

# Rechtspolitisches Forum

## Legal Policy Forum

---

50

Klaus J. Hopt

Auf dem Weg zu einer  
neuen europäischen und  
internationalen Finanzmarktarchitektur

Das Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier hat die wissenschaftliche Forschung und Beratung auf Gebieten der Rechtspolitik sowie die systematische Erfassung wesentlicher rechtspolitischer Themen im In- und Ausland zur Aufgabe. Es wurde im Januar 2000 gegründet.

Das *Rechtspolitische Forum* veröffentlicht Ansätze und Ergebnisse national wie international orientierter rechtspolitischer Forschung und mag als Quelle für weitere Anregungen und Entwicklungen auf diesem Gebiet dienen. Die in den Beiträgen enthaltenen Darstellungen und Ansichten sind solche des Verfassers und entsprechen nicht notwendig Ansichten des Instituts für Rechtspolitik.

Vom 23.-25.9.2009 sind die wichtigsten Entscheidungen für die europäische und internationale Finanzmarktarchitektur seit langem gefallen. Die Europäische Kommission hat Vorschläge für die Bildung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) und eines Europäischen Systems für die Finanzaufsicht (ESFS) vorgelegt und die G-20-Staaten haben sich in Pittsburgh auf neue internationale Regeln für die Finanzmärkte geeinigt. Der Autor nimmt in seinem Beitrag eine erste kritische Beurteilung dieser Vorschläge vor.

Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult., MCJ (NYU) Klaus J. Hopt war von 1995 bis 2008 Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg. Zuvor war er als ordentlicher Professor an der Universität München, der Universität Bern, der Europa-Univ. Florenz sowie an der Universität Tübingen tätig. Seit 1975 ist er Mitglied der Intern. Faculty for Corporate and Capital Market Law. 2001-2002 war der Autor Mitglied der siebenköpfigen High Level Group of Company Law Experts zur Vorbereitung des Aktionsplans der Europäischen Kommission in Brüssel, von 2002-2007 Mitglied des Übernahmerats bei der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Seit 2002 gehört er der Börsensachverständigenkommission an. Seine Tätigkeiten wurden mit mehreren Ehrendokortiteln, u.a. von der Univ. Libre de Bruxelles, der Univ. Paris Descartes sowie der Nationale und Kapodistria Univ. von Athen gewürdigt. 2009 wurde ihm das Bundesverdienstkreuz I. Klasse verliehen.

# AUF DEM WEG ZU EINER NEUEN EUROPÄISCHEN UND INTERNATIONALEN FINANZMARKTARCHITEKTUR

PROFESSOR DR. DR. KLAUS J. HOPT, HAMBURG\*

Vom 23.-25.9.2009 sind die wichtigsten Entscheidungen für die europäische und internationale Finanzmarktarchitektur seit langem gefallen. Die Europäische Kommission hat Vorschläge für die Bildung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) und eines Europäischen Systems für die Finanzaufsicht (ESFS) vorgelegt und die G-20-Staaten haben sich in Pittsburgh auf neue internationale Regeln für die Finanzmärkte geeinigt. Beabsichtigt ist eine Sichtung und eine erste kritische Betrachtung dieser Vorschläge.

## *I. Erfahrungen mit Finanzkrisen*

Finanzkrisen sind in der Wirtschafts- und Finanzgeschichte nichts Neues, auch wenn sie jedesmal als ganz neu empfunden werden und tatsächlich jeweils neue Lücken und Regelungsprobleme aufzeigen<sup>1</sup>. Über die Ursachen unserer Finanzkrise wissen wir mittlerweile gut Bescheid<sup>2</sup>, es ist sicher nicht primär die Vergütungs-

---

\* Der Autor ist Professor und (em.) Direktor, Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, Hamburg, und Mitglied der Börsensachverständigenkommission. Der Aufsatz geht auf Vorträge beim Bayerischen Finanzgipfel München und an der Universität Trier am 3. und 16.11.2009 zurück.

1 *Möschel*, Das Wirtschaftsrecht der Banken, Frankfurt 1972; *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken, München 1975, S. 15 ff., 39 ff.; zum Streit um die Ursachen der Bankenkrise von 1931 *Burhop*, Banking and Financial Crises in 19th and 20th Century Germany, in: Die internationale Finanzkrise: Was an ihr ist neu, was alt? Worauf muss in Zukunft geachtet werden? 31. Symposium des Instituts für bankhistorische Forschung, Bankhistorisches Archiv, Beiheft 47, Stuttgart 2009.

2 Ausführliche *Chronologie* in *BIZ*, 79. Jahresbericht 1.4.2008-31.3.2009, Basel 29.6.2009, S. 21. Unter der Vielzahl von *Berichten über die Finanzkrise*, z. B. *Basel Committee on Banking Supervision*, Consultative Document, Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group, September 2009; *de Larosièrè-Report: The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Report, Brussels, 25.2.2009; *Department of the Treasury*, Financial

frage, die nur aus politischen Gründen so in den Vordergrund gespielt worden ist<sup>3</sup>. Wenn wir mit der ökonomischen Theorie Aufsicht (*supervision*)<sup>4</sup> und Regulierung im engeren Sinn (*regulation*) unterscheiden, ist es vielmehr das unglückliche Zusammentreffen

---

Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, New York, 17.6.2009; *Financial Services Authority (FSA), A Regulatory Response to the Global Banking Crisis (Turner-Review)*, London 18.3.2009; *Financial Stability Board (FSB), Improving Financial Regulation, Report to G20 Leaders*, 25.9.2009; *Financial Stability Board (FSB), Overview of Progress in Implementing the London Summit Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report to G20 Leaders*, 25.9.2009; *Financial Stability Forum (FSF), Enhancing Market and Institutional Resilience (Draghi-Report)*, 7.4.2008; *Group of Twenty (G20), Declaration on Strengthening the Financial System*, Washington 2.4.2009; *Group of Thirty (G30)-Report: Financial Reform: A Framework for Financial Stability (Volcker-Report)*, 15.1.2009; *IIF Report: Final Report of the Institute of International Finance, Committee on Market Best Practices, Principles of Conduct and Best Practice Recommendations*, 17.7.2008; *Ricol-Report: Report on the Financial Crisis*, Paris 2.9.2008; *Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/09*, Paderborn 2008, unter IV; *Warwick Commission Report*, London 27.11.2009, vgl. *Häring*, Handelsblatt 26.11.2009, Nr. 229, S. 18. Aus der vielfältigen *Literatur* z. B. *Avgouleas*, The Global Financial Crisis, Behavioral Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy, J. Corp. L. St. 9 (2009), 23; Bayerischer Finanzgipfel, Neuausrichtung der Regulierung – Lehren aus der Finanzkrise, München 3.11.2009; 63. Deutscher Betriebswirtschaftler-Tag, Frankfurt, September 2009; *Coffee*, What Went Wrong? An Initial Inquiry into the Cause of the 2008 Financial Crisis, J. Corp. L. St. 9 (2009), 1; *Emmenegger*, Hrsg., Cross-Border Banking, Basel 2009; *Garcia*, Ignoring the lessons for effective prudential supervision:..., J. of Financial Regulation and Compliance 17 (2009), 186; *Goodhart*, The Regulatory Response to the Financial Crisis, Elgar 2009; *Hellwig*, Systemic Risk in the Financial Sector, an Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, Jelle Zijlstra Lecture, Wassenaar 2008; *Möschel*, Finanzkrise und Marktwirtschaft, WuW 58 (2008), 1283; The Financial Crisis of 2007–2009: Causes and Remedies, in: *New York University Salomon Center, Financial Markets, Institutions & Instruments*, 18 (2009) No. 2; *Sinn*, Kasinokapitalismus, 2. Aufl., Berlin 2009; *Wymeersch*, Vortrag in Den Haag, 2.10.2009.

<sup>3</sup> Für Deutschland VorstAG, *Arnold*, AG 2009, 717; so aber auch in vielen anderen Ländern, auch Pittsburgh summit (unten III 3). Zum Vergütungsproblem *Bebchuk/Fried*, Pay without Performance, Cambridge US/London 2004; zum Say on Pay *Fleischer*, AG 2009, 677.

