

Grenzen der Aufsicht

ZHR 174 (2010) 635–641

Selten hat eine Krise eine so heftige Regulierungswelle ausgelöst wie die Finanzmarktkrise der Jahre 2007/2008. Der Fokus der Regelungsvorschläge liegt dabei verständlicherweise im Finanzsektor. Da sich in der Entwicklung der Krise und in dem – zuvor in keinem Krisenszenario abgebildeten – Zusammenwirken verschiedener Faktoren systemische Risiken verwirklicht haben, ist es auch naheliegend und richtig, dass ein besonderes Augenmerk auf entsprechende Schwachstellen gerichtet wird. Um diesen wirksam zu begegnen, genügen nationale Maßnahmen nicht. Aufgrund der Globalisierung der Finanzmärkte wird auch eine grenz- und sektorenübergreifende Regulierung notwendig, und zwar nicht nur im materiellen Aufsichtsrecht, sondern auch im Hinblick auf die Organisation und Struktur der Finanzmarktaufsicht.

All dies hat zu einer Vielzahl von Regulierungsaktivitäten auf unterschiedlichen Ebenen geführt. Auf internationaler Ebene stehen an der Spitze die politischen Absprachen der G20-Staaten, mit denen versucht wird, in Einzelthemen international einheitliche Regeln zu setzen. Ein Beispiel liefern die Vergütungsstandards des *Financial Stability Board*,¹ zu deren nationaler Umsetzung sich die G20-Staaten verpflichtet haben. In Deutschland wurde dieser Standard auf Basis neu geschaffener gesetzlicher Grundlagen (§ 25a KWG und § 64b Abs. 5 VAG) durch die Vergütungsverordnungen für die Kreditwirtschaft und die Versicherungswirtschaft² umgesetzt. In wesentlichen anderen Fragen hat es bisher aber im Kreis der G20-Staaten noch kein Einvernehmen gegeben, z. B. bezüglich der Sicherungseinrichtungen, der Bankenabgabe bzw. Finanztransaktionssteuer.

Auf Ebene der Europäischen Union und in den Vereinigten Staaten sind bereits weitergehende und konkretere Regulierungsvorhaben auf den Weg gebracht worden. In den USA ist mit dem *Dodd Frank Act* der Startschuss für eine bisher nicht vorstellbare Regulierungsflut gesetzt worden, die weit über die Ausmaße des *Sarbanes Oxley Act* hinausgeht. Nach Schätzung der *US Chamber of Commerce* ist mit über 500 Rechtssetzungsakten zu rechnen. In

1 FSF Principles for Sound Compensation Practices und FSB Principles for Sound Compensation Practices – Implementation Standards; <http://www.financialstabilityboard.org>.

2 Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme von Instituten vom 6. Oktober 2010, BGBl. I (2010), 1374, und Verordnung über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Vergütungssysteme im Versicherungsbereich vom 6. Oktober 2010, BGBl. I (2010), 1379.

Europa dominieren die unabhängig von der Finanzmarktkrise aufgelegten Aufsichtsregime *Solvency II* für die Versicherungswirtschaft bzw. die *Capital Requirement Directives* zur Umsetzung von *Basel III* für die Bankenseite. Eine grundsätzliche Reflektion dieser Aufsichtskonzepte anhand der Erfahrungen der Finanzmarktkrise hat es aufgrund der bereits sehr weit gediehenen Meinungsbildung nicht mehr gegeben, obgleich etwa Gesichtspunkte der Komplexität und der prozyklischen Wirkung des *Fair Value*-Ansatzes Anlass zur kritischen Überprüfung gegeben hätten. Im materiellen europäischen Aufsichtsrecht wurde ferner im September 2009 eine Verordnung zur Regulierung von Ratingagenturen verabschiedet,³ im September 2010 hat die EU-Kommission einen Verordnungsentwurf zu OTC-Derivaten, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister⁴ und einen weiteren Vorschlag für eine Verordnung über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von *Credit Default Swaps*⁵ vorgelegt. Schließlich hat das Europäische Parlament im November 2010 eine Richtlinie über *Hedge Fonds* und Private Kapitalbeteiligungsgesellschaften verabschiedet, durch die ein Zulassungserfordernis, Offenlegungspflichten und Obergrenzen für die Aufnahme von Fremdkapital eingeführt werden.

