

Siekmann, Helmut

**Working Paper**

## Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht

IMFS Working Paper Series, No. 25

**Provided in Cooperation with:**

Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), Goethe University Frankfurt am Main

*Suggested Citation:* Siekmann, Helmut (2009) : Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, IMFS Working Paper Series, No. 25, Goethe University Frankfurt, Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), Frankfurt a. M.,  
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30-72896>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/97767>

**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.*

HELMUT SIEKMANN

## Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht

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

---

WORKING PAPER SERIES NO. 25 (2009)

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](mailto:GELD-UND-WAEHRUNG@IMFS-FRANKFURT.DE)

HELMUT SIEKMANN

DIE NEUORDNUNG DER FINANZMARKTAUFSICHT

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

WORKING PAPER SERIES NO.25 (2009)

# Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht\*

Prof. Dr. Helmut Siekmann

## Einführung

Im März dieses Jahres hat der Nobelpreisträger *Edmund S. Phelps* gefordert, dass der Finanzsektor von Grund auf neu gestaltet werden müsse. Dem ist vorbehaltlos zuzustimmen. Auch in einer breiteren Öffentlichkeit hat diese Forderung verbreitet 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 solche Großformeln und die intensive Diskussion abstrakter Systemfragen nur von den eigentlichen Problemen ab. Sie sollen deshalb hier auch nicht weiter verfolgt werden

Ob aber aus der zutreffenden Erkenntnis der Notwendigkeit einer Neugestaltung des Finanzsektors auch die notwendigen 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 aufgebürdet 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.

\* Vortrag gehalten im Rahmen des VII. Kolloquiums des Deutsch-Türkischen Forums für Staatsrechtslehre am 17. Oktober 2009 in Kayseri, Türkei. Die Vortragsform wurde beibehalten und mit einigen Anmerkungen versehen.

Von Seiten der Politik sind bereits zahlreiche Maßnahmen 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. In diesem Zusammenhang haben vor allem die Aktivitäten im Rahmen der G20 Gruppe Aufmerksamkeit erregt. 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>1</sup>

Das Financial Stability Forum (FSF) wurde zu einem Financial Stability Forum (FSB) weiter entwickelt, in dem die Finanzminister, die Notenbanken und die Aufsichtsbehörden wichtiger Staaten vertreten sind. Aber auch die hastigen Bemühungen zur Änderung des mit außerordentlich großem Aufwand vom *Committee on Banking Supervision* erarbeiteten, mehrhundertseitigen Regelwerks aus dem Jahre 2006 („Basel II“)<sup>2</sup> gehören zur globalen Ebene.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Bundesministerium der Finanzen, Monatsbericht Oktober 2009, Nr. 2.2.

<sup>2</sup> International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework, Comprehensive Version, June 2006. Das Basel II-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) 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 an-

Auf europäischer Ebene legte die EU-Kommission bereits im Oktober 2008 einen Aktionsplan vor, mit dem sie die Wirtschaft aus der Krise in den Aufschwung führen wollte.<sup>4</sup> Auch begann sie schon früh mit Vorbereitungen zu einer Europäisierung der Finanzmarktaufsicht, die bereits in dem Aktionsplan angesprochen war.<sup>5</sup> Mittlerweile sind im Rahmen der Europäischen Union schon sehr konkrete und umfangreiche Gesetzgebungsvorhaben auf den Weg gebracht.<sup>6</sup>

Umfassend sind die Reformpläne in den Vereinigten Staaten von Amerika.<sup>7</sup> Sie schließen vor allem auch den Schutz der Verbraucher als einen wichtigen Baustein ein. Dazu soll eine spezielle Behörde errichtet werden: die „Consumer Fi-

---

gemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (Neufassung) (ABl. L177 vom 30. Juni 2006, S. 201).

- <sup>3</sup> *Basel Committee on Banking Supervision*, Principles for sound stress testing practices and supervision vom 13.3.2009 (consultative document).
- <sup>4</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>5</sup> Der Präsident der Europäischen Kommission, *José Manuel Barroso*, hat im Oktober 2008 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“) beauftragt. 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 (The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, Report, Brussels, 25 February 2009).
- <sup>6</sup> Es handelt sich um folgende Entwürfe der Kommission:
- 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
  - proposal for a decision entrusting the European Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, COM(2009) 500 final
  - proposal for a regulation establishing a European Banking Authority (EBA), COM(2009) 501 final
  - proposal for a regulation establishing a European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), COM(2009) 502 final
  - proposal for a regulation establishing a European Securities and Markets Authority (ESMA), COM(2009) 503 final.
- <sup>7</sup> *Department of the Treasury*, Financial Regulatory Reform, Rebuilding Financial Supervision and Regulation (2009).