<sup>4</sup> Unterteilung in rule-making structure und supervision bei *Moloney*, EC Securities Regulation, 2d ed., Oxford 2008, S. 1009 ff., 1102 ff.

eines ganzen Bündels von insgesamt systemisch wirkenden Aufsichts- und Regulierungsdefiziten.

In der Reformdiskussion gilt es vorab, *drei Erfahrungen mit Finanzkrisen* zu beherzigen: 1) So zynisch das für die Betroffenen klingt: Jede Krise ist auch eine Chance, nämlich neu zu lernen und Altes zu verbessern. Never waste a crisis, heißt es. 2) Der Gesetzgeber kommt bei solchen Krisen regelmäßig zu spät und droht dann überzureagieren. Es gibt Regulierungszyklen: Missstand – Regulierung – Deregulierung – Missstand – noch mehr Regulierung. Es geht jedoch nicht um Regulierungsdichte, sondern um die Schließung von Regulierungslücken und um die Zeit nach der Krise, in der die „invisible hands“ der Märkte (unter vernünftigen staatlichen Rahmenbedingungen, sog. Spielregeln<sup>5</sup>) klüger sind als der Staat. 3) Aufsicht und Regulierung müssen den Märkten folgen, nicht umgekehrt, und diese sind heute europäisch und international. Im Terminus des Bauhauses: (Legal) form follows function. Europäisch agierende Finanzinstitute können nicht mehr rein national beaufsichtigt und reguliert werden. Sonst ist „Regulierungsdumping“ die Folge. Oder, festgemacht am Bankinsolvenzrecht: „Today banks act globally, but die nationally.“ Das ist dysfunktional. Denn selbst wenn die Informationsprobleme und Zuständigkeitsbegrenzungen gelöst wären, wird sich bei grenzüberschreitend tätigen Finanzdienstleistern eine nationale Aufsicht tendenziell nur oder doch primär an den im Inland eingegangenen Risiken und deren Auswirkungen auf das Inland orientieren, während doch die Gesamtstabilität des Finanzsystems wichtig ist.

## *II. Nationale Finanzmarktregulierung im Umbruch*

### *1. Finanzmarktarchitektur in Deutschland*

a) Die Finanzmarktarchitektur in Deutschland ist bekanntlich hoch kontrovers und in Reform begriffen<sup>6</sup>. Derzeit besteht noch ein dua-

---

<sup>5</sup> Zu Unternehmen zwischen Staat und Markt und zur Regulierungstheorie *Picot*, zfbf 2009, 655.

<sup>6</sup> Zu den deutschen Krisengesetzen FMStG, FMStErgG u. a. *Hopt/Fleckner/Kumpan/Steffek*, WM 2009, 821; *Marotzke*, JZ 2009, 763.

listisches Aufsichtssystem (twin peaks-Modell) durch die *Deutsche Bundesbank* und die *BaFin*. Diese ist ihrerseits erst seit 2007 nach dem integrierten Dreisäulenmodell (Bankaufsicht, Kapitalmarktaufsicht, Versicherungsaufsicht) organisiert, vorher gab es sektorale Aufsichtsämter<sup>8</sup>. Dass es vor und während der Finanzkrise objektiv Versäumnisse der Aufsicht gab, ist kaum zu bestreiten; fraglich kann nur sein, ob mehr vorhersehbar gewesen wäre und ob die Kompetenzen ausgereicht hätten. Die Lehren, die die Politik daraus über die Kompetenzerweiterung hinaus<sup>9</sup> strukturell ziehen möchte, sind bekanntlich diametral unterschiedlich. Wäre es bei der großen Koalition geblieben, hätte man es grundsätzlich bei der bestehenden Zweiteilung zwischen Bundesbank und BaFin und der Betrauung der letzteren auch mit der Bankaufsicht belassen und nur die Kompetenzen der BaFin erweitert. Die neue Regierung hat sich im Koalitionsvertrag demgegenüber darauf geeinigt, die Bankaufsicht bei der Bundesbank zu bündeln, aber so, dass ihre Unabhängigkeit unangetastet bleibt. Das Bundesfinanzministerium soll jedoch bei Schließung einer Bank oder Tätigkeitsverboten gegenüber Inhabern oder Geschäftsleitern ein Widerspruchsrecht erhalten. Ob auch die Versicherungsaufsicht der Bundesbank zugeschlagen werden soll, ist umstritten. Insgesamt will die Koalitionsregierung „für eine effektivere und stringendere Regulierung und Aufsicht national und international sorgen“ und sich für eine „Vereinheitlichung der Aufsichts- und Prüfungsstandards in der Gemeinschaft“ einsetzen, aber „(d)ie nationalen Kompetenzen und das Etatrecht bleiben unberührt“<sup>10</sup>.

b) Was zunächst die *Beurteilung* der Mitübertragung der Versicherungsaufsicht angeht, ergeben sich Bedenken wegen der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Risiken der beiden Sektoren sowie wegen möglicher Interessenkonflikte, falls Bankkrisen auch auf Kosten der Versicherungsbranche bewältigt werden. Auf der

---

7 FinDAG 1.5.2002, vorher BAWe und BAV.

8 BAKred, BAV, BAWe.

9 Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und der Versicherungsaufsicht vom 29.7.2009 BGBl. 2305, z. B. § 10 I b KWG (Eigenkapitalpuffer ua), § 25a I 3 (Risikomanagement), § 36 III KWG (Abberufung); *Fischer/Leppen*, BB 2009, 962.

10 Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP unter 5. Faire Regeln für die Wirtschaft, Unterabschnitt: Finanzmärkte (S. 44-46/124 des Dokuments). Näher unten III 1.

anderen Seite empfiehlt sich jedenfalls eine gewisse Integration insoweit, als sich beide Sektoren teilweise überlappen, etwa bei den Finanzkonglomeraten<sup>11</sup> oder dem wechselseitigen Produktabsatz.

Allgemeiner ist aus rechts- und wirtschaftspolitischer Sicht festzuhalten, dass es keine gesicherten Erkenntnisse zum Vorrang eines der drei Grundmodelle gibt: also 1) Konzentration der Finanzaufsicht bei der Zentralbank, nicht bei einer eigenen Aufsichtsbehörde, 2) duales Modell mit Zentralbank und einer eigenen, mit der Bankaufsicht betrauten Aufsichtsbehörde wie derzeit und 3) integriertes Dreisäulenmodell mit einer einzigen Aufsichtsbehörde oder Auffächerung in zwei oder drei sektorale Aufsichtsbehörden<sup>12</sup>. Vielmehr hängt vieles von der Ausgestaltung im Einzelnen ab, bei der Übertragung der Bankaufsicht auf die Zentralbank etwa, wie sicher gestellt werden kann, dass diese wirklich unabhängig bleibt und dass Fehlgriffe bei der Aufsicht in großen Krisen nicht ihre Reputation beschädigen. Die Wahl zwischen diesen Grundmodellen ist im Wesentlichen eine politische oder im Fachterminus pfadabhängige Entscheidung, bei der ganz heterogene, um nicht zu sagen sachfremde Überlegungen eine Rolle spielen können. Das zeigt sich etwa an der in Deutschland bereits abgegebenen Standortgarantie. Noch aufschlussreicher ist dazu der Blick nach Europa.

## 2. Finanzmarktarchitektur in Europa

a) Die Finanzmarktarchitektur in Europa und der Welt ist höchst unterschiedlich, eben pfadabhängig<sup>13</sup>. In Deutschland blickt man

---

<sup>11</sup> Deshalb bereits EG-Richtlinie über Finanzkonglomerate vom 16.12.2002, ABIEG L 35/1 11.2.2003.

<sup>12</sup> Grundlegend *Wymeersch*, *The Structure of Financial Supervision in Europe: About Single Financial Supervisors, Twin Peaks and Multiple Financial Supervisors*, EBOR 8 (2007), 237; *Masciandaro/Quintyn*, *Designing Financial Supervision Institutions*, Elgar 2007.

