

Prof. Dr. jur. Karl-Joachim Schmelz
Frankfurter Straße 198 B
61118 Bad Vilbel
Mobil: 0178 - 8036522
prof-dr-schmelz@web.de

Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
Herrn Vorsitzenden Dr. Volker Wissing
Platz der Republik 1
11011 Berlin

Stellungnahme

zum

Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und der FDP

**„Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen
mißbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte“**

BT-Drucksache 17 / 1952

Öffentlichen Anhörung am 16. Juni 2010

I.	VORBEMERKUNGEN	3
	A. Krise oder Entgleisung ?	3
	B. Untersuchungen und Kommissionen überall - nur nicht in Deutschland.....	5
	C. Die problematischen Geschäfte und Akteure.....	6
	1. Arten und Volumen von ‚Spekulationsgeschäften‘	6
	a. Währungs- und Zins-Swaps.....	6
	b. Devisentermingeschäfte und Devisentermoptionen.....	7
	c. Credit Default Swaps (‘CDS’).....	8
	d. Leerverkäufe.....	9
	e. Zertifikate	10
	f. Kombination und Synchronisation dieser Finanzinstrumente	11
	g. Fehlender volumenmäßiger (quantitativer) Befund und dessen Bedeutung für jegliche Regulierung	12
	2. Spekulanten	13
	3. Politik(er).....	14
	4. Bankenaufsicht	14
	5. Ratingagenturen.....	15
	6. Wissenschaft.....	15
II.	ZUM ENTWURF EINES GESETZES ZUR VORBEUGUNG GEGEN MISSBRÄUCLICHE WERTPAPIER- UND DERIVATEGESCHÄFTE (BT-DRS. 17 / 1952)	16
	A. Problem, Ziel und Lösung	16
	B. Alternativen.....	18
	D. Zu § 4a WpHG (neu)	18
	1. Unzureichende Regelung für die ‚Melde- und Veröffentlichungspflichten‘	18
	2. Verhältnis von Absatz 1 (BaFin) zu Absatz 5 (BMF)	19
III.	DESIDERATA	20
	A. Fehlendes Umgehungsverbot.....	21
	B. Gleichbehandlungs-Grundsatz	21

I. Vorbemerkungen

Der Gesetzentwurf ist grundsätzlich zu begrüßen, denn das ist jedenfalls besser als die seit 2007 gegebene regulatorische Untätigkeit angesichts nach allgemeiner Ansicht zwingend erforderlicher stärkerer Regulierung der Finanzmärkte.

Einige grundlegende und kritische Vorbemerkungen erscheinen allerdings erforderlich.

A. Krise oder Entgleisung ?

Bereits im Januar 2008 hat der Verfasser bei der Anhörung zum Risikobegrenzungsgesetz darauf hingewiesen, daß der Höhepunkt (oder besser: Tiefpunkt) der ‚Finanzmarktkrisen‘ noch längst nicht erreicht war.¹ Diese Feststellung ist aktuell für den Juni 2010 zu wiederholen.

Durch ‚Bankenrettungen‘ und ‚Konjunkturprogramme‘ wurde der Eintritt systemgefährdender Folgen der globalen ‚Finanzkrise‘ zwar zunächst verschoben; dabei und dadurch ist zur Erlangung eines ‚zeitlichen Aufschubs‘ aber das Bedrohungs- und Schadenspotential jeweils vervielfacht worden.²

Mit der Verlagerung der Lasten von den Banken auf die Staaten ist jedoch bereits das ‚Ende der Fahnenstange‘ erreicht. Eine *weitere, höhere* Ebene für die Verschiebung und Verlagerung der den Banken von den Staaten abgenommenen³ Lasten, um Zeit zu gewinnen, gibt es nicht mehr. Die Stunde der Wahrheit rückt näher.

¹ Stellungnahme des Verfassers vom 22.01.2008 (Anhörung am 23.01.2008) zum „Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken (Risikobegrenzungsgesetz) - Drucksache 16 / 17438“, Seite 4 ff.

² Das hat die Griechenland- und Euro-Krise ja wohl eindeutig gezeigt. In der 1. Stufe ‚mußten‘ einzelne Banken ‚gerettet‘ werden, in der 2. Stufe ‚mußte‘ Griechenland ‚gerettet‘ werden und in der binnen Tagen folgenden 3. Stufe ‚mußte‘ das gesamte Euro-System ‚gerettet‘ werden. Die jeweiligen Volumina sprechen für sich.