nancial Protection Agency“.<sup>8</sup> In Deutschland sind insoweit erhebliche Defizite zu verzeichnen<sup>9</sup> und auch keine durchgreifende Änderung in Sicht. Entsprechendes gilt für die Einlagensicherung<sup>10</sup>, bei der es – entgegen einer weit verbreiteten Fehlvorstellung – in Deutschland, anders als in den USA<sup>11</sup>, keine Staatsgarantie oder Versicherung durch den Staat gibt, 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. Eine solche Garantie ist auch nicht durch die hastige Änderung der (unzureichenden) Richtlinien der EU<sup>12</sup> oder die Novellierung des Einlagensiche-

<sup>8</sup> Am 22.10.2009 hat 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>9</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 mit der gesamtwirtschaftlichen Ausrichtung der Bankenaufsicht angesehen, vgl. *Fischer*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, Band II, 3. Aufl., 2008, § 125 Rdn. 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>10</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>11</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>12</sup> Richtlinie 2009/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2009, ABl. L68 vom 13.3.2009, S. 3–7.



rungs- und Anlegerentschädigungsgesetzes im Jahre 2009 eingeführt worden.<sup>13</sup> Etwas verbessert worden ist allerdings ein wenig der Verbraucherschutz bei Falschberatung.<sup>14</sup> Diese Fragenkreise sind eminent wichtig für das Vertrauen in das Banksystem, können hier aber nicht weiter vertieft werden.

Auch wenn die Politik unter starkem Handlungsdruck steht, ist jeder Aktionismus verfehlt. Es besteht die Gefahr, dass nur zweitrangige Symptome kuriert werden und nicht die angezeigte *grundlegende Neugestaltung* erfolgt. Eine solche will wohl überlegt sein. Das Geschehen ist trotz mancher Erkenntnisfortschritte immer noch nicht in vollem Umfang entschlüsselt; weder durch offizielle Berichte<sup>15</sup> noch durch private Forschungsarbeiten<sup>16</sup>. Jedenfalls ist es nach bisherigem Erkenntnisstand multikausal und multifaktoriell. Es verbieten sich daher alle vorschnellen Pauschalurteile und unüberlegten Schnellschüsse. Soweit es nicht um die unmittelbare Krisenbewältigung geht, sondern um die Abwehr künftiger Gefahren, steht auch hinreichend Zeit zur Verfügung.

<sup>13</sup> Regierungsentwurf vom 16. März 2009, BT-Drucks. 16/12255, Gesetz vom 25. Juni 2009 (BGBl. I, S. 1528).

<sup>14</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>15</sup> *Financial Services Authority*, A regulatory response to the global banking crisis, Discussion Paper 09/2, March 2009; *Financial Services Authority*, The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis, March 2009; *International Monetary Fund*, World Economic Outlook, Crisis and Recovery, April 2009; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09, November 2008, vor allem S. 144 ff., 164 ff.

<sup>16</sup> *Allen/Gale*, Understanding Financial Crises, 2007; *Krugman*, Die neue Weltwirtschaftskrise, 2008 (deutsche Übersetzung von: The Return of Depression Economics, 1999); *Steven L. Schwarcz*, Systemic Risk, The Georgetown Law Journal, vol. 97 (2008), S. 193-249; *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; *Brunnermeier/Crockett/Goodhart/Persaud/Shin*, The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy 11, 2009: Schwergewicht auf "maturity mismatch"; *Dewatripont/Freixas/Portes*, Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, Centre for Economic Policy Research 2009; *Huertas*, Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis, Institute for Law and Finance der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Working Paper Series Nr. 96 (12/2008); *Hüther/Hellwig/Hartmann-Wendels*, Arbeitsweise der Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktaufsicht, Forschungsvorhaben fe 22/08, Bericht vom 17. Februar 2009; High Level Conference „Towards a new supervisory architecture in Europe“, 7 May 2009; *Coval/Jurek/Stafford*, The Economics of Structured Finance, Journal of Economic Perspectives, Vol. 23 (2009), S. 3–25; *John B. Taylor*, Getting off Track, 2009; *Hank*, Der amerikanische Virus, 2009.

Das eklatante Versagen der Wirtschaftswissenschaften, die – von einigen wenigen Außenseitern abgesehen<sup>17</sup> – mit ihren hochkomplexen Modellen und minutiösen Prognosen die Krise auch nicht einmal im Ansatz vorausgesehen haben, kann an dieser Stelle nicht näher behandelt werden. Entsprechendes gilt für „die“ Märkte, deren immerwährende Effizienz in diesen Dingen noch vor wenigen Jahren allgemein gelobt wurde. Neben dem *Marktversagen* und dem *Versagen der Wissenschaft* ist aber noch ein dritter Bereich nennen: das *Versagen von Staat und Recht*.<sup>18</sup> Er soll im Mittelpunkt der folgenden Überlegungen stehen.

Aus der Vielzahl der damit verbundenen Probleme sollen im Folgenden einige Aspekte etwas näher betrachtet werden. Dabei sollen die Maßnahmen zur unmittelbaren Krisenbewältigung 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>19</sup> hier nicht näher behandelt werden. Das Hauptaugenmerk soll stattdessen auf folgende Fragenkreise gelegt werden:

<sup>17</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.