<sup>13</sup> *Masciandaro/Quintyn*, *Regulating the Regulators: The Changing Face of Financial Supervision Architectures before and after the Crisis*, *European Company Law* 6 (2009), 187. Kurze Berichte in RIW über Großbritannien *Terlau*, RIW 2009, 54, Frankreich *Dammann/Samol* RIW 2009, 57, Österreich *Inwinkl* RIW 2009, 60, USA *Flägel/Smith* RIW 2009, 51 und Japan *Kaiser* RIW 2009, 66.

in erster Linie nach *Großbritannien*, das den ersten Finanzplatz in Europa – weit vor Paris und Frankfurt – hat und vor der Krise zeitweilig New York herausgefordert und in manchen Aktien- und Finanzrechtsfragen für Kontinentaleuropa Modellcharakter gewonnen hat, so etwa zur corporate governance, zur Aufsichtsratsreform, zur self-regulation und Kodexbewegung und ursprünglich auch zum Übernahmerecht<sup>14</sup>. In Großbritannien hat nach Versäumnissen der Bank of England die Labour-Regierung 1997 die Financial Services Authority (FSA) neu geschaffen und dieser die Bankaufsicht übertragen, dafür aber der Bank of England die Unabhängigkeit gewährt. Dieses duale Modell – andere sprechen von einem tripartite system der Bank of England, der FSA und des Finanzministeriums – mit einer separaten Allfinanzaufsichtsbehörde hat übrigens 2002 für die deutsche BaFin Pate gestanden.

Heute stellt sich die politische Reformdiskussion aufgrund der Finanzkrise in England<sup>15</sup> ähnlich dar wie bei uns: Labour will die FSA stärken. Aber die Konservativen, die aller Voraussicht nach 2010 die Regierung übernehmen werden, wollen die Bankaufsicht wieder der Bank of England übertragen und die FSA im Wesentlichen zu einer Finanzbehörde für Produktqualität und einer Art Verbraucherschutzamt machen. Unabhängig davon bringt der Draft Banking Bill eine weitreichende Regulierungsreform<sup>16</sup>. Dabei zeigen sich gegensätzliche Bewegungen ab. Einerseits weist man alle Reformen zurück, insbesondere europäische, die den Finanzplatz London und die heimische Aufsicht tangieren könnten. Andererseits denkt man über so unkonventionelle Reformschritte nach wie verschiedene Modelle der Separierung des Kredit- und Investmentgeschäfts<sup>17</sup> bis hin zu einem neuen englischen Glass-

---

14 Board-Reform, shareholder say on pay, self-regulation mit dem Combined Code, antifrustration rule usw. Bei all dem zu beachten ist aber die ganz unterschiedliche Aktionärsstruktur, die in Großbritannien durch das international einzigartige Vorherrschen von institutionellen Investoren geprägt ist. Vgl. dazu *Hopt*, American Corporate Governance Indices as Seen from a European Perspective, U. Pa. L. Rev. PENNumbra 159 (2009) 27.

15 Vgl. Turner Report und Warwick Commission Report (o. Fußn. 2).

16 Draft Banking Act 2009, kurze Übersicht in Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, April 2009, S. 179; zuvor schon *Walker Report* (o. Fußn. 2).

17 Zuerst *King*, Gouverneur der Bank of England, FAZ 22.8.2009, Nr. 245, S. 21; sofort anschließend FSA: London forciert Diskussion um Spaltung von Banken,

Steagall-Act, auch wenn es zu Letzterem gewiss nicht kommen wird. Aber dass an einer besseren, und zwar stärkeren Aufsicht und Regulierung durchaus ein Interesse des eigenen Finanzplatzes bestehen kann, wusste man in Großbritannien schon beim Erlass des Financial Services Act.

b) In *Frankreich* ist die Bankaufsicht seit eh und je bei der Notenbank Banque de France angesiedelt. Sie wird durch die Commission des banques unter deren Aufsicht ausgeübt, auch das Sekretariat dieser Kommission ist bei der Banque de France. Demgegenüber übt die Autorité des marchés financiers (AMF, die frühere Commission des Opérations de Bourse) die Aufsicht über die börsennotierten Gesellschaften und Fondsprodukte, also die Kapitalmarktaufsicht, aus<sup>18</sup>. Als Folge der Finanzkrise sieht in Frankreich ein Reformvorschlag<sup>19</sup> nicht nur personelle und organisatorische Verbesserungen vor, sondern auch eine Bündelung der verschiedenen anderen Finanzaufsichten, namentlich der Versicherungsaufsicht, allerdings unter dem Schirm der Banque de France. Die Versicherungswirtschaft wehrt sich dagegen heftig.

c) Auch in der *Schweiz* ist es zu einer Neugliederung gekommen, die indes bereits seit 10 Jahren vorbereitet und schon 2008, also noch vor der Krise, gesetzlich festgelegt worden ist<sup>20</sup>. Die neue Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) teilt sich ihre Aufgabe mit der Schweizerischen Nationalbank. Diese kontrolliert den Finanzplatz als Ganzen, die FINMA die einzelnen Institute. Die FINMA beaufsichtigt den Finanzmarkt nach den verschiedenen Finanzmarktgesetzen (Bankengesetz, Börsengesetz, Versicherungsvertrags- und -aufsichtsgesetze, Kollektivanlagengesetz

---

FAZ 23.10.2009, Nr. 246, S. 22, und FSA will Banken zurechtstutzen, FAZ 23.10. 2009, Nr. 246, S. 21 mit verschiedenen Modellen, also nicht einfach nur Wiederbelebung des US-amerikanischen Glass-Steagall Act-Modells. Denkbar wären z. B. unterschiedliche Eigenkapitalanforderungen an das Kunden- und das Eigengeschäft.

18 *Cozian/Viandier/Deboissy*, Droit des sociétés, 22e éd., Paris 2009, Rn. 988 ff.

19 Dazu *Ricol-Report* (o. Fußn. 2).

20 Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22.6.2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz/FINMAG; SR 956.1); *Zufferey/Contratto*, FINMA, The Swiss Financial Market Supervisory Authority, Basel 2009. Auch *Affolter*, Aufsicht über international tätige Finanzgruppen: Konsequenzen für die Bank, in Emmenegger (o. Fußn. 2), S. 131.

u. a.). Es handelt sich also um eine echte, vollintegrierte Finanzmarktaufsicht. Die Aufsichtsziele sind gleichermaßen Gläubiger-, Anleger- und Versichertenschutz und Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte<sup>21</sup>. Ein eigener Abschnitt regelt die Zusammenarbeit mit ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden<sup>22</sup>. Das schweizerische Gesetz ist mit das jüngste und fortgeschrittenste Aufsichtsgesetz. In der Finanzkrise hat sich aber gezeigt, dass das Krisenmanagement letztlich doch bei der Notenbank liegen muss. Die Schweizerische Nationalbank hat sich deshalb bei der Kontrolle der Großbanken UBS und Credit Suisse eingeschaltet und beruft sich dafür auf ihre Aufgabe, für die Stabilität des Finanzsystems zu sorgen.

d) Demgegenüber ist die Aufsicht in den USA seit jeher aufgesplittert auf die Notenbank Federal Reserve (große Bankholdinggesellschaften), das Office of the Comptroller of the Currency des Finanzministeriums (nationale Banken), das Office of Thrift Supervision (Sparkassen), die SEC (Investmentbanken), die CFTC (Terminmarkt), die FDIC (Einlagensicherung), die Versicherungsaufsichten u. a. Zwar ist als Folge der Finanzkrise nunmehr ein zaghafter Schritt zu mehr Bündelung geplant. So soll ein neuer Financial Services Oversight Council dafür sorgen, dass die Aufsichten systemische Risiken erkennen und besser zusammenarbeiten. Damit soll die Federal Reserve die Oberaufsicht über stabilitätsrelevante Finanzmarktinstitutionen erhalten<sup>23</sup>. Aber eine wirkliche Zusammenlegung ist nicht in Sicht. Im Gegenteil soll eine neue eigene Verbraucherschutzbehörde für Finanzprodukte geschaffen werden. Diese Zersplitterung war seit jeher die crux der amerikanischen Aufsicht und ist nicht nachahmenswert. Dagegen findet derzeit eine weitreichende Verschärfung der Regulierung der Finanzmärkte und ihrer Akteure statt, die auch international beach-

---

21 Art. 5 FINMAG.

22 Art. 42, 43 FINMAG über Amtshilfe und grenzüberschreitende Prüfungen.

23 Fed erhält mehr Macht, Handelsblatt 16.6.2009, Nr. 112, S. 22; vgl. auch *Kaiser RIW* 2009, 66; *Martin/Saba/Alogna*, European Responses to the Financial Crisis, *Forum Financier/Droit Bancaire et Financier* 2009/IV, 187 (208 ff.).

tenswert ist. Das Department of Treasury hat dazu im Juni 2009 eine eindrucksvolle Blaupause vorgelegt<sup>24</sup>.