Erhebliche Veränderungen stehen auch in der europäischen Aufsichtsstruktur an. Mit Wirkung vom 1. 1. 2011 wird es europäische Aufsichtsbehörden für den Wertpapierbereich (ESMA), den Versicherungssektor (EIOPA) und die Kreditwirtschaft (EBA) geben, die zusammen das *European System of Financial Supervisors* (ESFS) bilden. Übergreifend wird zusätzlich ein *European Systemic Risk Board* (ESRB) speziell für die Beaufsichtigung systemischer Risiken etabliert. Die europäischen Aufsichtsbehörden werden neben der Beratungs- und Einigungsfunktion auch Weisungsbefugnisse gegenüber den nationalen Aufsichtsbehörden und in bestimmten Eskalationsszenarien auch unmittelbar gegenüber Finanzinstituten haben. So wird es etwa ein direktes Weisungsrecht der europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde EIOPA gegenüber Versicherungsunternehmen geben, wenn nationale Aufsichtsbehörden Anordnungen der EIOPA im Hinblick auf die Anwendung unmittelbar geltenden EU-Rechts, Notfall-Situationen sowie bei Schlichtungs-Entscheidungen von EIOPA nicht Folge leisten.⁶

Auch auf nationaler Ebene wird über eine Neustrukturierung der Finanzaufsicht nachgedacht, wobei es widersprüchliche Tendenzen gibt. So wird im Jahr 2012 in England das bisher als *Best Practice* geltende Modell der *Financial Services Authority* (FSA) in zwei Aufsichtsbehörden, die *Prudential Regula-*

3 Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. 9. 2009 über Ratingagenturen, ABl. EU L 302/1.

4 Vgl. KOM (2010) 484/5.

5 Vgl. KOM (2010) 482.

6 Vgl. Artt. 9 Abs. 6, 10 Abs. 3, 11 Abs. 4 des finalen Verordnungsentwurfs zur Errichtung von EIOPA Drucksache des Europäischen Rates 13364/10.

tory Authority (PRA) und die *Consumer Protection and Markets Authority* (CPMA) aufgeteilt und in der *Bank of England* ein *Financial Policy Committee* (FPC) für die *Macro Prudential Regulation* installiert. Dagegen wurden in Frankreich die bisher getrennte Bankaufsicht und Versicherungsaufsicht in einer gemeinsamen Behörde *Autorité de Contrôle Prudentiel* (ACP) zusammengefasst. Die Zusammenarbeit dieser Behörde mit der *Autorité des Marchés Financiers* (AMF) wird insbesondere zur Stärkung des Verbraucherschutzes auf eine neue Basis gestellt. In Deutschland ist die zunächst heftig geführte Diskussion um eine Konzentration der Bank- und Versicherungsaufsicht unter dem Dach der Deutschen Bundesbank bisher ohne Ergebnis geblieben.

Die Regulierungsaktivitäten beschränken sich aber nicht nur auf die eigentliche Finanzaufsicht; die Finanzmarktkrise wird vielmehr zum Anlass genommen, die Reglementierung im Bereich der *Corporate Governance* und des Verbraucherschutzes zu verschärfen. Für die *Corporate Governance*-Themen kann exemplarisch das Grünbuch der EU-Kommission zur *Corporate Governance* in Finanzinstituten und Vergütungspolitik⁷ sowie in Verbindung damit das Arbeitsdokument „*Corporate Governance in Financial Institutions: Lessons to be drawn from the current financial crisis, best practices*“⁸ angeführt werden. So beeindruckend diese Analysen zur *Corporate Governance* sind, so ernüchternd sind die meisten Lösungsansätze mit zusätzlichen Berichts- und Meldepflichten und der klaren Tendenz zu immer mehr Aufsicht. Die EU-Kommission kündigt auch an, dass sie demnächst weitere Überlegungen zur *Corporate Governance* börsennotierter Gesellschaften allgemein und insbesondere zur Stellung und Rolle der Aktionäre, zur Aufteilung der Aufgaben zwischen Aktionären und Verwaltungsräten im Hinblick auf die Beaufsichtigung der Geschäftsführung, zur Zusammensetzung der Verwaltungsräte sowie zur sozialen Verantwortung von Unternehmen anstellen wird. In Deutschland beschränken sich die jüngsten gesetzgeberischen Aktivitäten zur *Corporate Governance* auf die Verdoppelung der Verjährungsfristen für Ansprüche gegen Organmitglieder börsennotierter Gesellschaften auf zehn Jahre⁹ und auf die so genannten *Fit & Proper*-Anforderungen und die Mandatsbeschränkungen für Aufsichtsräte und Geschäftsleiter von Finanzinstituten.¹⁰ Der Verbraucherschutz wird insbesondere durch die nationalen Gesetzgeber vorangetrieben. Einen guten Eindruck über die Ausmaße entsprechender Re-