<sup>18</sup> Deziert vom Versagen des Staates spricht auch der *Sachverständigenrat* (Fn. 15), 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 erheblich. Die genannten Schwächen der Aufsicht lassen sich keineswegs auf Organisationsfragen reduzieren. Im Ansatz richtig ist allerdings seine Erkenntnis, dass sich die Finanzmärkte „durch eine hohe Kreativität“ auszeichnen, „wenn es darum geht, staatliche Regulierungen zu umgehen“. Es sind aber nicht die (anonymen) Finanzmärkte, sondern Menschen, die sich so verhalten, und was eine „staatliche Regulierung“ ist, bedürfte genauerer Analyse.

<sup>19</sup> Sie werden zu den wesentlichen (makroökonomischen) Ursachen der Krise gerechnet, vgl. *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?

- I. Der Beitrag der Rechtsordnung zu Entstehung und Verlauf der Krise
- II. Verbesserung von Aufsicht und Kontrolle als Kern einer Neugestaltung
- III. Die Rolle der Ratingagenturen
- IV. Die reale Bedeutung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen
- V. Überlegungen zur Prävention

Dabei sollen nicht Detailregelungen im Vordergrund der Betrachtung stehen, sondern die grundsätzliche Rolle der Rechtsordnung für die Stabilisierung der Finanzmärkte.

### **I. Der Beitrag der Rechtsordnung für Entstehung und Verlauf der Krise**

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, wenn auch aus anderen Gründen, 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 Einsatz immenser Steuermittel immer neue Rettungseinrichtungen schaffen musste<sup>20</sup> oder

<sup>20</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 ganz 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.

die betroffenen Institute in Staatshand überführt hat. Ob die Ausnutzung dieser Möglichkeiten aber der Rechtsordnung zuzurechnen ist, dürfte eher fraglich sein.

Ein Versagen, das in jedem Fall Staat und Rechtsordnung zuzurechnen ist, muss aber im Bereich der Aufsicht konstatiert werden. Die tausende von Vorschriften auf vielen hundert Druckseiten im Aufsichtsbereich haben als Gesamtheit ihren Zweck nicht erfüllt. Sie haben das, was wir seit zwei Jahren beobachten, nicht zu verhindern gemocht. Dazu sind sie aber geschaffen worden.<sup>21</sup> Der einzige Grund, warum hunderte von komplexen Vorschriften existieren, ist, den Eintritt einer solchen Situation, wie wir sie jetzt haben, verlässlich zu verhindern. *Sie haben also grundlegend und nicht nur in Einzelausprägungen versagt.* Damit ist noch keinerlei Schuldzuweisung verbunden. Es handelt sich lediglich die Feststellung einer *objektiven Tatsache*.

Aber auch Vollzugsdefizite mögen eine Rolle gespielt haben. In welchem Umfang das der Fall war, bedarf aber 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 Trägerschaft, wie SachsenLB, 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 Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, der juristisch betrachtet ein Nullum ist, der Europäischen Kommissi-

<sup>21</sup> Vgl. nur *Fischer* (Fn. 9), Rdn. 17; *ders.*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2008, Einf. KWG Rdn. 61.

on, aber auch des Bundesgesetzgebers immer noch nicht hinreichend beachtet. Die verbreitete Rede von den „Regulators“ verstellt auch hier den Blick für eine sorgfältige Analyse.

## **II. Verbesserung von Aufsicht und Kontrolle als Kern einer Neugestaltung**

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<sup>22</sup>. 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>23</sup>

Dabei muss es sich zunächst einmal um eine grundlegende Umgestaltung des *institutionellen Rahmens* für die Finanzmärkte handeln. 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.

Letztlich sind es die Regeln, die einer eingehenden Überprüfung und Neuausrichtung bedürfen. Das hat auch der Vorsitzende des Vorstandes der Deutschen Bank vor wenigen Tagen in einem Interview grundsätzlich anerkannt.<sup>24</sup> Nun ist aber in

<sup>22</sup> Oben Fn. 5.

<sup>23</sup> *International Monetary Fund* (Fn. 15), S. 84.

<sup>24</sup> *Der Spiegel*, 41/2009, S. 74.

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 Neubewertung auf tradierte Begriffe und klare Strukturen. Der Begriff „Regulierung“ sollte vermieden werden.

### **III. Die Rolle der Ratingagenturen**

Eine besonders wichtige Rolle für die Entstehung der Krise und ihren Verlauf haben die Ratingagenturen gespielt. 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 gegen sehr auskömmliche Bezahlung Beratungstätigkeit für ihre Auftraggeber aus. 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. Daneben ist noch zwischen vom Schuldner in Auftrag gegebenen und unbeauftragten Ratings zu unterscheiden.

