S. 1, UAbs. 2 S. 1. Dazu *Lehman/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2, 11.

<sup>24</sup> *Scott*, Journal of International Banking Law and Finance 25 (2010), 477, 479 f.

die Stelle von Selbstverpflichtungen der Wirtschaft treten. Vor der Krise bevorzugte man vielmals die Regelung durch Verhaltenskodizes und andere unverbindliche Normen, die durch die Industrie selbst erlassen wurden. Seit der Krise hat sich dies geändert. Da, wo vorher Selbstregulierung vorherrschte, gibt es nunmehr verbindliche Vorgaben seitens der EU oder des Staates. Ein viel diskutiertes Beispiel sind etwa die Vorschriften im Bereich der *banker boni*.<sup>25</sup>

Dies sollte man nicht so werten, als sei die verbindliche Gesetzgebung das Allheilmittel und die Selbstregulierung völlig zurückgedrängt. Vielmehr haben sich in dem komplexen Gefüge multipolarer Gesetzgebung, das sich heute beobachten lässt,<sup>26</sup> die Gewichte in gewissen Fragen zugunsten der staatlichen Rechtsetzung verschoben. Ähnliche Entwicklungen hat es auch schon früher gegeben; erinnert sei etwa an die Geschichte der Regulierung von Insiderdelikten.<sup>27</sup> Daraus lässt sich

nicht schließen, dass Selbstregulierung als solche insgesamt überholt wäre.

## V. Reichweite der Regulierung

### 1. Einbeziehung des Schattenbankensektors

Wenn Regulierung auf einheitlichen Fundamenten beruhen soll, so muss sie dieselben Themen betreffen. Länderübergreifende Strukturen und Netzwerke können sich nur dann herausbilden, wenn sie dieselben Märkte, Akteure und Transaktionen in den Blick nehmen. Ansonsten fehlt es an der notwendigen Kompatibilität.

Die Parallelität der Diskussion auf beiden Seiten des Atlantiks ist insoweit erstaunlich. Ein beredtes Beispiel dafür ist die Einbeziehung des Schattenbankensektors in die Normsetzung und in Aufsichtsregime in der EU und in den USA. Obwohl sich empirisch nicht nachweisen lässt, dass nicht oder „leicht“ regulierte und beaufsichtigte Einheiten wie Hedgefonds oder Private Equity Fonds eine maßgebliche Rolle in der Finanzkrise gespielt haben, dass sie strengerer Aufsicht und materieller Vorgaben bedürfen.<sup>28</sup>

Dass die EU-Gesetzgebung dabei weiter ist als die in den USA und sich auf die Manager aller sogenannten „alternativen Investmentfonds“ richtet, während man sich jenseits des Atlantiks auf Hedgefonds konzentriert, stört dabei wenig. Denn das größere systemische Risiko geht sicherlich von

<sup>25</sup> Vgl. Richtlinie 2010/76/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG im Hinblick auf die Eigenkapitalanforderungen für Handelsbuch und Wiederverbriefungen und im Hinblick auf die aufsichtliche Überprüfung der Vergütungspolitik, ABL EU L 329 v. 14.12.2010, 3. Zum deutschen Recht s. Gesetz über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten und Versicherungsunternehmen v. 21.7.2010, BGBl. I, 950.

<sup>26</sup> Vgl. dazu Zumbansen, *Journal of Law and Society* 38 (2011), 50; *Callies/Zumbansen*, *Rough Consensus and Running Code*, 2010.

<sup>27</sup> Siehe dazu zur *Mege*, in: *Assmann/Schütze*, *Handbuch des Kapitalanlagerechts*, § 14, Rn. 5-11.

<sup>28</sup> Vgl. ErwGr. 3 der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Fn. 19); Title IV Dodd-Frank Act (Fn. 15).

den Hedgefonds aus. Diese bilden daher auch aus europäischer Sicht den Kern der Institute, auf die die strengere Aufsicht abzielt.<sup>29</sup> Für andere alternative Investments, wie Private Equity-Fonds, werden delegierte Rechtsakte auf sie zugeschnittene Bestimmungen vorsehen.<sup>30</sup>

Über die Notwendigkeit der Regulierung von Hedgefonds gab es innerhalb der EU heftige Meinungsverschiedenheiten, insbesondere zwischen dem Vereinigten Königreich einerseits und den kontinentalen Mitgliedstaaten, allen voran Deutschland und Frankreich, andererseits.<sup>31</sup> Umso mehr verwundert es, dass nunmehr ein Konsens über diese Frage erzielt werden konnte. Das ist im Zusammenhang mit der internationalen Diskussion zu sehen, welche die europäische vorstrukturierte.

## 2. Einbeziehung von Rating-Agenturen

Alles andere als zufällig wirkt auch die Einführung neuer Regulierung der Rating-Agenturen. Ob diese tatsächlich zur Krise beigetragen haben oder ihren Ratings lediglich vom Markt eine Bedeutung zugemessen wurde, die sie gar nicht hatten, ist zwar umstritten.<sup>32</sup> Aber auf beiden

Seiten des Atlantiks wurde das Thema aufgegriffen.