### 3. Internationale Finanzmarktarchitektur

a) Eine eigentlich *europäische* Finanzmarktaufsicht im Unterschied zu einer ganzen Reihe europäisch vorgegebener Regulierungsmaßnahmen gibt es derzeit noch nicht. Gefordert wird sie allerdings schon seit langem, sowohl von wissenschaftlicher Seite als auch – zumal unter dem Eindruck der Erweiterung der Europäischen Union und zuletzt der Krise – aus der Bank- und Unternehmenspraxis<sup>25</sup>. Eine Untersuchung hat ergeben, dass eine Mehrheit der befragten Unternehmen in Kontinentaleuropa eine europäische Finanzmarktaufsicht befürwortet<sup>26</sup>. Die Europäische Kommission hat dazu jüngst ein umfangreiches Legislativpaket vorgelegt, das unter II ausführlich dargestellt werden soll. Eine wirklich europäische Finanzmarktaufsicht wird damit aber, selbst wenn die Vorschläge so durchkommen wie vorgeschlagen, nicht etabliert. Erhebliche Eigeninteressen stehen dagegen, wie gesagt vor allem in Großbritannien, das um seinen Finanzplatz London fürchtet<sup>27</sup>, aber auch in Deutschland und einigen anderen, auch kleineren Mitgliedstaaten. Bedenken gegen mehr Zentralisierung und Europäisierung werden aber auch von Teilen der Wirtschaftswissenschaft vorgebracht<sup>28</sup>. Man prognostiziert als ihre Folgen eine Reduzierung des regulatorischen Wettbewerbs, eine geringere demokratische Kontrolle und eine größere Interessentenabhängigkeit der europäischen Organe.

---

<sup>24</sup> *Department of the Treasury*, 17.6.2009 (o. Fußn. 2); *Lybecker*, The Prospects for Financial Reform in the US in Light of the Current Financial Crisis, *European Company Law* 6 (2009), 203.

<sup>25</sup> *Schulz*, Der steinige Weg zu einer internationalen Bankenaufsicht, *FAZ* 26.5.2009, Nr. 120, S. 23; auch unten II 2 e. Vgl. dazu *Hertig*, Regulatory Competition for EU Financial Services, *J. Int. Econ. L.* 2000, 349.

<sup>26</sup> *Allen & Overy*, The Future Direction of Global Financial Regulation, 12.11.2008; auch CFS-Umfrage in Frankfurt: Mehrheit für einheitliche Aufsicht, *FAZ* 17.7.2009, Nr. 163, S. 23.

<sup>27</sup> Ebenda S. 6.

<sup>28</sup> Vgl. allgemeiner *R. Vaubel*, *The European Institutions as an Interest Group*, London 2009.

b) Über die Europäische Union hinaus stellen sich Finanzaufsichts- und -regulierungsprobleme im *Verhältnis zu den USA*<sup>29</sup>. Von einer strukturellen amerikanisch-europäischen Bündelung der Aufsicht ist natürlich keine Rede, auch wenn zwischen den verschiedenen Aufsichtsbehörden über Memoranda of Understanding und ad hoc vielfältig Informationen ausgetauscht werden und kooperiert wird. Zwar gab es in jüngerer Zeit einige sehr positive Signale auf amerikanischer Seite. So erlaubte die SEC ausländischen Unternehmen, die an der New York Stock Exchange gelistet waren, nach langen, zunächst aussichtslos erscheinenden Verhandlungen ein geordnetes Delisting. Auch werden IFRS-Abschlüsse ausländischer Unternehmen in den USA nach erheblichen Zugeständnissen der europäischen Seite nunmehr in bestimmten Grenzen anerkannt. Aber der regulatory dialogue mit dem Ziel, auch amerikanischen Firmen die Möglichkeit zu eröffnen, nach IFRS statt US GAAP zu bilanzieren, wurde vor kurzem wieder gestoppt. Nicht nur in den USA, sondern auch in vielen anderen Ländern scheint die Finanzkrise zu einer Rückbesinnung auf rein nationale Interessen und nachgerade zu protektionistischen Tendenzen zu führen und dies, obwohl die Krise ganz klar gezeigt hat, dass die nationalen Aufsichten und die bisherige Zusammenarbeit in der Krise nur begrenzt funktionsfähig waren.

Was die Regulierung im Unterschied zur Aufsicht angeht, sind die Aussichten für eine gewisse internationale Abstimmung größer. Die Beschlüsse der G20 auf dem Pittsburger Gipfel vom 24./25.9.2009 gehen weiter als erwartet<sup>30</sup>. Die dort ins Auge gefassten Regulierungsreformen betreffen allerdings vor allem bank- und finanzmarktregulatorische Maßnahmen im engeren Sinn. Es darf auch nicht übersehen werden, dass viele dieser Maßnahmen mit anderen nicht harmonisierten Regelungen und Rechtsgebieten zusammenhängen, etwa dem Bilanzrecht, dem Insolvenzrecht und nicht zuletzt auch dem Prozessrecht, wie etwa die extraterritorialen Wirkungen US-amerikanischer Entscheidungen zeigen. Im Bezug auf die Lehman-Pleite ist diesbezüglich jüngst vom Bevorstehen eines „litigation tsunami“ in den USA gesprochen worden<sup>31</sup>.

---

29 Engelen, *New Rules of the Road, The International Economy*, Winter 2009, 62.

30 Unten III 3.

31 Wymeersch (o. Fußn. 2).

### *III. Das Legislativpaket der Europäischen Kommission vom 23.9.2009 und die weitere Entwicklung*

Die Europäische Kommission hat im Vorfeld des Pittsburgher Finanzgipfels am 23.9.2009 ein umfangreiches Legislativpaket zur Stärkung der Finanzaufsicht in Europa vorgelegt. Sie waren durch die Mitteilung der Kommission vom 27.5.2009<sup>32</sup> und dann vor allem den de Larosière-Report<sup>33</sup> vorbereitet worden. Die Kommission schlägt darin einen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (Makroaufsicht) und ein Europäisches System für die Finanzaufsicht (Mikroaufsicht) vor.<sup>34</sup>

#### *1. Makroaufsicht: Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) bei der Europäischen Zentralbank (EZB)*

a) Der Vorschlag, einen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB<sup>35</sup>) zu schaffen, geht auf eine innovative Empfehlung der de Larosière-Gruppe zurück. *Aufgabe des ESRB*, der bei der Europäischen Zentralbank (EZB) in Frankfurt angesiedelt werden soll, wäre die Makroaufsicht über das Finanzsystem in der Gemeinschaft, um systemische Risiken innerhalb des Finanzsystems abzuwenden oder einzudämmen<sup>36</sup>. Wichtig sind für diese Makroaufsicht vor allem die Ermittlung und rangmäßige Einordnung dieser Risiken und, wenn die Risiken als signifikant erachtet werden, das Aussprechen von Risikowarnungen und von Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen und ihre

---

32 Europäische Kommission, Mitteilung vom 27.5.2009, Europäische Finanzaufsicht, KOM(2009) 252 endgültig.

33 O. Fußn. 2.

34 Ausführliche Begründung mit Daten und Fakten im Begleitpapier der *Europäischen Kommission*, Commission Staff Working Document, 23.9.2009, SEC(2009) 1234.

35 Offizielle deutsche Abkürzungen sind, soweit ersichtlich, nicht vorgesehen.

36 Art. 3 (1) des Verordnungsvorschlags über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht auf Makroebene und zur Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 23.9.2009, KOM(2009) 499 endgültig, in der Kompromissfassung vom 21.10.2009 nach dem ECOFIN vom 20.10.2009, 14491/1/09 Rev. 1. Dort auch weitere vorgesehene Aufgaben, die aber im Vergleich zur ursprünglichen Kommissionsfassung eingeschränkt worden sind.