#### *1. Das Versagen der Ratingagenturen*

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>25</sup> hat sich als grandiose Fehl-

<sup>25</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 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 LawQuarterly, vol. 82 (2004), S. 43

einschätzung erwiesen. Die Qualität der Ratings hat sich schließlich vielfach als indiskutabel herausgestellt. 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 durchaus Unternehmen und Wertpapiere zum gleichen Zeitpunkt gegeben hat, wo 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 und wenn sie *dieselbe* Spitzennote für ein (dubioses) „strukturiertes“ Produkt wie für Anleihen der Bundesrepublik Deutschland erteilen.

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

Andererseits ist aber keineswegs klar, dass die Institute, welche die hochkomplexen Papiere kreiert haben, diese Mechanismen zur bewussten Täuschung eingesetzt haben. Dafür waren sie selbst zu häufig auch Leidtragende. Entweder hatten sie diese innovativen, später toxischen Produkte wegen der Gewinnaussichten in

---

(74); *Deipenbrock*, Aktuelle Rechtsfragen zur Regulierung des Ratingwesens, WM 2005, S. 261 (262); *Eisen*, Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen, 2007, S. 370.

ihrem Bestand gehalten oder dafür Garantien übernommen. Das waren aber die Hauptgründe für das spätere Scheitern dieser Institute.

Objektiv haben die Agenturen aber mit ihren Bewertungen *entscheidend* dazu beigetragen, dass die gegenwärtige Krise dieses Ausmaß und diese Gefährlichkeit weltweit erlangen konnte. An dieser Einschätzung ändert sich auch nichts, wenn man berücksichtigt, dass in empirischen Studien früher eine hohe Korrelation zwischen Ratings und Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt wurde.<sup>26</sup>

### *2. 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. 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 ist wenig effizient, wenn jeder Gläubiger eines Unternehmens separat Informationen über die Zahlungsfähigkeit dieses Unternehmens und die Ausfallwahrscheinlichkeit von Forderungen sammelt. Es genügt, wenn dieses einmal geschieht und die übrigen Marktteilnehmer darauf zurückgreifen können. Allerdings muss diese Beurteilung unvoreingenommen, methodisch korrekt und konsistent sein. 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.

### *3. Die Verwischung von Verantwortlichkeiten*

Es kommt aber noch ein Weiteres hinzu: Die Ratingagenturen befriedigen auch das ganz persönliche Bedürfnis der Entscheidungsträger nach Absicherung. Lan-

<sup>26</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* (Fn. 25), S. 149.



ge 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>27</sup>

#### *4. Die juristische Problematik dynamischer Verweisung auf private Bewertungen*

Aus juristische Sicht ist besonders fragwürdig, dass die Bewertungen Eingang in Rechtsnormen gefunden haben (z.B. § 54 SolvV). Noten zu verteilen, ist jedem unbenommen. Das macht auch jeder Restaurantkritiker. Das juristische Problem besteht aber darin, dass der Gesetzgeber an diese Noten Rechtsfolgen geknüpft hat, die erhebliche kostenträchtige Auswirkungen haben.<sup>28</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. Dabei spielen Bonitätsstufen eine entscheidende Rolle, die sich aber ihrerseits an den Ratings „anerkannter“ Ratingagenturen<sup>29</sup> orientieren.<sup>30</sup> Unbeauftragte Ratings sind grundsätzlich bei der Bemess-

<sup>27</sup> Policy options to address the problem of excessive reliance on ratings, consultation document, July 31, 2008.

<sup>28</sup> Dazu bereits v.Randow (Fn. 26), S. 151 ff.; allgemein krit. zur Bezugnahme in Gesetzen auf „außerstaatliche Regelungen“ Sachs, in: ders., Grundgesetz-Kommentar, 5. Aufl. 2009, Art. 20 Rdn. 123a, mit ausführlichen Nachweisen für die weniger strenge Rechtsprechung.

<sup>29</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.

sung 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.

Derartige (dynamische) Verweisungen des Gesetzgebers auf Nichtnormen oder Bewertungen nichtstaatlicher Einrichtungen sind hochproblematisch, 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>31</sup>, mangels hinreichendem juristischem Sachverstand nicht klar.

### 5. Abhilfemöglichkeiten

Der Ruf nach Aufsicht und Kontrolle von Ratingagenturen ist nicht neu. Schon der ENRON-Skandal hat zu gesetzgeberischen Maßnahmen geführt.<sup>32</sup> Die im Kern juristischen Fragwürdigkeiten im Zusammenhang mit der Tätigkeit der Ratingagenturen lassen sich aber kaum mit der nun vielfach geforderten strengeren „Regulierung“ lösen. Schon im Hinblick auf die oligopolistische Struktur der Märkte,<sup>33</sup> auf denen die Ratingagenturen tätig werden, aber auch im Hinblick auf die Beson-

---

<sup>30</sup> Die entsprechenden Tabellen sind abgedruckt bei *Dürselen*, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 3. Aufl. 2008, SolvV § 54 Rdn. 2.