7 KOM (2010) 284/3; vgl. hierzu auch Müllert, ZHR 174 (2010) 375, 377 ff.

8 SEK (2010) 669.

9 Vgl. Art. 6 des Reg.-Entwurfs zum Restrukturierungsgesetz BT-Drs. 17/3407, 17/3024, 17/3362.

10 Vgl. z. B. § 7a Abs. 1, 4 VAG i. d. F. des Gesetzes zur Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht vom 25. 7. 2009 und ergänzendes Merkblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 25. 9. 2009 zur Kontrolle von Mitgliedern von Verwaltungs- und Aufsichtsorganen gemäß KWG und VAG.

glementierung in Deutschland vermittelt das in der Gesetzgebung befindliche so genannte Anlegerschutzgesetz.¹¹

Auch wenn das Pendel der Regulierung nicht aufzuhalten sein wird, ist frühzeitig auf das Gebot des Maßhaltens und die Schranken der staatlichen Reglementierung hinzuweisen. Im Vordergrund steht dabei die ökonomische Grenznutzenbetrachtung. Jede Regulierung sollte zu einem volks- bzw. betriebswirtschaftlichen Mehrwert führen. Nun wiegt das Argument systemischer Risiken so schwer, dass auch unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten fast jeder Eingriff gerechtfertigt erscheint, wenn es um das Funktionieren vertrauensanfälliger Märkte geht. Als Beispiel hierfür kann das in Deutschland jüngst verabschiedete so genannte Restrukturierungsgesetz¹² genannt werden.

In anderen Bereichen droht aber sowohl in materieller als auch in formeller Hinsicht eine Überregulierung. Ein Beispiel zu weitgehender staatlicher Intervention liefern die neuen Vergütungsregeln für den Finanzsektor. So erscheinen die pauschalen Vorgaben zur Strukturierung einer variablen Vergütung für die Fälle unverhältnismäßig, in denen die variable Vergütung nur einen geringen Anteil der Gesamtvergütung ausmacht. Im Zuge der Regelsetzung wurde sogar ernsthaft diskutiert, jegliche umsatzbezogene Zielsetzung für die variable Vergütung zu untersagen. Besonders augenfällig wird die Überregulierung bei der ausufernden Flut zu erstellender Berichte und Dokumentationen. Hier zeigt sich, dass Regulierung und Bürokratie eng beieinander liegen. Wenn dann etwa in der Begründung zur Versicherungsvergütungs-Verordnung darauf verwiesen wird, dass für die neuen Berichtspflichten mit einem Gesamtaufwand von weniger als € 500 000,- zu rechnen ist, deckt dies nicht einmal den einmaligen Umstellungsaufwand in einer größeren Versicherungsgruppe.