Überwachung<sup>37</sup>. Empfehlungen können sowohl an Mitgliedstaaten als auch an europäische oder nationale Finanzaufsichtsbehörden gerichtet werden. Diese teilen dann mit, welche Umsetzungsmaßnahmen sie ergriffen haben, oder müssen erläutern, warum sie keine Maßnahmen ergriffen haben. Für Beschlüsse des Verwaltungsrats ist grundsätzlich eine qualifizierte Mehrheit notwendig, die Kommission hatte noch einfache Mehrheit vorgeschlagen. Auf jeden Fall nur mit Zweidrittelmehrheit kann der Verwaltungsrat des ESRB die Warnung oder Empfehlung veröffentlichen. Wegen der Gefahr sich selbst erfüllender Prophezeiungen wird dies ohnehin nur im Einzelfall geschehen<sup>38</sup>.

b) Die *Organisation* des neuen Organs ist komplex. Der Verwaltungsrat soll nicht weniger als 33 Mitglieder umfassen; mit je einem nicht abstimmungsberechtigten Repräsentanten der nationalen Aufsichtsbehörden und einem Vertreter des Wirtschafts- und Finanzausschusses sogar 61. Der Lenkungsausschuss hat immerhin noch 12 Mitglieder: diese sind außer dem zu wählenden Vorsitzenden – sinnvollerweise dem Präsidenten der EZB, wie von der Kommission vorgeschlagen, aber im Rat nicht akzeptiert – der Vizepräsident des ESRB, fünf weitere Mitglieder des Verwaltungsrats<sup>39</sup>, ein Mitglied der Europäischen Kommission, die Vorsitzenden der drei Europäischen Aufsichtsbehörden und der Vorsitzende des Wirtschafts- und Finanzausschusses.

c) Die *Beurteilung* dieses Vorschlags eines ESRB ist in Fachwelt und Politik zu Recht grundsätzlich positiv ausgefallen. Politisch liegt das wesentlich daran, dass der ESRB keinerlei Rechtsbefugnisse hat, sondern ein bloßes „act or explain“-Prinzip gelten soll. Ob das in Krisenzeiten ausreicht, wird man bezweifeln müssen. Ebenfalls heikel ist, falls die EZB den Vorsitz im ESRB erhält, dass sie dann einen starken Einfluss auch in der Beurteilung der Lage auf den Finanzmärkten von Nicht-Euro-Staaten haben wird.<sup>40</sup>

---

<sup>37</sup> Näher Art. 15 ff. des Verordnungsvorschlags.

<sup>38</sup> Deswegen ist aus Bankenkreisen nur eine auf Aufsichtsbehörden und andere Institutionen beschränkte Öffentlichkeit angeregt worden. So z. B. *Fédération bancaire française* in ihrer Stellungnahme vom 15.7.2009 zum Kommissionspapier vom 27.5.2009 (o. Fußn. 32).

<sup>39</sup> Deutschland plädierte für Reduzierung dieser Zentralbankmitglieder auf zwei.

<sup>40</sup> Z. B. *Centrum für Europäische Politik (cep)*, Freiburg, Europäische Finanzaufsicht 6.7.2009 zur Mitteilung der Kommission.

Weitere Probleme<sup>41</sup> sind die schiere Größe des Verwaltungsrats, die zur Ineffizienz zu führen droht, die Probleme der Abstimmung zwischen den beiden Gremien und insbesondere auch die Wahrung der Vertraulichkeit, die ja bekanntlich schon in deutschen Aufsichtsräten ein nicht zu bewältigendes Problem darstellt.

## 2. *Mikroaufsicht: Europäisches System für die Finanzaufsicht (ESFS) und die drei neuen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden*

a) Wesentlich komplizierter und umstritten ist dagegen das von der Europäischen Kommission vorgeschlagene Europäische System für die Finanzaufsicht (European System of Financial Supervision, ESFS) für die Mikroaufsicht. Das liegt daran, dass die *Struktur* und die Aufgaben der bisherigen, nach dem Lamfalussy-System eingerichteten und agierenden drei Ausschüsse (CEBS für die Bankenaufsicht, CEIOPS für die Versicherungsaufsicht und CESR für die Aufsicht über den Wertpapierhandel)<sup>42</sup> erheblich in Richtung Europa verändert und verstärkt werden. Der ESFS soll ein Netzverbund der nationalen Finanzaufsichtsbehörden und dreier neuer Europäischer Aufsichtsbehörden sein, die ihrerseits aus den bisherigen drei Ausschüssen hervorgehen. Das sind nunmehr mit Rechtspersönlichkeit und eigenem Budget: Die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA)<sup>43</sup> mit Sitz in London, die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA)<sup>44</sup> mit Sitz in Frankfurt

---

41 Wegen der Mitgliedschaft der 27 Präsidenten der nationalen Zentralbanken; hinzu kommen ohne Stimmrecht (da für die Mikroaufsicht zuständig) je Mitgliedstaat ein hochrangiger Vertreter der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden, was insgesamt zu einem Organ führt, in dem über 60 Institutionen vertreten sind. Die Gefahr, dass das Gremium zu schwerfällig und ineffizient wird, sieht die Kommission, sie weist aber auf die Notwendigkeit der Information von der Quelle und den Lenkungsausschuss hin. Ein weiteres Problem bei einem so großen Gremium ist die Wahrung der Vertraulichkeit der Daten.

42 Dazu ausführlich *Moloney* (o. Fußn. 4).

43 European Banking Authority. Auch die deutschen Dokumente benutzen die englischen Abkürzungen.

44 European Insurance and Occupational Pensions Authority.

und die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA)<sup>45</sup> mit Sitz in Paris.

b) Die *Aufgaben* der drei Europäischen Finanzaufsichtsbehörden sind – außer denen der bisherigen drei Ausschüsse – vor allem: die Erarbeitung von Vorschlägen für ein einheitliches Regelwerk zu Aufsichtsstandards (sog. technische Standards und ein single rulebook)<sup>46</sup>; die Beilegung von Meinungsverschiedenheiten zwischen nationalen Aufsichtsbehörden, soweit diese rechtlich zur Zusammenarbeit oder Einigung verpflichtet sind und die Förderung einer konsequenten Anwendung technischer Gemeinschaftsvorschriften, u. a. durch peer reviews. Problematischer sind die vorgesehenen direkten Eingriffe in Märkte: so in Krisenfällen, nämlich wenn ein grenzüberschreitendes Finanzinstitut in eine akute Krise gerät und die nationale Aufsichtsbehörde mit der Situation überfordert ist<sup>47</sup> und speziell als Aufgabe der ESMA die direkte Beaufsichtigung der Ratingagenturen. All diese Entscheidungen dürfen aber keine Auswirkungen auf nationale Budgets haben<sup>48</sup>.

c) Die eben geschilderte Stärkung der Europäischen Finanzaufsicht nach Struktur und Aufgaben der drei neuen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden wird in der Sache und zwecks der politischen Akzeptanz durch die ausdrückliche Einbeziehung und *Kompetenzwahrung der nationalen Aufsichtsbehörden* ausbalanciert. Diese bleiben weiterhin uneingeschränkt für die laufende Finanzaufsicht im eigenen Land zuständig, sie müssen nur die Aufsichtsstandards der EBA, EIOPA und ESMA, die die Kommission angenommen hat, umsetzen. Von ihnen wird ferner erwartet, dass sie den Leitlinien und Empfehlungen der Europäischen Aufsichtsbehörden nach Kräften nachkommen; tun sie das nicht, müssen sie die Europäische Aufsichtsbehörde über ihre Gründe unterrichten<sup>49</sup>. Die grenzüberschreitene Kooperation bleibt im übrigen horizontal und geschieht in den schon bisher etablierten Aufsichtskollegien, die von den nationalen Aufsichtsbehörden gebildet werden.

---

45 European Securities and Markets Authority.

46 Vgl. *Masciandaro/Nieto/Quintyn*, Financial supervision in the EU: is there convergence in the national architecture?, J. of Financial Regulation and Compliance 17 (2009), 86: nur langsam.