<sup>31</sup> Das Basel Committee on Banking Supervision ist keine Abteilung oder Einrichtung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel, obwohl sie das Committee logistisch unterstützt. Aber selbst die BIZ hat nur eine höchst mittelbare Grundlage im Völkerrecht. Sie ist als privatrechtliche 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 angefügt. 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>32</sup> Credit Agency Reform Act of 2006, US Stat. 1327, 1328; dazu *Haar*, Nachhaltige Ratingqualität durch Gewinnabschöpfung? – Zur Regulierung und Ihrer Implementierung im Ratingsektor, ZBB 2009, 177 (179).

<sup>33</sup> v. *Randow* (Fn. 26), S. 148; aber keine Korrelation mit dem Qualitätsniveau *Spencer*, Monopoly, Quality and Regulation, Bell Journal of Economics, vol. 6 (1975), S. 417 ff.

derheiten von Informationsökonomien,<sup>34</sup> die eine Vervielfältigung der Informationen, wenn sie kostenträchtig neutral 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, dürften ebenfalls verhindern, dass es effektiven Wettbewerb geben wird. Dabei ist nicht sicher, ob in diesem Fall mehr Wettbewerb heilsam wäre. Er könnte nicht zuletzt wegen der hohen spezifischen Investitionen ruinös werden („contestable competition“) und im Ergebnis zu einem „race to the bottom“ führen.<sup>35</sup>

Die zivilrechtliche Haftung führt zumindest gegenwärtig ebenfalls nicht weiter. Die Agenturen schließen in ihren Bedingungen jede Haftung aus. Die Rechtsprechung hat mangels Anspruchsgrundlage Ansprüche der nicht am Vertragsverhältnis beteiligten Nutzer der Informationen ebenfalls abgelehnt.

#### **IV. Die reale Bedeutung von Finanzmärkten und Finanzinstitutionen**

Alle 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 hinrei-

<sup>34</sup> Vgl. v. *Randow*, Rating und Wettbewerb, ZBB 1996, S. 85 (92 f.).

<sup>35</sup> *Hill* (Fn. 25), 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.

chender 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, 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. Als solcher 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. Das ist aber bei Gewinnbetrachtungen nur zu häufig geschehen.

Die Bedeutung funktionierender Finanz- und Kapitalmärkte für das Wachstum einer Wirtschaft soll damit in keiner Weise in Abrede gestellt werden. Doch darf dabei nicht außer Acht gelassen 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.

## **V. Prävention**

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 zu einem stabileren Finanzsystem führen. Es handelt sich vor allem um

- ein zwingender Selbstbehalt für die Schöpfer von strukturierten „Finanzprodukten“
- die Honorierung des (Spitzen-)Managements in der Finanzwirtschaft
- die Eigenkapitalquote
- 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>36</sup> Höhe und Struktur der Gehälter des Managements mögen eine zu hohe Risikoneigung hervorgerufen haben. Es besteht aber kein hinreichender Beleg, dass mit Obergrenzen oder der Orientierung am langfristigen Erfolg ein nennenswert anderes Verhalten zu sehen gewesen wäre. Hinzu kommt der Vertrieb vor Ort, der eine wichtige Rolle gespielt hat, aber politisch wesentlich weniger interessant ist. Die kleinen Bankangestellten oder Vermittler, fälschlich jetzt als „Bankberater“ tituliert, haben für erhebliches Mis-selling gesorgt. 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. Die Größe und Verknüpfung der Institute ist ein wichtiger Faktor. Aber selbst die Einführung von Obergrenzen kann nicht jede Instabilität ausschließen. Wenn viele kleine in dieselbe Richtung laufen, wie in der Savings- und Loan Krise in den USA, muss faktisch der Staat ebenfalls helfen.

Die Verstaatlichung der Banken mag als Augenblicksmaßnahme durchaus angezeigt sein und hat im In- und Ausland auch in erheblichem Umfang stattgefunden. Sie löst aber keineswegs das Problem. Neben den bekannten privaten Großban-

<sup>36</sup> Vgl. *Huertas* (Fn. 16), S. 5.

ken 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 keinen Sinn. In 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 nicht der (alleine) maßgebende Umstand für Schwierigkeiten oder Wohlergehen.

Sicher scheint jedenfalls zu sein, dass das Euro-System keiner grundlegenden Umgestaltung bedarf. Die EZB und der Euro haben sich hervorragend gehalten. Entgegen zahlreichen skeptischen Stimmen hat die einheitliche Währung maßgebend zur finanziellen Stabilisierung schwächerer Mitgliedsstaaten beigetragen.<sup>37</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>38</sup> Der zweite Teil der Aussage dürfte aber im Hinblick auf die gigantisch wachsende Staatsverschuldung<sup>39</sup> in Frage zu stellen sein, auch wenn den Deutschen insoweit oft zu viel Ängstlichkeit vorgeworfen wird.

Holzschnittartig möchte ich Ihnen nunmehr einige der Veränderungen nennen, die besonders dringlich erscheinen:

<sup>37</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>38</sup> Interview in: Der Standard vom 11. Oktober 2009.