³ Wenn am ‚Bankenrettungs-Grundsatz‘ weiterhin pauschal festgehalten wird, werden weiterhin den Banken noch erhebliche, wahrscheinlich noch viel größere Lasten abzunehmen sein, vgl. etwa:
2010-06-07 - Rezessionsangst - Die rosigen Zeiten für Banken sind vorbei - Handelsblatt
2010-06-02 - Deutschen Banken stehen Umwälzungen bevor - Börsen-Zeitung

Die dramatische, sich ständig überraschend in neue Bereichen ausdehnende und sich überschlagende Entwicklung der globalen ‚Finanzkrise‘ seit dem Jahr 2007 hat die globale ‚Finanzmarktarchitektur‘ grundlegend in Frage gestellt und ein ungeheures, nicht für möglich gehaltenes Gefährdungspotential (gerade für die ‚Industrieländer‘) ans Licht gebracht. Die neuesten Entwicklungen zeigen, daß das ‚Monster‘ jedenfalls mit dem bisherigen Instrumentarium wohl bereits unbeherrschbar geworden ist.

Angesichts dieser Tatsachen erstaunt es, daß weiterhin unreflektiert (nur) von ‚Krise‘ gesprochen wird. Begrifflich ist eine ‚Krise‘, auch wenn sie länger andauert, ein *zeitlich vorübergehender* Zustand ⁴ mit dem unausgesprochenen begrifflichen Annex, daß eine ‚Krise‘ *grundsätzlich lösbar* ist (sonst verwandelt sie sich in eine ‚Katastrophe‘) und die ‚Lösung der Krise‘ in der Regel zum früheren oder gar einem ‚besseren‘ Zustand führt. Die Frage lautet bei dieser Betrachtungsweise: Was müssen oder können wir *reparieren* ?

Welche der seit 2007 gemachten Erfahrungen begründet aber die Annahme, daß es sich bei den betrachteten Erscheinungen um einen ‚*vorübergehenden Zustand*‘ der Finanzmärkte handelt ? Was rechtfertigt diese Hoffnung oder gar dieses Vertrauen ? Der bloße Wunsch, daß es doch bitte so sein möge ?

Was ist aber, wenn es sich nicht nur um eine ‚Krise‘ handelt, sondern um eine ‚Entgleisung‘ ? Was ist, wenn der vielbeschworene helle Schein ⁵ nicht das „Licht am Ende des Tunnels“ ist, sondern wenn es die „Scheinwerfer des entgegenkommenden Zuges“ sind ?

2010-05-01 - Gewerbeimmobilien - Die nächste Bombe tickt - Focus Online
2010-04-23 - DB-Research - Refinanzierungsrisiken bei Gewerbeimmobiliendarlehen
2010-06-11 - Stabilität der Weltfinanzen - Die Bankenkrise kehrt zurück - Zeit Online

- ⁴ „Krise“ ist ... eine „schwierige Situation“, eine „Zeit, die den Höhe- und Wendepunkt einer gefährlichen Entwicklung darstellt“. Nimmt die Entwicklung einen dauerhaft negativen Verlauf, spricht man von einer „Katastrophe“ oder von „Niedergang“ (Wikipedia). Schubert, Klaus / Martina Klein, Das Politiklexikon. 4. Aufl., Bonn 2006: „Krise bezeichnet eine über einen gewissen (längeren) Zeitraum anhaltende massive Störung des gesellschaftlichen, politischen oder wirtschaftlichen Systems. Krisen bergen gleichzeitig auch die Chance zur (aktiv zu suchenden qualitativen) Verbesserung.“
Vgl. auch: R. Koselleck, «Krise», in: Geschichtliche Grundbegriffe 3, hrsg. von O. Brunner et al., 1982, 617 - 650; W. L. Bühl, Krisentheorien, 1984
- ⁵ Seit Anfang 2008 ist mindestens einmal am Tag in irgendeinem Blättchen zu lesen oder in irgendeinem Senderchen zu hören, daß jetzt „*die Talsohle durchschritten*“ sei oder dann und dann das „*Ende der Finanzkrise*“ bevorstehe oder zu erwarten sei.