47 Art. 10 (3), Art 11 (3), (4) EBAVOEntwurf.

48 Art. 23 EBAVOEntwurf.

49 Art. 8 EBAVOEntwurf.

d) Wie sehr und gerade peinlich genau die Verordnungsvorschläge auf die Wahrung der nationalen Aufsichten bedacht sind, zeigt sich prototypisch darin, dass in den Aufsichtskollegien die Europäische Aufsichtsbehörde nur das Recht hat, als Beobachterin teilzunehmen<sup>50</sup>. Das ist nach den Befürwortern einer echten europäischen Finanzaufsicht die am meisten *enttäuschende* Vorschrift<sup>51</sup>. Von der Kommission wird das damit begründet, dass mehr als 90 % aller Institute allein auf nationaler Ebene tätig seien<sup>52</sup>. Das mag rein numerisch so sein. Dann stellt sich aber umso mehr die Frage, ob die restlichen 10 % der Institute, die grenzüberschreitend tätig und jedenfalls teilweise auch für den europäischen Binnenmarkt als systemrelevant einzuschätzen sind, nicht entsprechend ihrem europäischen Markt auch europäisch beaufsichtigt werden müssten. Eingangswort war die Rede davon, dass die Aufsicht dem Markt folgen muss, wenn sie greifen soll.

e) Allerdings ist die Bildung von *Aufsichtskollegien* (supervisory colleges) gegenüber der früheren Rechtslage bereits ein Fortschritt<sup>53</sup>. Bisher sind für etwa 30 weltweit tätige Banken- und Versicherungsgruppen solche supervisory colleges unter dem Schirm des Financial Stability Board (FSB) gebildet worden. Bei der Deutschen Bank beispielsweise wird das Aufsichtskollegium von der BaFin als Hauptaufsichtsbehörde geführt. Diese stimmt sich mit der englischen FSA und der amerikanischen New York Federal Reserve kontinuierlich ab. Ist eine multinationale Bank in einem anderen Mitgliedstaat nur als Zweigstelle tätig, ist allein die Aufsichtsbehörde des Heimatlandes auch für die Kontrolle der Zweigstelle im Ausland zuständig, während die Aufsichtsbehörde des Gastlandes nur für die Marktaufsicht zuständig ist. Das ist jedenfalls bei großen Auslandsaktivitäten für die letztere Aufsichtsbehörde unbefriedigend<sup>54</sup> und wird insbesondere von Großbritanni-

---

50 Art. 12 EBAVOEntwurf.

51 Vgl. schon *Lamandini*, *When More Is Needed ...*, *European Company Law* 6 (2009), 197, 202.

52 EU-Kommission will die Finanzaufsicht stärken, *FAZ* 24.9.2009, Nr. 222, S. 13.

53 *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht 9/2009, 67 (75 f.). Zum Folgenden *Schulz*, *Der steinige Weg zu einer internationalen Bankenaufsicht*, *FAZ* 26.5.2009, Nr. 120, S. 23.

54 Auch unten II 2 f a.E.

en angegriffen. Das betreffende Aufsichtskollegium versucht zwar die beiden Aufsichten abzustimmen, aber direkte Aufsichts- und Sanktionsbefugnisse hat es nicht<sup>55</sup>. Das ist letztendlich auch für die beaufsichtigten Institute problematisch. So plädieren etwa die Deutsche Bank oder Unicredit seit längerem für eine echte europäische Aufsicht<sup>56</sup>.

f) Selbst die wenigen vorgesehenen direkten europäischen Eingriffe in die Märkte sind politisch und europarechtlich noch nicht gesichert. Was die Aufsicht der ESMA über die Ratingagenturen angeht, ist die volle Übertragung der Aufsicht auf eine europäische Institution zwar im Finanzrecht anders als beispielsweise im Kartellrecht neu und könnte ein Präzedenzfall werden. Aber in der Sache liegt eine rein europäische Aufsicht hier schon deswegen nahe, weil der internationale Markt von den großen amerikanischen und englischen Ratingagenturen in einem engen Oligopol beherrscht wird und nur eine europäische Aufsicht überhaupt eine gewisse Chance der Durchsetzung hat<sup>57</sup>.

Die generellen direkten Eingriffsbefugnisse namentlich in Krisenfällen werden zwar vor allem von Großbritannien und Deutschland abgelehnt<sup>58</sup>, erscheinen aber in der Sache sinnvoll und gerechtfertigt. Auch wenn vermehrt bindende europäische Eingriffsmöglichkeiten angezeigt sind, dürfen doch die damit verbundenen *Schwierigkeiten* nicht übersehen werden<sup>59</sup>. Gerade in Krisenzeiten zeigen sich vielfältige Systemverbindungen zwischen dem Bankaufsichtsrecht, dem Insolvenzrecht, dem Einlagenschutz und allgemeiner dem Verwaltungsrecht und dem Prozessrecht. Solan-

---

55 Jedenfalls eine diesbezügliche Reform ist aus Bankensicht notwendig, z. B. *Fédération bancaire française* in ihrer Stellungnahme vom 15.7.2009 (o. Fußn. 38). Für Finanzinstitute, die über die EU hinaus tätig sind, wird dort ein zusätzliches Aufsichtskollegium bestehend aus den Vertretern der betroffenen Nicht-EU-Mitgliedstaaten angeregt. Die beiden Aufsichtskollegien (European college of supervisors und International college of supervisors) sollen dann eng zusammenarbeiten.

56 Auch schon oben II 3 a.

57 Zur Regulierung von Ratingagenturen *Europäische Zentralbank*, Monatsberichte, Mai 2009, 115; zuletzt *Möllers*, JZ 2009, 861.

58 *Berschens*, EU streitet heftig über die Finanzaufsicht, Handelsblatt 23.11.2009, Nr. 226, S. 42.

59 Vgl. z. B. *cep* (Centrum für Europäische Politik), Europäische Finanzaufsicht, 6.7.2009, S. 3 f.

ge die letzteren nicht hinreichend harmonisiert sind, wird es immer wieder zu Abstimmungsproblemen zwischen den europäischen Aufsichtsnormen und den nationalen Rechtsnormen im Übrigen kommen. Das ist ein Grund dafür, warum die Europäische Kommission eine verstärkte Harmonisierung jedenfalls des Bankinsolvenzrechts vorgeschlagen hat. Aber mit dem Bankinsolvenzrecht allein ist es nicht getan. Soll eine systemrelevante Bank gerettet werden, müssen Mittel fließen. Das muss parlamentarisch verantwortet werden. Die vorgesehene Regelung, dass die europäischen Aufsichtsmaßnahmen nicht die Steuerhoheit der Mitgliedstaaten tangieren dürfen, ist einleuchtend. Nur besteht dann in Krisenfällen die Gefahr, dass diese Mittel nur zu Rettung der in dem jeweiligen Land ansässigen Anteile der Bank eingesetzt werden, ein aus den Konzerninsolvenzen bekannter Interessenkonflikt zwischen Mutter und Töchtern, hier international weitergedacht.

Wenn schließlich unter dem Eindruck der Islandkrise die Aufgabenverteilung zwischen Heimat- und Gaststaaten (home-host) durch die Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD 2) vom Juli 2009<sup>60</sup> neu justiert ist und der Gaststaatenaufsicht mehr Bedeutung zukommt<sup>61</sup>, und auch die Rede davon ist, dass die Bildung einer „fortress Europe“ vermieden werden soll<sup>62</sup>, kann beides nur begrüßt werden.

### 3. *Die weitere Entwicklung*

Der Europäische Rat der Finanzminister hat bei seinem Treffen am 20.10.2009 in Luxemburg über die bisherigen Reformschritte beraten und einen ehrgeizigen Zeitplan des ECOFIN zur Finanzaufsicht, Stabilität und Regulierung gebilligt<sup>63</sup>. Die Finanzaufsicht

---

60 Capital Requirements Directive 2, Änderungsrichtlinie vom 27.7.2009.

61 *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht 9/2009, 67 (76). Ein Vorschlag, z. B. des Turner Report, ist es, multinationale Banken in anderen EU-Mitgliedstaaten nicht mehr bloß mit Zweigstellen, sondern nur noch mit Töchtern Geschäfte machen zu lassen, die dann der Aufsicht des Gastlands unterliegen, *Martin/Saba/Alogna*, European Responses to the Financial Crisis, Forum Financier/Droit Bancaire et Financier 2009/IV, 187 (207).