Dabei hat man in der Sache sehr unterschiedliche Lösungen gefunden. So sind in den USA nunmehr zum Beispiel alle gesetzlichen Verweise auf Ratings verboten.<sup>33</sup> In Europa hingegen wird erstmals versucht, durch ein Registrierungserfordernis überhaupt eine Kontrolle über die großen, in New York sitzenden Agenturen zu erhalten.<sup>34</sup> Dabei sind Konflikte mit den Aufsichtsbehörden der Vereinigten Staaten vorprogrammiert. Auch kann man am Sinn einer Doppelung – und in der Zukunft möglicherweise Verdreifachung oder Vervielfachung – der Aufsicht zweifeln. Denn vernünftigerweise kann das Rating eines Schuldners weltweit nur dasselbe sein und nicht z.B. in den USA und der EU verschieden. Dennoch bleibt bemerkenswert, dass man überhaupt eine Übereinstimmung hinsichtlich der Notwendigkeit einer schärferen Regulierung erzielt hat.

## 3. Einbeziehung von OTC-Märkten

Schließlich ist hervorzuheben, dass auch im Bereich der *over the counter* (OTC) gehandelten Instrumente ein transatlantisches Einverständnis hinsichtlich der Regulierung besteht. Dieses betrifft vor allem die *credit default swaps* (CDS), welche sich in der Krise als besonders gefährlich für die Finanzmarktstabilität erwiesen haben. Hinsichtlich dieses Themas ist die Abstimmung zwischen

<sup>29</sup> *High-Level Group on Financial Supervision*, Bericht v. 25.2.2009, erhältlich unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf) (Stand: 30.6.2011), Rn. 85 ff.

<sup>30</sup> Siehe Ewgr. 78 f. Richtlinie 2011/61/EU (Fn. 19).

<sup>31</sup> Siehe *Financial Times* (UK), 17.3.2010, S. 8.

<sup>32</sup> Siehe etwa *Gudzowski*, *Columbia Business Law Review* 2010, 245, 255-258; *Lupica*, *Review of Banking and Financial Law* 28 (2008),

639; *Tomasik*, *International Journal for Enhanced Board Performance* 10 (2010), S. 8.

<sup>33</sup> Siehe sec. 939 Dodd-Frank Act (oben Fn. 15).

<sup>34</sup> Siehe die Nachweise oben Fn. 16.

den großen Wirtschaftsböcken sogar besonders eng. Denn der Markt für CDS ist nicht regional beschränkt; er ist weltweit. Will man diese einem einheitlichen *clearing* zu führen, so wäre die zu errichtende Zentrale Gegenpartei (Central Counterparty – CCP) idealerweise globaler Natur.<sup>35</sup>

An dieser Stelle zeigen sich jedoch auch die Grenzen der Herausbildung übergreifender Strukturen. Denn gerade die Eini-gung auf einen einzigen CCP scheint für die USA und die EU unmöglich. Meinungsverschiedenheiten bestehen insbesondere hinsichtlich des Sitzes und des anzuwendenden Rechts. Die aktuellen Pläne laufen daher auf regional verschiedene Lösung hinaus, obwohl dies angesichts der Gegebenheiten des Markts geradezu widersinnig erscheint.<sup>36</sup> Es erweist sich, dass sich ein echter globaler, öffentlicher Finanzmarktakteur wesentlich schwieriger errichten lässt als transnationale Strukturen und Netzwerke.

## VI. Fazit: Entstehung globaler Regulierungsstrukturen und -netzwerke

Mit der Definition der weltweiten Finanzmarktstabilität als Ziel der Regulierung, der Stärkung der internationalen und europäischen Ebene der Regulierung,

sowie der wechselseitigen Anpassung der Modi, Methoden und der Reichweite ist die Grundlage für eine verstärkte internationale Zusammenarbeit gelegt. Die hier beobachteten Phänomene bilden das Fundament für transnationale Regulierungsstrukturen und -netzwerke.

Freilich gibt es zahlreiche Unterschiede hinsichtlich der Einzelheiten. Auch ist in manchen Bereichen noch keinerlei einheitliche Struktur zu erkennen, z.B. nicht bei der Abwicklung global agierender Banken. Außerdem ist alles andere als sicher, ob die transnationalen Strukturen und Netzwerke in künftigen Krisen standhalten werden, oder die einzelnen Staaten am Ende doch nationale Interessen über globale stellen.

Das ist jedoch nichts Neues. In der letzten Krise haben selbst bislang für bewährt gehaltene Koordinationsmechanismen versagt. Die Strukturen und Netzwerke, die hier aufgezeigt wurden, sind ebenfalls nicht autark in dem Sinne, dass sie die nationale Ebene ausschalten oder überlagern würden. Sie bleiben stets auf die Kooperationswilligkeit der Nationalstaaten angewiesen.

Allerdings sind zumindest Wege und Institutionen geschaffen, um miteinander zusammenarbeiten zu *können*. Wer diese nicht nutzt, kann sich künftig nicht mehr auf deren Nichtexistenz berufen. Er trägt vielmehr die Begründungslast dafür, warum er diese Wege nicht beschritten und die vorhandenen Institutionen nicht eingeschaltet hat. Deshalb sollte man die Fundamente der neuen Regulierung der Finanzmärkte nicht

<sup>35</sup> Siehe *Singh*, IMF-Working Paper WP/11/66, März 2011, erhältlich unter <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=24726.0> (zuletzt besucht am 22.7.2011), S. 5.

<sup>36</sup> Vgl. dazu *Lehmann*, Recht der Finanzinstrumente 2011 (im Erscheinen).

gering schätzen, selbst wenn sie ihre Bewährungsprobe erst noch bestehen müssen.

*Dr. Matthias Lehmann ist Professor für Bürgerliches Recht, Europäisches Privatrecht, Handels-und Wirtschaftsrecht, Internationales Privatrecht und Rechtsvergleichung an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg. Kontakt: Matthias.Lehmann@jura.uni-halle.de*