Wenn (wie nahezu täglich) bisher Udenkbares geschieht, ist es gewiß an der Zeit, das bisher Udenkbare zu denken. Die richtige Frage lautet dann (und muß jetzt lauten):

Wie konnte das geschehen und was läuft warum falsch an den Finanzmärkten ?

B. Untersuchungen und Kommissionen überall - nur nicht in Deutschland

Bereits in seiner Stellungnahme für den 19.09.2007 hat der Verfasser angeregt, das (unter Helmut Kohl und Gerhard Schröder weitgehend abgeschaffte) Gesetzgebungs-Element von den jeweiligen Ausschüssen zugeordneten ‚*interdisziplinären Fachkommissionen*‘ wieder aufzugreifen. Viele der erörterten Probleme hätten so wohl früher erkannt und vermieden werden können. Aus mehreren Gründen kann die objektivierende, kontinuierliche und systematisierende Arbeit solcher Kommissionen, die sich historisch bewährt haben, unter den aktuellen Bedingungen nicht durch die Parlaments-Ausschüsse und die Abgeordneten selbst geleistet werden. Leider ist diese Anregung des Verfassers bisher nicht aufgegriffen worden. Sie würde freilich auch einen grundsätzlichen ‚Politik-Wandel‘ bedeuten und berührt auch das Selbstverständnis der Abgeordneten.

Befremdlich und unverständlich ist, daß der Deutsche Bundestag noch immer keine umfassende Untersuchung zur ‚Finanzmarktkrise‘ durch eine mit entsprechenden Befugnissen ausgestattete Kommission veranlaßt hat.

Während in den USA laufend entsprechende Untersuchungen durch den Senat zu verschiedenen einschlägigen Themen stattfinden⁶ und z.B. Island mit einer entsprechenden Kommission gute (allerdings auch sehr politikkritische) Erfahrungen macht⁷, tut sich in Deutschland - nichts.

⁶ 2010-04-28 - Anhörung im US-Senat - RP ONLINE
2010-04-27 - Senatsanhörung - Schlagabtausch zwischen Senatoren und Goldman - FAZ
2010-01-13 - Anhörung zur Finanzkrise - US-Bankchefs räumen Fehler ein - Handelsblatt
US-Senats-Hearing: Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Credit Rating Agencies (23.4.10)

⁷ 2010-04-12 - Island - Juristen weinen über Finanzkrisen-Bilanz - Frankfurter Rundschau
2010-04-11 - Aufklärung - Island jagt die Schuldigen der Finanzkrise - WELT ONLINE

C. Die problematischen Geschäfte und Akteure

1. Arten und Volumen von ‚Spekulationsgeschäften‘

Für die Beurteilung der Frage, ob die vorgeschlagenen Eingriffs-Regelungen „sinnvoll“, d.h. überhaupt „geeignet“ sind, was Voraussetzung ihrer verfassungsrechtlichen Zulässigkeit ist⁸, bedarf es einer kurzen empirischen Orientierung.

Fraglich ist, ob der Bereich der ‚Absicherung‘ überhaupt in rechtlich hinreichend faßbarer Form vom Bereich der ‚Spekulation‘ abgegrenzt werden kann.

Fast alle Finanzinstrumente und Finanzderivate sind nämlich als „Absicherung gegen sachliche Risiken“ einsetzbar. International agierenden Unternehmen können z.B. Preisschwankungen bei Rohstoffen, Währungen oder Zinsen gefährlich werden. Dagegen können sie sich u.a. mit ‚Finanzderivaten‘ schützen. Dieser ‚normale‘ Einsatz von Finanzderivaten wird nicht als ‚Spekulation‘ bewertet.

Allerdings bieten diese Finanzderivate auch die Möglichkeit zur Spekulation, gerade auch für Finanzakteure, die entsprechenden sachlichen Unternehmens-Risiken gar nicht ausgesetzt sind. Wesentlichen Bereiche der Spekulation sind die ‚Arbitrage‘⁹ und das *Wetten auf fallende oder steigende Preise*.

Die nachfolgende Übersicht ist nicht erschöpfend.

a. Währungs- und Zins-Swaps

*Währungs-Swaps*¹⁰ sind Finanzderivate, bei denen zwei Vertragsparteien Zins- und Kapitalzahlungen in unterschiedlichen Währungen austauschen. Sie dienen vor allem der Absicherung von Währungsrisiken. Der Spekulationsgrad war ursprünglich eher gering, solange es keinen ‚Hebel‘¹¹ gab, sondern ‚voller Einsatz‘

2010-05-12 - Weitere isländische Ex-Bankchefs festgenommen - tagesschau_de
2010-06-07 - Islands Ermittler über Finanzkrisen-Bewältigung - TAZ

⁸ Siehe dazu unten, Seite 18.