62 *Wymeersch* (o. Fußn. 2).

63 *Council of the European Union*, Council conclusions on strengthening EU financial stability arrangements, Luxembourg, 20.10.2009, dort ECOFIN road-

ist am 2.12.2009 vom Rat beschlossen worden (ohne direkte Anweisungsbefugnisse, aber Widerstand des Europäischen Parlaments ist angekündigt). Die Einrichtung von Aufsichtskollegien für große grenzüberschreitende Finanzgruppen sollte spätestens Ende 2009 abgeschlossen sein. Ebenfalls bis zu diesem Zeitpunkt sollten die CEBS und die CEIOPS in den Aufsichtskollegien die Methodologie für die Beurteilung von Risiken erarbeitet haben.

Die Europäische Kommission hat ihrerseits am 26.10.2009 den Vorschlag für eine Änderungsrichtlinie vorgelegt<sup>64</sup>. Darin geht es um die Anpassung der bestehenden Finanzdienstleistungsrichtlinien und die genaue Festlegung der neuen Befugnisse der europäischen Finanzaufsichtsbehörden. Im Einzelnen betrifft der Kommissionsvorschlag vor allem die Festlegung der Bereiche für technische Standards, die Schlichtung von Meinungsverschiedenheiten und allgemeine Änderungen. Durch den Änderungsvorschlag sind 10 Richtlinien betroffen. Weitere technische Änderungen an sektoralen Richtlinien sollen Anfang 2010 vorgeschlagen werden, vor allem für den Versicherungssektor, der in dem Änderungsrichtlinienvorschlag noch nicht erfasst ist. Die tatsächliche Einrichtung der neuen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden ist für Ende 2010 vorgesehen.

#### *IV. Kurze Bemerkungen zu den deutschen, europäischen und internationalen Regulierungsvorschlägen (regulation)*

##### *1. Das deutsche Regulierungsprogramm nach dem Koalitionsvertrag*

Die neue Regierung hat in ihrem Koalitionsvortrag unter Titel 5. Faire Regeln für die Weltwirtschaft<sup>65</sup> und dort unter dem Stichwort

---

map mit Zeitvorgaben für 1. Supervisory framework, 2. Framework for crisis prevention, management and resolution, 3. Regulatory framework, 4. Promoting integrity of financial markets.

<sup>64</sup> *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Änderungsrichtlinie (im Hinblick auf die Befugnisse der drei neuen Europäischen Aufsichtsbehörden) vom 26.10.2009, KOM(2009) 576 endgültig.

<sup>65</sup> Schon oben II 1 a mit Fußn. 10.

„Finanzmärkte“ auf drei eng beschriebenen Seiten ihre Pläne für die nächste Legislaturperiode niedergelegt. Vorab wird auf die Notwendigkeit weiterer Reformen im Finanzsektor und einer strukturellen Verbesserung privater und hoheitlicher Aufsichtssysteme hingewiesen. Insbesondere darf es in Zukunft „kein Finanzmarktprodukt, keinen Finanzmarktakteur und keinen Finanzmarkt geben, die nicht reguliert und beaufsichtigt sind“. Zudem will die Koalition, wie bereits erwähnt, „für eine effektivere und stringendere Regulierung und Aufsicht national und international sorgen“.

Sodann werden nicht weniger als 16 einzelne Maßnahmen aufgeführt, die „insbesondere“ ergriffen werden sollen. Dazu gehören folgende Maßnahmenbündel:

(1) *Bankenregulierung*: namentlich nach Überwindung der Krise Verstärkung der Kapitalanforderungen differenziert nach Risiko und Systemrelevanz; Abmilderung der prozyklischen Wirkungen der International Financial Reporting Standards und der Basel-II-Eigenkapitalregeln; Restrukturierungs- und Abwicklungsverfahren für systemrelevante Finanzinstitute<sup>66</sup>; Kontrollierung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin).

(2) *Regulierung weiterer Finanzmarktakteure und Finanzmärkte*: Alternative Investmentfonds, Ratingagenturen, Versicherungsunternehmen (Solvency II), Wagniskapitalmarkt, REITs und Investmentgesellschaften, Verbriefungsgesetz.

(3) Geprüft werden soll die Einrichtung einer unabhängigen *Stiftung für Finanzprodukte* nach dem Muster der Stiftung Warentest.

Das ist insgesamt ein gutes, ehrgeiziges Programm, das die wesentlichen Reformprobleme anspricht. Was daraus wird, bleibt abzuwarten. Hier kommt alles auf die Ausgestaltung im Einzelnen an.

---

<sup>66</sup> Das BMJ arbeitet daran, ein interner DiskE liegt vor. Vgl. auch *Eidenmüller*, Finanzkrise, Wirtschaftskrise und das deutsche Insolvenzrecht, Berlin 2009.

## 2. Die europäischen Regulierungsvorschläge

In der Europäischen Union sind die Regulierungsreformen im Finanzmarktbereich schon weit fortgeschritten<sup>67</sup>. Mehrere Vorschläge der Europäischen Kommission liegen bereits auf dem Tisch, sie zielen teils auf Verordnungen, teils auf Richtlinien, teils auf Empfehlungen und nicht legislatorische Maßnahmen. Einen guten Überblick über Inhalt und Zeitplan der einzelnen Maßnahmen hat der Europäische ECOFIN-Rat auf seiner Sitzung vom 20.10.2009 gegeben<sup>68</sup>. Sie betreffen unter anderem:

(1) Im Rahmen der bereits besprochenen *Finanzaufsicht*: den ESRB, das ESFS, die Aufsichtskollegien und die Methodologie der Risikobeurteilung.

(2) Unter dem Oberbegriff *Krisenprävention und -management* sind Maßnahmen zur Bankabwicklung, zu den „living wills“<sup>69</sup>, zur Einlagensicherung und zu EU-weiten stress tests<sup>70</sup> zusammengefasst. Besonders schwierig zu realisieren ist ein einheitliches Insolvenzrecht für Banken<sup>71</sup>, da ein solches eng mit dem allgemeinen Insolvenzrecht zusammenhängt, das bisher trotz der EU-Insolvenzrechts-Richtlinie und einzelner EuGH-Urteile dazu weitestgehend nationales Recht ist, und dort im Gefolge der Finanzkrise spezielle nationale Insolvenzrechtsreformen im Gange sind<sup>72</sup>. Hinzu kommen die besonderen Probleme von Konzerninsolvenzen.<sup>73</sup>

---

67 *Deutsche Bundesbank*, Änderung der neu gefassten EU-Bankenrichtlinie und der EU-Kapitaladäquanzrichtlinie sowie Anpassung der Mindestanforderungen an das Risikomanagement, Monatsbericht, 9/2009, S. 67.

68 Council of the European Union (o. Fußn. 63).

69 Vgl. *Schulz*, Was die Banken in ihr Testament schreiben sollen, FAZ 26.11.2009, Nr. 275, S. 21.

70 *Deutsche Bundesbank*, Monatsbericht 9/2009, 67 (78 f.).

71 *Basel Committee on Banking Supervision* (o. Fußn. 2); *Garcia/Lastra/Nieto*, Bankruptcy and reorganization procedures for cross-border banks in the EU, *J. of Financial Regulation and Compliance* 17 (2009), 240.

72 Rechtsvergleichende Nachweise bei *Piekenbrock*, *ZVglRWiss* 108 (2009), 242. Zu den tatsächlichen Problemen IDW Standard: Anforderungen an die Erstellung von Sanierungskonzepten (IDW S 6), IDW-FN 11/2009, 578.

73 Nachweise z. B. bei *Rotstegge*, Konzerninsolvenz, 2007; *Grau*, Konsolidierung von Rechtsträgern einer Unternehmensgruppe in der Sanierung, 2007; *Paulus*, ZIP 2005, 1948.