<sup>39</sup> Für Deutschland werden Staatsverschuldungsquoten bis fast 100% des BIP prognostiziert, allerdings mit großen Unterschieden, je nachdem welche Annahmen über Wachstumsraten, Nominalzinsen und Erfolge bei der Einschränkung des Primärsaldos gemacht werden, vgl. *Boone*, Euro Theme, Fiscal exit strategy, no sweet medicine, in: Barclays Capital vom 25. September 2009.

## 1. Aufsichtsrecht als Sonderordnungsrecht

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>40</sup> müssen unterbunden werden.

Die Vorstellung, dass Aufsichtsregeln eine *Selbstordnung* („Selbstregulierung“) 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 Kodices 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.

## 2. 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

<sup>40</sup> In diesem Sinne *Junker*, Gewährleistungsaufsicht über Wertpapierdienstleistungsunternehmen, 2003, S. 68 („regulierte Selbstregulierung“), der dieses Ordnungsmodell nicht einmal mehr eindeutig dem öffentlichen Recht oder dem Privatrecht zuordnen mag (S. 273).

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>41</sup>, auch wenn das Bundesverfassungsgericht vor wenigen Tagen diese Umlage als zulässige Sonderabgabe hat passieren lassen.<sup>42</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 der Fachbeirat nach § 8 FinDAG seine Aufgabe als unabhängiges Beratungsgremium nicht erfüllt.

Ob die Krise mit einer zentralen Aufsicht anders vergelaufen 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 vereinbar 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. 108 EGV) und verfassungsrechtlich (Art. 88 Satz 2 GG) garantierte Unabhängigkeit entstehen, wenn diese Garantie nur für die Geldpolitik gewährt ist. Das ist allerdings umstritten. Es wird sich in jedem Fall um eine juristische Gratwanderung zwischen Demokratieprinzip und Unabhängigkeitgarantie handeln.

<sup>41</sup> Deziert für Verfassungswidrigkeit: *Ehlers/Achelpöhlner*, Die Finanzierung der Wirtschaftsaufsicht des Bundes durch Wirtschaftsunternehmen, NVwZ 1993, 1025 (1031), aber Gebührenerhebung für einzelne Amtshandlungen zulässig.

<sup>42</sup> BVerfG, 2 BvR 852/07 vom 16.9.2009.



### 3. 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 Vorschläge der de Larosière Gruppe, die im Oktober 2008 von der EU-Kommission eingesetzt worden war, enthielten insoweit zwei wesentliche Empfehlungen:

- Errichtung einer präventiv tätigen, institutsübergreifenden („macroprudential“) Aufsichtseinrichtung mit dem Namen „European Systemic Risk Council“ [ESRC]
- Umwandlung der bestehenden Ebene-3 Ausschüsse (3L3 committees)<sup>43</sup> in ein neues europäisches System von Finanzaufsicht [ESFS] mit hoheitlichen Funktionen.<sup>44</sup>

Im Kern hat die Kommission diese Vorschläge übernommen und entsprechende Gesetzgebungsinitiativen ergriffen. Allerdings sollen die Einrichtungen etwas andere Bezeichnungen haben. Die vorgeschlagene Struktur ist aber beibehalten worden. Auch ergibt sich aus den Verordnungsentwürfen eindeutig, dass die einzelnen Aufsichtseinrichtungen als Europäische Behörden („Authorities“) organisiert werden sollen.<sup>45</sup> Die lange Zeit sehr umstrittene Frage, ob das Risk Council tatsächlich der EZB angegliedert werden würde, ist ebenfalls dahingehend entschieden worden, dass diese nunmehr „European Systemic Risk Board“ genannte Ein-

<sup>43</sup> Committee of European Banking Supervisors (CEBS) (Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden), eingesetzt durch Beschluss der Kommission vom 5. November 2003, ABl. vom 7.1.2005, L 3/28; Committee of European Securities Regulators (CESR), eingesetzt durch Beschluss der Kommission vom 6. Juni 2001, ABl. v. 13.7.2001, L 191/45; Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS), eingesetzt durch Beschluss der Kommission vom 23. Januar 2001, ABl. v. 29.1.2001, L 25/28, ersetzt durch Beschluss der Kommission vom 29. Januar 2009, ABl. v. 29.1.2009, L 25/28. CEIOPS ist als juristische Person des privaten Rechts (eingetragener Verein) mit Sitz in Frankfurt am Main organisiert worden (Gründungsversammlung am 28. Mai 2004). Seine Mitglieder sind ausschließlich die nationalen Aufsichtsbehörden der Mitgliedsstaaten oder die Mitgliedsstaaten selbst, wenn diese Behörden keine Rechtsfähigkeit besitzen.

<sup>44</sup> Näher *Siekmann*, Die Schaffung von Einrichtungen der Finanzaufsicht auf EU-Ebene, Stellungnahme zu dem Vorschlag der Sachverständigengruppe unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière, Institute for Monetary and Financial Stability der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main, Working Paper Series No. 24 (2009).