⁹ Ausnutzen von Preisunterschieden auf verschiedenen Märkten

¹⁰ Insbesondere *Cross Currency Swap (CCS)*

¹¹ ‚leverage‘

geleistet werden mußte. Vertragspartner waren in der Regel Unternehmen und institutionelle Finanzakteure.

Zunehmend wurden *Währungs-Swaps* aber auch nicht mehr mit dem Ziel der Absicherung von tatsächlich gehaltenen Währungsrisiken, sondern mit dem Ziel der ‚Arbitrage‘ eingesetzt. Selbst geringe (prognostizierte) Differenzen beim ‚Zielkurs‘ können erhebliche Gewinne ermöglichen. Der Einsatz wird dann ‚gehebelt‘, d.h. erfolgt mit geringem Eigenkapital und ansonsten Krediten von Banken. Dies ist ein Geschäftszweig insbesondere von Hedgefonds, die über die Banken billiges Kapital von den Zentralbanken einsetzen können.

In den letzten Jahren wurden ‚Swaps‘ zunehmend sogar Privatanlegern zur Spekulation angedient, mit fatalen Folgen in der Finanzkrise.¹²

Alle vorstehend beschriebenen Geschäften können sich phasenweise auch gegen eine bestimmte Währung oder einen bestimmten Emittenten (z.B. Staat) richten und Druck auf diese(n) ausüben.

Das Volumen dieser Geschäfte ist nicht bekannt, da solche Kontrakte nicht meldepflichtig sind und daher nicht erfaßt werden.

b. Devisentermingeschäfte und Devisenterminoptionen

Devisentermingeschäfte sind verbindliche Vereinbarungen, eine bestimmte Währung gegen eine andere Währung zu einem im Moment des Geschäftsabschlusses fest vereinbarten Termin und zu einem festgelegten Kurs zu tauschen. Auch Devisentermingeschäfte dienen ursprünglich der Absicherung von Zahlungsforderungen gegen Währungsrisiken und der Abwälzung des Kursrisikos auf den Kontrahenten (meist eine Bank).

Die neuere Entwicklung entspricht im wesentlichen der zuvor zu den ‚Swaps‘ beschriebenen.

¹² <http://www.experten-branchenbuch.de/ratgeber/zinssatz-und-waerungsswaps-existenzbedrohende-form-der-geldanlage-fuer-privatanleger>

Devisenterminoptionen können als Kaufoptionen¹³ oder als Verkaufsoptionen¹⁴ auf die wichtigsten Währungen erworben werden. Es handelt sich um eine verfeinerte Form des (einfachen) Devisentermingeschäfts, bei dem kein voller Einsatz erbracht werden muß, sondern nur die ‚Optionsprämie‘ gezahlt werden muß. Diese Geschäftsart ist daher ein beliebtes ‚Zockerinstrument‘, da nur die ‚Optionsprämie‘ riskiert wird und der Optionskäufer grundsätzlich keine Erfüllungspflichtung übernimmt.

Das Volumen dieser Geschäfte ist grundsätzlich feststellbar, da diese Geschäfte an (vorzugsweise US-) Börsen gehandelt werden.

c. Credit Default Swaps (‘CDS’)

Ein *Credit Default Swap* ist ein *Kreditderivat* zum Handel mit Ausfallrisiken von Krediten oder Anleihen. Eine Vertragspartei (‚Sicherungsnehmer‘) bezahlt eine Gebühr (‚Prämie‘); dafür erhält er von der anderen Vertragspartei (‚Sicherungsgeber‘) eine Ausgleichszahlung, sofern das in dem CDS-Vertrag festgelegte Kreditereignis (‚*credit default*‘¹⁵) eintritt. Der CDS ähnelt damit einer *Kreditversicherung*. Im Grundsatz handelt es sich also auch hier um (per se nicht verwerfliche) ‚Absicherungsgeschäfte‘.