(3) Zu den *Regulierungsmaßnahmen* werden unter anderem genannt: IAS 39<sup>74</sup>, Eigenkapital der Banken, Prozyklizität, Ratingagenturen und OTC Derivative.

(4) Zu erwähnen sind schließlich noch verschiedene *Maßnahmen zur Verbesserung der Integrität der Finanzmärkte*. Sie betreffen die Retailmärkte, die Kreditgewährung, die Managervergütung und die Corporate Governance der Banken und Finanzinstitute.

Diese europäische Agenda wird maßgeblich von den 27 Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die sich im Basler Ausschuss für Bankaufsicht zusammengetan haben, geprägt. Diese haben am 6.9.2009 Empfehlungen vorgelegt betreffend u. a. die Qualität des Bankenkapitals, die Verschuldungsobergrenze, die Versorgung mit Liquidität, das Zyklizitätsproblem, die Risikovorsorge und die Managervergütungen<sup>75</sup>. Ebenfalls vom September 2009 datiert ein Konsultationsdokument mit 10 Empfehlungen zur Regulierung der Schließung transnationaler Banken auf der Basis von vier Fallstudien (Fortis, Dexia, Kaupthing, Lehman Brothers)<sup>76</sup>.

### *3. Die internationalen Regulierungsvorschläge nach dem Pittsburgh Summit der G-20-Staaten vom 25.9.2009*

Die G-20-Staaten haben auf dem Pittsburgher Summit am 25.9.2009 versucht, die Führungsrolle bei der Überwindung der internationalen Finanzkrise zu übernehmen und dazu weitgehende Regulierungen ins Auge gefasst<sup>77</sup>. Die Mandatserweiterung des Financial Stability Board (FSB), der die näheren Vorschläge ausarbeiten und weiter konkretisieren soll<sup>78</sup>, ist dazu ein gutes Mittel.

---

<sup>74</sup> Zu Fair Value umfassend *Luttermann*, RIW 2009, 1.

<sup>75</sup> Vgl. Notenbanken wollen Bankenregeln verschärfen, FAZ 8.9.09, Nr. 208, S. 9. Vgl. die 10 Punkte von *Wymeersch* (o. Fußn. 2): leveraging, prohibit custody transactions combined with proprietary trading, transparency, investor protection, liquidity, accounting, risk management, credit default swaps (AIG), credit ratings, money market funds, insurance.

<sup>76</sup> *Basler Ausschuss für Bankaufsicht*, Konsultationsdokument, September 2009 (o. Fußn. 2).

<sup>77</sup> Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit, 24-25.9.2009. Dort ist zwar von Vereinbarung („we agreed“) die Rede, aber das hat keine rechtliche Bindungswirkung.

<sup>78</sup> Seit dem G-20 London Summit 2.4.2009, Financial Stability Board, Charter. Vgl. *Financial Stability Board (FSB)*, Report to G20 Leaders, 25.9.2009

Dieser hatte in seinem Bericht an die G20-Staaten über Verbesserung der Finanzregulierung vom 25.9.2009 bereits zahlreiche Empfehlungen ausgesprochen. Diese betreffen u. a.: die Kapitalausstattung, die Liquidität, das Problem des moral hazard, die Prozyklität der Bilanzierung, die Vergütungsfrage, die Reichweite der Aufsicht über Hedgefonds und Ratingagenturen und die Erfassung der Systemrelevanz, die OTC Derivativmärkte, die Securitization und die Herausbildung internationaler Standards<sup>79</sup>. Vieles davon ist im Abschlusskommuniqué zum Pittsburgh Summit aufgenommen, so die Eigenkapitalbildung und die Minderung der prozyklischen Wirkungen, die Vergütungsfrage, die Regelung der OTC Derivativmärkte und die Frage der grenzüberschreitenden Abwicklung von systemrelevanten Finanzinstitutionen, die bis Ende 2010 angegangen werden soll.

### *Zusammenfassung*

1. Der Koalitionsvertrag sieht eine Bündelung mindestens der Bankaufsicht bei der Bundesbank vor. Eine wissenschaftliche Überlegenheit dieses Modells oder des bisherigen dualistischen (Bundesbank/BaFin, twin peaks) lässt sich nicht feststellen, vielmehr kommt es auf die Einzelausgestaltung an. International ist die Finanzmarktarchitektur ganz unterschiedlich.
2. Eine eigentlich europäische Finanzmarktaufsicht gibt es bisher nicht. Die Europäische Kommission hat dazu am 23.9.2009 Vorschläge gemacht: Ein Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) soll die Makroaufsicht übernehmen, um systemische Risiken zu erfassen. Seine Aufgaben sind begrenzt und ohne Rechtsbefugnisse, seine Organisation ist schwerfällig. Trotzdem ist dieser Vorschlag positiv zu bewerten.
3. Neben den ESRB soll das Europäische System für die Finanzaufsicht (ESFS) mit drei neuen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden treten: die EBA für die Bankaufsicht in London, die EIOPA für die Versicherungsaufsicht in Frankfurt und die Europäische

---

(o. Fußn. 2); darin unter II. International Cooperation: supervisory colleges, cross-border crisis management and deposit insurance, early warning exercise.

79 So die neun Arbeitsgebiete (critical work underway) in *Financial Stability Board (FSB), Improving Financial Regulation, 25.9.2009* (o. Fußn. 2).

Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) in Paris. Zu ihren Aufgaben gehören die Erarbeitung eines einheitlichen Regelwerks für Aufsichtsstandards (single rulebook), bestimmte Eingriffsbefugnisse in Krisenfällen und für die ESMA die Beaufsichtigung der Ratingagenturen. Auswirkungen auf nationale Budgets sind ausgeschlossen. Die eigentliche Finanzaufsicht verbleibt bei den nationalen Aufsichtsbehörden.

4. Die Beurteilung der Vorschläge zur Mikroaufsicht fällt zwiespältig aus. Um eine echte europäische Aufsicht handelt es sich nur bei den Ratingagenturen. Im Übrigen verbleibt die grenzüberschreitende Aufsicht bei den Aufsichtskollegien, die als solche keine Eingriffsbefugnisse haben. Das ist jedenfalls für Finanzinstitute, die für den Binnenmarkt systemrelevant sind, unbefriedigend und entspricht nicht der Forderung, dass die Aufsicht den Märkten folgen muss. Von großen Banken und Unternehmen und in der Literatur wird deshalb eine europäische Aufsicht gefordert.

5. Was die Regulierungsseite (*regulation*) angeht, gibt es national und international (Pittsburgh Summit der G-20-Staaten vom 25.9.2009) eine Fülle von Vorschlägen u. a. zur Bankenregulierung (Eigenkapital, Prozyklizität, IAS 39, Ratingagenturen, OTC Derivative), zu Krisenprävention und -management (EU-weite stress tests, „living wills“, Bankabwicklung, Einlagensicherung) bis hin zu einer unabhängigen Stiftung für Finanzprodukte (Muster: Stiftung Warentest).

## **Impressum**

### *Herausgeber*

Prof. Dr. Bernd von Hoffmann, Prof. Dr. Gerhard Robbers

### *Unter Mitarbeit von*

Lisa Günther, Bärbel Junk und Claudia Lehnen

### *Redaktionelle Zuschriften*

Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier,  
Im Treff 24, 54296 Trier, Tel. +49 (0)651 / 201-3443  
Homepage: <http://www.irp.uni-trier.de>,  
Kontakt: [sekretariat@irp.uni-trier.de](mailto:sekretariat@irp.uni-trier.de).

Die Redaktion übernimmt für unverlangt eingesandte Manuskripte keine Haftung und kann diese nicht zurückschicken. Namentlich gezeichnete Beiträge geben nicht in jedem Fall die Meinung der Herausgeber/Redaktion wieder.

### *Bezugsbedingungen*

Die Hefte erscheinen in unregelmäßigen Abständen mehrfach jährlich und können zum Stückpreis zuzüglich Porto im Abonnement oder als Einzelheft bei der Redaktion angefordert werden. Die zur Abwicklung des Abonnements erforderlichen Daten werden nach den Bestimmungen des Bundesdatenschutzgesetzes verwaltet.

© Institut für Rechtspolitik an der Universität Trier, 2010  
ISSN 1616-8828