<sup>45</sup> Oben Fn.6.

richtung mit der EZB verknüpft werden soll,<sup>46</sup> wenn auch nicht so eng, wie von der de Larosière Gruppe vorgeschlagen. Insgesamt hat die EU-Kommission die Vorschläge aber aufgegriffen und die notwendigen Schritte zu ihrer Aufnahme in das EU-Recht eingeleitet.

Juristische Fragen stellen sich vor allem im Hinblick auf die – wenn auch abgeschwächte – Einbindung der EZB, da das Primärrecht der EU in Art. 105 Abs. 5 und 6 EGV möglicherweise abschließend die Frage der Beteiligung der EZB bei der Finanzmarktaufsicht regelt. Die Übertragung von Aufgaben der Versicherungsaufsicht ist in Art. 105 Abs. 6 EGV ausdrücklich ausgeschlossen. Die Errichtung von Authorities durch sekundäres Gemeinschaftsrecht ist zwar in der Praxis recht weit verbreitet, stößt aber ebenfalls auf Bedenken, die mit dem Stichwort „Meroni Doktrin“<sup>47</sup> verbunden sind. Danach dürfen Einrichtungen mit Hoheitsbefugnissen möglicherweise nur durch Vertragsänderung oder -ergänzung errichtet werden, auch wenn der EuGH zuletzt eine großzügige Haltung eingenommen hat.<sup>48</sup>

<sup>46</sup> Art. 5 Nr. 5, Art. 6 Nr. 1 a des proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Community macro prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, COM(2009) 499 final; proposal for a Council decision entrusting the European Central Bank with specific tasks concerning the functioning of the European Systemic Risk Board, COM(2009) 500 final.

<sup>47</sup> Der EuGH hat in seiner „Meroni“-Rechtsprechung (EuGH Urteil vom 13.06.1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, 11) 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 13.06.1958, 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, EuGH Urteil vom 13.06.1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, 11 (44), bezogen auf die Hohe Behörde. Der Anspruch auf gerichtlichen Rechtsschutz darf durch die Übertragung von Aufgaben auf nachgeordnete Stellen nicht verletzt werden, EuGH Urteil vom 13. Juni 1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, S. 16 (44). Die Übertragungsentscheidung muss ausdrücklich erfolgen, EuGH Urteil vom 13.06.1958, Rs. 9/56, Slg. 1958, 11 (15, 42).

<sup>48</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, Rdn. 44, Slg. I (2006), 3771 (3806); abl. *Ohler*, Anmerkung zum

#### *4. Reduktion der Komplexität*

Wesentliche 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. 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>49</sup>.

Auch wenn die Grundidee von Basel II einleuchtet, die Orientierung der Eigenkapitalerfordernisse an dem individuellen Risiko des Schuldners, ist ihre praktische Umsetzung in den genannten Regelwerken problematisch und hat zu gefährlichen Ergebnissen geführt. Eine Rückkehr zu einfachen, theoretisch weniger eleganten Regeln, wie Basel I, ist zu erwägen.

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.

#### *5. Anteil der Fremdfinanzierung („leverage“)*

Materielle Regeln über das Ausmaß der Fremdfinanzierung von Finanzinstitutionen sind angezeigt. Sie verringern zwar die Eigenkapitalrentabilität, erhöhen aber

---

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 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, Rdn. 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, Rdn. 45 Slg. I (2006), 3771 (3806).

den Sicherheitspuffer in der Krise. Allerdings hätte auch ein deutlich höheres Eigenkapital zahlreiche der in Schwierigkeiten geratenen Banken nicht vor der drohenden Illiquidität oder der Insolvenz geschützt. Das Problem des „atmenden“ Eigenkapitals ist zu lösen.

### *6. Erfassung von Risiken*

Die Fristenkongruenz 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.

Entsprechendes gilt für die Bewertung der Aktiva und das Verbot von gefahrneigten 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 Unterlegung mit Eigenkapital statt Verbote ist zu erwägen.

### *7. Implizite Garantien für das Überleben von großen Instituten*

Größenbeschränkungen sind erforderlich, damit sich das Management nicht auf eine implizite Staatsgarantie verlassen kann. Eine Bank soll nicht „too big to fail“ sein. Ob neue Regeln über eine „geordnete“ Insolvenz von Banken erforderlich sind, ist eher ungewiss. Auch sie hätten vermutlich wenig am Verlauf der Krise geändert. Aus Sicht der Politik sind sie aber wohl so wichtig, dass wieder einmal, wie bei den Finanzmarktstabilisierungsgesetzen Anwaltskanzleien mit der Ausarbeitung von Gesetzentwürfen beauftragt worden sind. Möglicherweise sind aber (neue) explizite Garantien vorzuziehen, da für diese eine risikoadjustierte Prämie verlangt werden kann. Auch lassen sich strengere Transparenz und Aufsichtsmöglichkeiten damit rechtfertigen.

---

<sup>49</sup> BVerfGE 14, 13 (16); 17, 306 (314); 47, 239 (247); 103, 21 (33).