Allerdings kann je nach Vertragsgestaltung der Sicherungsnehmer die Ausgleichszahlung auch unabhängig davon erhalten, ob ihm durch das festgelegte Ereignis (‚*credit default*‘) überhaupt ein Schaden entsteht, d.h. ob er überhaupt sachlich das versicherte Risiko trägt.¹⁶ Credit Default Swaps sind also Instrumen-

¹³ ‚Call‘: Recht zum Abruf einer bestimmten Währungsmenge

¹⁴ ‚Put‘: Recht zum Andienen einer bestimmten Währungsmenge

¹⁵ ‚Kreditereignisse‘ sind:
Insolvenz: Unternehmensinsolvenz;
Drittverzugs Klausel: Fälligestellung des Kredits seitens des Darlehensgebers;
Verbindlichkeitsverzug: Nichteinhaltung einer Anleihe- oder Kreditklausel;
Nichtzahlung: Ausbleiben einer fälligen Zahlung;
Zahlungseinstellung: Zahlungsverzögerung oder Zahlungseinstellung von staatlichen Schuldnern; *Restrukturierung*: Umschuldung, Reduzierung oder Neuverhandlung zur Sanierung; (Seit Mitte 2009 stellt ‚Restrukturierung‘ für US-amerikanische CDS kein ‚Kreditereignis‘ mehr dar).

¹⁶ Das ist die bekannt gewordene ‚Brandversicherung auf das Haus des Nachbarn‘.

te, mit denen (auch völlig unabhängig von tatsächlich bestehenden Kreditbeziehungen) Kreditrisiken gehandelt werden, also auch spekuliert werden kann.

Wenn der Preis für CDS (die ‚Prämie‘) auf bestimmte Staatsanleihen steigt, gilt dies als ‚Risikoindikator‘ und verlangen die Kapitalgeber für die Staatsanleihen des fraglichen Landes höhere Zinsen. Der Preis für die CDS (die ‚Prämie‘) ist aber nicht durch sachliche Faktoren ¹⁷ determiniert, sondern wird zwischen den CDS-Vertragsparteien ausgehandelt und ist damit willkürlich beeinflussbar, kann also auch ‚nach oben getrieben‘ werden. Da die Folge gleichsam automatisch eine Erhöhung der vom jeweiligen Staat anzubietenden Zinsen ist, kann ein durch Panik (‚Herdenverhalten‘) oder durch Kartelle in die Höhe getriebener CDS-Preis verheerende Auswirkungen auf die Staatsfinanzierung haben.

In den letzten Jahren hat sich ein eigener Markt für diese Produkte entwickelt, bei dem es einzig und allein darum geht, Spekulations-Gewinne zu erzielen. Banken und (häufig ihre eigenen) Hedgefonds dominieren diesen Markt. Sie erwerben und handeln CDS auf z.B. Staatsanleihen, häufig ohne diese Anleihen selbst zu besitzen. Sie spekulieren entweder auf einen weiteren Anstieg der CDS-Prämien (dann: Verkauf der CDS-Verträge zu einem höheren Preis als dem Einstiegspreis) oder auf den Eintritt des festgelegten ‚Kreditereignisses (‚credit default‘, siehe Fußnote 15), der zur Auszahlung der ‚Versicherungssumme‘ führt (auch wenn mangels des Besitzes entsprechender Staatsanleihen gar kein Schaden eingetreten ist).

Das Volumen dieser Geschäfte ist nicht bekannt, da solche Kontrakte nicht meldepflichtig sind und daher nicht erfaßt werden.

d. Leerverkäufe

Finanzakteure können Staatsanleihen auch verkaufen, obwohl sie gar keine besitzen. Sie verpflichten sich dann, die Anleihen zu einem *späteren* Zeitpunkt zu einem jetzt vereinbarten Preis zu liefern. Spekuliert wird dann darauf, dass der Preis bis zum Liefertermin fällt und zum Liefertermin weniger bezahlt werden

¹⁷ z.B. Staatsverschuldung, Haushaltsdefizit, Leistungsbilanzdefizit

muß, als beim Verkauf vereinnahmt. In der Differenz besteht dann der Spekulationsgewinn.

