

Implikationen der Weltfinanzkrise für das internationale Recht: Unternehmens- und kapitalmarktrechtliche Kontrollmechanismen

von Hanno Merkt, Freiburg

- I. Einleitung
- II. Zur Rolle der Unterscheidung zwischen Privatrecht und öffentlichem Recht im Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
- III. Bedeutsame regulierungsmethodische Kategorien des modernen Unternehmens- und Kapitalmarktrechts
 1. Materielle Regelung durch Ge- und Verbote und Publizitätspflichten
 2. Hoheitliche und private Regelsetzung und –durchsetzung
 3. Aufsicht und Verfahren (Reorganisation, Insolvenz) und materielle Regulierung
 4. Regelungsebene: Einheit und Vielfalt der Regelungsmodelle
 5. Präventive und reaktive Regulierung
 6. Branchen-, segmentspezifische bzw. krisenveranlasste Regulierung
 7. Pfadabhängigkeit und die Rolle von Konvergenz
 8. Thematische Eingrenzung
- IV. Unternehmens- und Kapitalmarktrechtliche Ansatzpunkte
 1. Ursachen der Finanzmarktkrise
 2. Ansatzpunkte im Bereich der Corporate Governance
 - a) Interne Corporate Governance
 - aa) Stärkung der Verantwortung des Vorstands
 - bb) Verbesserung der Compliance und des Risikomanagements
 - cc) Verbesserung der Aufsichtsratsarbeit
 - dd) Eigenkapitalausstattung und Liquiditätssicherung
 - ee) Kontrolle durch die Aktionäre
 - b) Externe Corporate Governance
 - aa) Bilanzrecht
 - bb) Abschlussprüfung
 - cc) Regulierung von Ratings
 3. Ansatzpunkte bei der Regulierung von Transaktionen und Produkten
 - a) Verbot von Mehrfachverbriefungen
 - b) Finanz-TÜV
 - c) Verbot spekulativer Leerverkäufe
- V. Fazit

Thesen

1. Modernes Unternehmens- und Kapitalmarktrecht kann nur noch sehr bedingt den klassischen Kategorien des Privatrechts und des öffentlichen Rechts zugeordnet werden. Vielmehr wird die traditionelle Einteilung des Rechtssystems in privates und öffentliches Recht überwunden, indem privatautonome und hoheitliche Regelungen zusammenspielen, wenn auch in unterschiedlichen Jurisdiktionen auf sehr unterschiedliche Weise.
2. Das Publizitäts- bzw. Transparenzprinzip bildet einen, vielleicht sogar *den* Grundbaustein des Europäischen Unternehmens- und Gesellschaftsrechts. Flankiert wird das Publizitätsprinzip durch neuere Ansätze in der Regulierung wie etwa das Prinzip des „comply or explain“ (§ 161 AktG).
3. Ähnlich wie die Unternehmenspublizität sind das Verfahrensrecht und das Aufsichtsrecht in den vergangenen Jahrzehnten immer stärker neben die klassische materiellrechtliche Regulierung durch Ge- und Verbotsnormen getreten.
4. Während die Frage der internationalen bzw. weltweiten Regulierung vergleichsweise neu ist und Rufe nach internationalen Regeln zur Flankierung der Kapitalmärkte und der unternehmerischen Aktivitäten ihrer Marktteilnehmer eigentlich erst im Zuge der jüngsten globalen Finanzmarktkrise laut wurden, hat die Suche nach dem rechten Maß an Einheit für das Europäische Unternehmens- und Kapitalmarktrecht eine gewisse Tradition.
5. Inzwischen setzt sich die Erkenntnis durch, dass die meisten Verhaltenspflichten, und zwar gleichviel, ob materielle Ge- und Verbotsnormen oder bloße Publizitätspflichten, effektiv nur durchgesetzt werden können, wenn sie haftungsrechtlich sanktioniert sind. Allerdings gibt es begreiflicherweise vielfache Widerstände gegen Haftungsverschärfungen.
6. Zunehmend reagieren Gesetzgeber mit branchenspezifischen oder krisengetriebenen Regelungen. Damit geht die sehr grundsätzliche Frage einher, ob bzw. in welchem Umfang diese Regelungen auch außerhalb der Branche bzw. des Sektors oder nach Bewältigung der Krise sinnvoll erscheinen. Hier lässt sich eine schleichende Tendenz zur Ausdehnung erkennen.
7. Zu beobachten ist eine wachsende Bereitschaft der Regelgeber zum Import fremder Regelungsinstrumente und –institute. Letztlich geht es hier um die Pfadabhängigkeit nationaler Rechtssysteme in ihre Fortentwicklung.
8. Zentraler Ansatzpunkt der Diskussion um die Ursachen der Finanzmarktkrise sind im Bereich der internen Corporate Governance die Bankenmanager, insbesondere die verantwortlich handelnden Mitglieder der Geschäftsführungsorgane von der Krise betroffenen Unternehmen, im anglo-amerikanischen Raum die board-Mitglieder, in Deutschland die Vorstände. Eine Stärkung der Verantwortung des Vorstands soll zunächst durch eine Änderung des Vergütungssystems erreicht werden.
9. Ein weiterer Ansatzpunkt ist die Verbesserung der Compliance und des Risikomanagements. Konkret wird vorgeschlagen, das Risikomanagement noch unabhängiger auszugestalten und den Unternehmen die Besetzung der Position eines Chief Risk Officer auf der obersten Managementebene vorzuschreiben.
10. Ein Dauerthema der Corporate Governance-Diskussion ist der Aufsichtsrat. Das hat sich durch die Finanzkrise verstärkt. Hier geht es zunächst um die sachgerechte personelle Besetzung der Aufsichtsorgane von Kreditinstituten. Gefordert wird verbreitet bessere Qualifikation und Vielfalt der Persönlichkeiten. Ob eine solche Diversifikation tatsächlich abhilft, ist unklar.
11. Ein weiterer Vorstoß geht dahin, das Aufsichtsorgan nicht nur im Interesse der Aktionäre, sondern auch im Interesse Dritter tätig werden zu lassen. Im Einzelnen wird vorgeschlagen, dass das Aufsichtsorgan bei wesentlichen bzw. systemischen Risiken an die Aufsichtsbehörde berichten solle oder auch bei seiner Entscheidungsfindung die Interessen der Einleger und anderer stakeholder zu berücksichtigen. Das ist in Deutschland wiederum bereits geltendes Recht.