## 8. Zulassungsverfahren für Verbriefungen

Eine weitere wesentliche Ursache für Entstehung und Verlauf der Krise ist die Intransparenz der Verbriefungen. Im Extremfall ist hier an ein staatliches Zulassungsverfahren zu denken, zumindest soweit ein Vertrieb an Personen außerhalb des Finanzsektors erfolgen soll. Für Produkte außerhalb des Finanzsektors, die eine Gefahr für die öffentliche Sicherheit darstellen können, ist das kein Problem. Entsprechendes sollte auch für „Finanzprodukte“ gelten, wenn sie zu einem vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems führen können. Entsprechendes mag auch aus Verbraucherschutzgründen gelten. Auch zugelassene Arzneimittel oder Chemikalien sind beispielsweise nicht für jedermann frei verkäuflich.

Ob aber ein derartiger zusätzlicher Schutz der Investoren ausreicht, um Systemstabilität zu garantieren, ist aber fraglich, da nahezu alle Banken, welche in Schwierigkeiten geraten sind, entweder noch von ihnen selbst geschaffene Wertpapiere im Portfolio hatten oder dafür Garantien übernommen hatten. Sie haben selbst an die überdurchschnittlichen Gewinnmöglichkeiten der von ihnen geschaffenen Papiere geglaubt. Sie sind also auch Opfer, da sie an die Bewertungen der Ratingagenturen geglaubt haben.

## 9. 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. Eine denkbare Möglichkeit wäre die Errichtung absolut neutraler, öffentlich-rechtliche Einrichtungen. Dahin ging der Vorschlag des EU-Binnenmarktkommissars *McCreevy*.<sup>50</sup> Dabei war aber eine Finanzierung aus öffentlichen Mitteln noch ausgeklammert. Sie dürfte aber der entscheidende Punkt sein.

<sup>50</sup> Börsen-Zeitung vom 13.11.2008, S. 3.

Ob die Vorgabe eines Mindestqualitätsniveaus<sup>51</sup> und eine daran geknüpfte Gewinnabschöpfung<sup>52</sup> weiter helfen würde, dürfte schon aus praktischen Gründen zu bezweifeln sein.

### *10. Entscheidungen und Entscheidungsträger*

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

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 durchsetzen 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 Persönlich-

<sup>51</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>52</sup> *Haar* (Fn. 32), S. 187

keitsmerkmale, die sehr selten sind, aber 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 Institutionen sowie der Ausbildung und Auswahl von Führungspersonal. Hier dürften entscheidende Schwächen bestehen. Kurzfristig könnte hier allenfalls ein Verbot ganzer Kategorien von Geschäften helfen, die sich nur marginal von reinem Glücksspiel unterscheiden.

### **Schlussbemerkung**

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 Einbeziehung des menschlichen Verhaltens und der Persönlichkeitsstruktur der maßgebenden Personen in den Finanzinstitutionen

## **Abstract**

The article is focussed on the discussion of measures which are appropriate to prevent a crisis of the kind we are experiencing at the moment. It assumes the necessity of a fundamental reorganization of the financial sector but refrains from getting lost in the almost unlimited details. That is the main reason why it takes a bird's eye view on the development and its causes.

After outlining some of the activities on the global, European, and national level it pleads for a more in depth analysis and less hasty actions because for the preventive measures a sufficient amount of time is available. Starting from the observation that at the origin of the crisis there has been a threefold failure, a failure of the economic sciences, a failure of the markets, and a failure of government and law, the analysis concentrates on the third type of failure discarding two major factors: monetary policy and mis-selling of financial products to end users. Following this approach a major finding is the total failure of the regulatory framework. Thousands of rules did not serve their purpose. They did not prevent a crisis of the type we are experiencing right now but that is what they were made for. Furthermore, it was not some specific clauses which did not fulfil their objective. It was the system as a whole which did not function properly. Deficiencies in executing the law might also have been an important factor but the design of the rules appears to be crucial.

The sense for the importance of binding legal norms in contrast to all the guidelines, codices, generally accepted good practice, accords, self-regulation, and the like was lost, most important among non-lawyers. Another main issue is the role of rating agencies. Their failure is apparent as well. Without their malfunction securitization could not have evolved into creating "toxic" assets bringing the whole financial system almost to a meltdown.

Another crucial point is the recollection of the true significance of finance and the financial sector of the economy. It has to be recalled that financial market and fi-



financial products are not an end in themselves. Their real function is to provide human beings with instruments to fulfil their ultimate wants. That has to be constantly reminded.

Prevention should follow these guidelines:

- re-establishing financial supervision as an exercise of police power of the state
- organizing oversight and control on an international level
- reduction of complexity, number and size of supervisory legal rules
- reduction of complexity of financial products with the possible inclusion of an admission procedure for financial products
- overhaul of rating practice with no reliance on private rating agencies in the regulatory and supervisory process
- consideration of the human factor in the decision-making procedures

## 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