Eine weitere Variante ist es, Staatsanleihen in großem Umfang auszuleihen (‚besicherte Wertpapierleihe‘) gegen das Versprechen, diese zu einem späteren Zeitpunkt gegen Rückgabe der Sicherheit dem Ausleiher zurückzugeben. Die ‚Sicherheit‘ wird ‚gehebelt‘, d.h. besteht nur in geringem Umfang aus Eigenkapital, überwiegend aus Bankkredit. Die ausgeliehenen Staatsanleihen werden dann zum aktuellen (hohen) Kurs verkauft. Spekuliert wird darauf, dass der Preis (‚Kurs‘) bis zum Rückgabetermin fällt und zum Rückgabetermin für die zurückzugebenden Anleihen weniger bezahlt werden muß, als beim Verkauf vereinnahmt. In dieser Differenz besteht dann der Spekulationsgewinn.

Auch durch solche *Leerverkäufe* lassen sich Negativentwicklungen im Staatsanleihenmarkt verstärken und beschleunigen. Insbesondere Hedgefonds leihen sich in großem Umfang Staatsanleihen aus, werfen diese sturzartig auf den Markt und treiben damit den Preis (den ‚Kurs‘) noch weiter nach unten. Genau dies ist aber die Grundlage ihres Spekulationsgewinnes - und u.U. eine Katastrophe für den kapitalsuchenden, anleihegebenden Staat, der wegen des Kursverfalls immer höhere Zinsen bieten muß, um seine Staatsanleihen los zu werden.

Das Volumen dieser Geschäfte ist nicht bekannt, da solche Kontrakte nicht meldepflichtig sind und daher nicht erfaßt werden.

e. Zertifikate

Zertifikate sind *Wertpapiere*¹⁸ und gehören zu den sog. ‚*strukturierten Finanzprodukten*‘. Sie werden von Banken emittiert und vorwiegend an Privatkunden verkauft. Damit wird es auch Privatanlegern ermöglicht, bestimmte (meist komplizierte) Strategien zu verfolgen oder in schwer zugängliche, normalerweise nur institutionellen Investoren vorbehaltene Anlagen zu investieren.

Der Handel findet zunehmend außerbörslich statt.

¹⁸ ‚Schuldscheine‘

Bei der Ausgestaltung von Zertifikaten ist der Phantasie keine Grenze gesetzt, es kann z.B. praktisch auf jede Währung, jede Staatsanleihe (‚Basiswert‘) und jede Kurs-Entwicklung gewettet werden. Die Liste der von Banken global angebotenen Finanz-Zertifikate umfaßt zigtausend Varianten.

Das Volumen dieser Geschäfte ist nicht bekannt, da solche Kontrakte nicht meldepflichtig sind und daher nicht erfaßt werden.

f. Kombination und Synchronisation dieser Finanzinstrumente

Natürlich stehen diese (und weitere) verschiedenen ‚Finanzderivate‘ nicht völlig zusammenhangslos nebeneinander. Sie werden von den ‚Finanzakteuren‘ unterschiedlich kombiniert, um das eigene Risiko zu begrenzen oder zu verlagern.

Insbesondere wenn durch diese Geschäfte bestimmte Wirkungen an den Finanzmärkten erzielt werden sollen, um ein Spekulationsziel zu erreichen oder ein Spekulationsergebnis zu verbessern, werden sie kombiniert und synchron eingesetzt.¹⁹ Eine Synchronisation kann sich aber auch zufällig aus sachlich-markttechnischen Gründen ergeben. Je nach Grad der gewollten oder zufällig sich ergebenden Synchronisation können sich Wirkungen gegenseitig neutralisieren, aber auch überlagern undverstarken (bis hin zu einem ‚Tsunami‘).

Ein auch nur alle ‚Finanzderivate‘ (geschweige denn alle ‚Finanzinstrumente‘) erfassendes systematisch-strukturelles oder gar mathematisch-quantitatives Modell der ‚Finanzmärkte‘, mit dem Entwicklungen und Wirkungen der ‚Finanzderivate‘ prognostiziert werden könnten, etwa gar auch noch quantitativ, gibt es schlicht nicht.