Auch bei der Effizienz und dem Wirkungsgrad von Regulierung und Aufsicht gibt es einen Grenznutzen. Jenseits dieser Grenze bedeutet mehr Kontrolle nicht mehr Sicherheit, sondern kann im Gegenteil risikoe erhöhend wirken. Dies gilt zunächst allgemein für die Komplexität von Aufsichtsregeln. Bereits den heutigen Aufsichtsregimen fehlt es zum Teil an der gebotenen Klarheit und Umsetzbarkeit; einzelne Abschnitte des KWG ähneln etwa im Hinblick auf Verständlichkeit bereits dem Steuerrecht. Zu beobachten ist auch eine zunehmende Häufung von Aufsichts- und Kontrollfunktionen, und zwar nicht nur in den regulierten Wirtschaftszweigen, sondern inzwischen auch im allgemeinen Gesellschaftsrecht. Dabei sind etwa die Begrifflichkeiten und das Verhältnis des Risikofrüherkennungssystems gemäß § 91 Abs. 2 AktG und

11 Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, RegE abrufbar unter <http://www.bundesfinanzministerium.de>.

12 Gesetz zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung, RegE BT-Drs. 17/3407, 17/3362, 17/3042.

der in § 107 Abs. 3 S. 2 AktG aufgezählten Funktionen internes Kontrollsystem, Risikomanagementsystem, internes Revisionsystem sowie der im Vordringen befindlichen *Compliance*-Funktion nicht klar. Die Unternehmensführung wird dadurch im Hinblick auf Organisationspflicht und Haftungsrisiko vor erhebliche Anforderungen und Unsicherheiten gestellt. Entsprechendes gilt für die Aufsichtspersonen und Gremien. Die Zahl der staatlichen Aufsichtsstellen nimmt ebenso zu wie die internen Aufsichtsfunktionen im Unternehmen. Einrichtungen wie der *Compliance*-Beauftragte, das *Disclosure Committee* oder das *Compensation Committee* werden zunehmend als verlängerter Arm des Aufsichtsrats oder der staatlichen Aufsicht gesehen. Dem Aufsichtsrat traut man die alleinige Entscheidung über Vorstandsvergütung nicht mehr zu, sondern bezieht neben der staatlichen Regulierung auch die Hauptversammlung ein. Von der EU-Kommission wird die Frage gestellt, ob der Aufsichtsrat nicht verpflichtet werden sollte, risikoehebliche Sachverhalte der staatlichen Aufsicht zu melden.¹³ Eine entsprechende Informationspflicht wird auch für den Abschlussprüfer überlegt, der nach weiteren Überlegungen der EU-Kommission möglicherweise besser von einer staatlichen Stelle und nicht von der Hauptversammlung bzw. dem Aufsichtsrat bestellt werden sollte und die Abschlussprüfung nicht allein, sondern zusammen mit einer zweiten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft durchführen sollte.¹⁴ Im Ergebnis führen all diese Entwicklungen auch zu einer Zersplitterung und Verwässerung der Verantwortung. Im Hinblick auf die Eigenverantwortung der Handelnden kann es mit Blick auf die prozessorientierten Kontrollfunktionen zu einer Art *Moral Hazard* kommen. Wichtiger als immer neue Aufsichts- und Kontrolllayer ist daher der Erhalt klarer Verantwortlichkeiten und die Betonung der Eigenverantwortlichkeit der unmittelbaren Risikoträger, d. h. eine Stärkung der „*first line of defense*“.

In funktionierenden Märkten wird ferner der Wettbewerb den Übertreibungen bei der Beaufsichtigung und Regulierung natürliche Grenzen aufzeigen. Staatliche Regulierungen sind im Prinzip als öffentliche Güter anzusehen, die auf dem Territorium des regulierenden Staates angeboten werden. Gerade in globalisierten Märkten führt dies zu einem internationalen Regulierungswettbewerb,¹⁵ auf den die Gesetzgeber gerade im Finanzsektor und im Unternehmensrecht reagieren. Dies erklärt auch die intensive politische Auseinandersetzung um die Einführung einer Bankenabgabe oder einer internationalen

13 Vgl. Grünbuch der EU zu Corporate Governance, KOM (2010) 284/3, Ziffer 5.1; eine entsprechende Regelung findet sich bereits in Art. 72 der Rahmenrichtlinie zur Solvabilität II, RL 2009/138/EG.

14 Vgl. Grünbuch der EU „Weiteres Vorgehen im Bereich der Abschlussprüfung: Lehren aus der Krise“ v. 13. 10. 2010, KOM (2010) 561.