12. Im Mittelpunkt der Diskussion um Maßnahmen im Bereich der internen Corporate Governance stehen die Eigenkapitalausstattung und die Liquiditätssicherung der Kreditinstitute. Eine dauerhafte Stabilisierung lässt sich nur durch eine Erhöhung der Eigenkapitalquote erreichen. Ferner darf eine eventuelle Risikoverlagerung nicht allein von internen Berechnungsmodellen abhängen, sondern muss von der Bankenaufsicht aufgrund eigener Modelle und Berechnungen kontrolliert werden.
15. Vorgeschlagen wird bei der internen Corporate Governance schließlich, die Aktionäre stärker in die Verantwortung für die Corporate Governance und ein angemessenes Risikoprofil ihrer Finanzinstitute zu nehmen. Eine solche Inpflichtnahme von Kleinaktionären (also nicht etwa von Mehrheitsaktionären) ist allerdings mit dem bisherigen Verständnis der mitgliederschafftlichen Treuepflicht in der Aktiengesellschaft schwer vereinbar.
16. Im Bereich der externen Corporate Governance wird gefordert, die fair value-Bewertung von Vermögenswerten (Marktwertbewertung, mark-to-market-Bewertung) durch eine weniger zyklisch wirkende Bewertungsmethode zu ersetzen. Eine Möglichkeit bestände darin, zum Niederstwertprinzip des deutschen HGB zurückzukehren und nach einem Vergleich von Markt- und Anschaffungswert den niedrigeren der beiden anzusetzen. Das wird häufig der Anschaffungswert sein und führt zusätzlich zu einem Eigenkapitalpuffer in Form einer stillen Reserve. Eine andere Lösung bestände darin, die Mindesteigenkapitalquote prozyklisch zu verändern.
17. Auch die Abschlussprüfung hat sich in den Augen viele Beobachter in der Finanzkrise als unzureichend erwiesen. Hier wird vorgeschlagen, den Bericht des Abschlussprüfers deutlich auszubauen und zu einem „Bericht über erhebliche Risiken in geprüften Finanzinstituten an das Aufsichtsorgan und die Aufsichtsbehörden“ auszudehnen sowie die Aufsichtsorgane zur effektiven Nutzung der Erkenntnisse der Abschlussprüfer anzuhalten.
18. Im Bereich der Rating-Agenturen hat die EU hier recht schnell reagiert und mit der Rating-VO die Rating-Agenturen sowohl einer Registrierungspflicht als auch behördlicher Aufsicht unterworfen. Darüber hinaus enthält die VO Mindeststandards für eine Unabhängigkeit der Rating-Agenturen.
19. Eine Ursache der Krise lag in der mehrfach gestuften Verbriefung von Kreditforderungen, wodurch der Kontakt mit dem zugrunde liegenden Risiko verloren ging. Verschärft wurde die Problematik dadurch, dass die emittierende Bank vielfach selbst nicht haftbar war. Manche schlagen vor, Mehrfachverbriefungen gänzlich zu verbieten. Dadurch wurde ein hohes Maß an Transparenz hergestellt und die Verantwortungsstrukturen wären klar erkennbar. Hingegen favorisiert die EU-Kommission ein abgestuftes Verfahren, bei dem die nationale Aufsichtsbehörde die angemessene Bewertung des Risikos der zugrunde liegenden Forderung prüft.
20. Sodann wird verschiedentlich die Einrichtung eines Finanz-TÜVs gefordert. Indessen ist hier Vorsicht geboten. Unklar ist zum einen, wer für eine solche Prüfung in Frage kommen soll, zum anderen, was genau der Inhalt der Prüfung sein soll.
21. Bei der Diskussion um den Leerverkauf von Wertpapieren muss differenziert werden: Grundsätzlich handelt es sich um ein sinnvolles Instrument, mit dem eine Bewertung an den Kapitalmarkt kommuniziert wird. Problematisch wird es, wenn Spekulanten durch das gezielte Streuen von Gerüchten den Markt manipulieren und eine Baisse herbeireden. Das Totalverbot ungedeckter Leerverkäufe zielt indes nach verbreiteter, nicht unwidersprochener Einschätzung über das Ziel hinaus und sollte durch ein zeitlich auf die Phase akuter Marktstörung beschränktes Verbot ersetzt werden.