¹⁹ „Der am zweitmeisten Geld in 2009 verdienende Hedge-Fonds-Manager war George Soros mit einem Verdienst von 2,6 Milliarden Euro. Er ist weltberühmt, weil er 1992 öffentlich auf eine Abwertung des britischen Pfundes wettete. Zig Kollegen eiferten ihm nach, die Währung ging in den Keller – und Soros war viele hundert Millionen Euro reicher . Auch beim legendären Abendessen in New York sollen Vertreter seiner Firma dabei gewesen sein. So ist es denn kein Wunder, dass Soros den Euro öffentlich schlecht redete, denn auch mit Panikmache lässt sich Bewegung erzeugen.“

g. Fehlender volumenmäßiger (quantitativer) Befund und dessen Bedeutung für jegliche Regulierung

Es gibt keine verlässlichen *Zahlen* über das getätigte Volumen in den zuvor erörterten Geschäftarten im Einzelnen oder gar insgesamt. Selbst soweit einige ‚Finanzderivate‘ (auch) an Börsen gehandelt werden, sind die erfaßten Umsätze allenfalls ein *Indiz* für das emittierte und im Umlauf befindliche Gesamtvolumen.

Für die Jahre 2007 / 2008 wurde das gesamte ‚Bruttovolumen‘²⁰ alleine der ‚Finanzderivate‘ am sog. ‚OTC-Markt‘²¹ auf ca. 600 Billionen USD geschätzt.

Für einzelne Geschäftsarten gibt es Näherungszahlen (Indizien) und Schätzungen, weil es keine Überwachung, ja nicht einmal Meldepflichten für den derzeit immer noch auf rund 350 Billionen Euro (brutto) geschätzten Derivate-Markt gibt.

Einblick haben lediglich einige Banken wie Goldman Sachs oder die Deutsche Bank, die den Derivate-Handel ausführen und beherrschen.

Weder die BIZ²² noch die EZB verfügen über verlässliche Zahlen. Zeitnähere Zahlen gibt es bei der New Yorker DTCC²³, die aber auch ausdrücklich darauf hinweist, daß ihr Datenmaterial ebenfalls unvollständig ist, weil nicht sicher ist, daß ihr alle Geschäfte gemeldet werden.

²⁰ Summe der Nominalbeträge aller Verträge

²¹ Der *außerbörsliche Handel*, auch *OTC-Markt*, bezeichnet finanzielle Transaktionen zwischen Finanzmarkt-Teilnehmern, die nicht über die Börse abgewickelt werden. *OTC* steht dabei für „*Over The Counter*“. Der OTC-Handel wird auch als *Telefonhandel* bezeichnet, auch wenn er heute überwiegend auf elektronischem Wege abläuft. *OTC-Markt* ist also die Bezeichnung für den Freiverkehrsmarkt in den USA für Aktien und Anleihen im Interbankenhandel, der außerhalb der Verantwortung einer Börse stattfindet. Geschäfte werden insbesondere als *OTC-Geschäft* abgewickelt, wenn die beteiligten Partner das Geschäft nicht publik machen wollen („dark pools“).

²² Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, veröffentlicht halbjährliche Schätzungen

²³ “Es ist relativ schwer, die genaue Größe des Marktes für Kreditderivate einzuschätzen, da die meisten Produkte nicht zentral gehandelt werden und die verschiedenen Datensammellstellen unterschiedliche Erhebungsmethoden bzw. Datengrundlagen verwenden. Es gibt insgesamt drei Hauptanbieter: (1) die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), welche eine halbjährliche und eine umfassendere dreijährige Umfrage mit Hilfe der nationalen Notenbanken durchführt; (2) die International Swaps and Derivatives Association (ISDA), die eine halbjährliche Umfrage unter den Marktteilnehmern durchführt, sowie (3) die Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), welche wöchentlich aggregierte Informationen aus ihrer eigenen CDS Datenbank veröffentlicht, einschließlich aggregierter Nettopositionen für einzelne Referenzschuldner.” (DB Research Studie vom 8.3.2010)

Die aktuelle Feststellung bestimmter Entwicklungen an den globalen Finanzderivate- und Staatsanleihemärkten, die Häufung bestimmter Vorgänge und / oder der ‚Gleichklang‘ im Verhalten bestimmter Finanzakteure und Ratingagenturen *indizieren* allenfalls ein ‚acting in concert‘ im Hinblick z.B. aktuell auf bestimmte Staatsanleihen im Eurosystem, zumal sie durch ‚Fundamentaldaten‘ häufig nicht erklärbar sind oder sogar in klarem Widerspruch zu diesen stehen.