15 Vgl. hierzu etwa *Behrens*, Regulierung zwischen Wettbewerb und Harmonisierung in Wettbewerbspolitik und Kartellrecht in der Marktwirtschaft, Schriftenreihe des Forschungsinstituts für Wirtschaftsverfassung und Wettbewerb e. V. Köln, Heft 234, S. 3 ff.

Finanztransaktionssteuer.¹⁶ Auch wenn dieser Regulierungswettbewerb zum Teil mit dem Stichwort „*race to the bottom*“ kritisiert wird, hat er durchaus nützliche Effekte im Hinblick auf Akzeptanz und Verhältnismäßigkeit bzw. Wirtschaftlichkeit der Regulierungssysteme. Aus diesem Grund sollte die internationale Harmonisierung der Aufsicht auch auf die Bereiche beschränkt bleiben, in denen die einheitliche Regulierung tatsächlich notwendig ist. Eine darüber hinausgehende Zentralisierung der Regulierung auf internationaler Ebene würde hingegen das Korrektiv des Regulierungswettbewerbs beschränken oder ausschalten.

Angesichts der sich auftürmenden Regulierungswelle darf am Ende der Hinweis auf verfassungsrechtliche Grenzen nicht fehlen. Für staatliche Eingriffsnormen gilt zunächst der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, der sich als Leitsatz des staatlichen Handelns aus dem Rechtsstaatsprinzip ergibt. Neben der Eignung und Erforderlichkeit müssen die staatlichen Interventionen daher angemessen sein (Verhältnismäßigkeit im engeren Sinne). Auch wenn das öffentliche Interesse am Funktionieren der Finanzmärkte und der Unternehmensführung gesetzliche Eingriffe auf breiter Front zu rechtfertigen vermag, muss im Auge behalten werden, dass die Anforderungen an die Rechtfertigung mit der Schwere und Reichweite der Eingriffe steigen. Diese Angemessenheitsprüfung und das Übermaßverbot erfordern eine Abwägung der Interessen und der betroffenen Rechtsgüter. Das „Grundrecht“ der Unternehmerfreiheit hat nach unserer Rechts- und Wirtschaftsordnung hierbei einen hohen Stellenwert. Angesichts der vielen unbestimmten Begrifflichkeiten und der haftungsrelevanten abstrakten Organisationsanforderungen im Aufsichtsrecht werden aber auch die Schranken sichtbar, die das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot und die Rechtsschutzgarantie (Artt. 20 Abs. 3, 19 Abs. 4 GG) setzen. Klarheit, Verständlichkeit, Praktikabilität und Justiziabilität sind die Kriterien, die es zu beachten gilt.¹⁷

In der europäischen Rechtssetzung sollten im Wesentlichen die gleichen Prinzipien gelten. Angesichts der starken Regulierungstendenzen könnten diese durchaus einer Bewährungsprobe unterworfen werden. Eine zusätzliche Herausforderung wird sich angesichts der unterschiedlichen Ausgangssituationen in den einzelnen Mitgliedstaaten für die einheitliche Umsetzung von Aufsichtsregeln aus dem Diskriminierungsverbot ergeben.

Über all dem steht die Hoffnung auf eine rechtzeitige Erkenntnis, dass Kontrolle und Aufsicht niemals die Verantwortung des Einzelnen ersetzen und

16 Für das Gesellschaftsrecht nennt *Behrens* (Fn. 15) etwa die Beispiele einer Einführung der *Business Judgment Rule* im Aktienrecht oder die Abschaffung des Mindestkapitalerfordernisses bei der GmbH-Gründung in Form der Unternehmergesellschaft.

17 Vgl. dazu Vorlagebeschluss des BFH vom 6. 9. 2006, XI R 26/04, der allerdings vom BVerfG (Beschluss vom 12. 10. 2010, 2 BvL 59/06) als unzulässig verworfen wurde.

eine Aufsicht nicht besser sein kann als die Qualität der Aufseher. Dann käme wieder der alte Grundsatz zur Geltung: „Soviel Aufsicht wie nötig, aber so wenig wie möglich“.

Peter Hemeling