Bei der oben beschriebenen Sach- und Rechtslage zum Zahlenmaterial kann ‚mit Zahlen‘ ein bestimmtes (z.B. synchrones) Verhalten von Finanzakteuren in diesem Bereich nicht bewiesen, aber auch nicht widerlegt werden.²⁴

Unter diesen Umständen ist *Voraussetzung* für jegliche vernünftige Regulierung, daß für alle (sei es auch nur potentiell) relevanten Geschäftsarten Meldepflichten eingeführt werden, deren Nichtbeachtung empfindlich sanktioniert werden muß. Nur so werden Aufsichts- und Gesetzgeber überhaupt in die Lage versetzt, die Situation an den Finanzmärkten hinreichend zu beurteilen und regulativ ‚paßgenau‘ einzugreifen. Es ist ein schweres Versäumnis der deutschen Politik, daß dies nicht bereits im Jahr 2007, spätestens 2008 geschehen ist.²⁵

2. **Spekulant**

Es fehlt dem Verfasser dieses Papiers hier die Zeit, insoweit die an sich erforderliche empirische und begriffliche Klärung und Abgrenzung der Figur und der Funktion des ‚Spekulanten‘ zu erörtern.

Bei allen kritikwürdigen Fehlentwicklungen ist sicher, daß der undifferenzierte politische und mediale ‚Sprachgebrauch‘ insbesondere der letzten Monate dem Phänomen nicht im Entferntesten gerecht wird.

Auch insoweit ist leider ein Mangel an erforderlicher grundsätzlicher Analyse und Diskussion festzustellen, der zu fatalen Fehleinschätzungen und falschen Reaktionen führen kann.

²⁴ Deswegen war eine entsprechende Meldung der BaFin (2010-03-08 - *Bisher keine Anhaltspunkte für massive Spekulation gegen griechische Anleihen*) gelinde gesagt ‚irreführend‘; vgl. auch 2010-05-05 - BaFin - Spekulieren über Spekulanten - FTD

²⁵ Zur Kritik der jetzt vorgeschlagenen diesbezüglichen Regelungen siehe unten, Seite 18 ff.

3. Politik(er)

Politiker aller früher oder jetzt an der Regierung beteiligten Parteien, Bundes- und Landespolitiker, überbieten sich darin, selbstentlastend ‚die Banker‘ für die anhaltende Finanzkrise verantwortlich zu machen. Ausgeblendet wird dabei das eigene Versagen der Politik(er) als Gesetzgeber und als Aufsichtsräte gerade der in die größten Strudel geratenen Banken²⁶.

Ohne eine sehr selbstkritische Reflektion des *eigenen* Beitrags zu dem angerichteten Desaster seitens der Politik(er) wird die zwingend erforderliche Korrektur der ‚Finanzmarktarchitektur‘ nicht zu schaffen sein.

Vor allem aber lenkt die Verengung des Blicks auf (sicher in erheblichem Umfang gegebene) individuelle Verantwortlichkeiten („Gier“) davon ab, daß es im Verlauf der letzten 20 Jahre zu grundlegenden *systemischen* Fehlentwicklungen und Verwerfungen an den Finanzmärkten gekommen ist, die gerade auch ‚politisch-ideologisch induziert‘ waren („Deregulierung“).

4. Bankenaufsicht

Wenig die Rede ist vom Versagen der Bankenaufsicht durch die (unabhängige) Deutsche Bundesbank und die (weisungsgebundene) BaFin. Zwar ist die für Fachleute befremdliche politische Diskussion über eine (erneute) ‚Umorganisation‘ der Bankenaufsicht abgeklungen. Es fehlt jedoch nach wie vor an der erforderlichen grundsätzlichen Diskussion über die Gründe für das festgestellte Versagen und die Möglichkeiten der Abhilfe.

²⁶ Im Aufsichtsrat der der KfW saßen seinerzeit z.B.: *Michael Glos* (Bundesminister für Wirtschaft und Technologie), *Peer Steinbrück* (Bundesminister der Finanzen), *Frank Bsirske* (ver.di), *Kurt Faltlhauser* (Staatsminister des Bayerischen Staatsministeriums der Finanzen a.D.), *Sigmar Gabriel* (Bundesminister für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit), *Peter Jacoby* (Minister der Finanzen des Saarlandes), *Roland Koch* (Ministerpräsident des Landes Hessen), *Oskar Lafontaine* (Mitglied des Deutschen Bundestages), *Helmut Linssen* (Minister der Finanzen des Landes Nordrhein-Westfalen), *Matthias Platzeck* (Ministerpräsident des Landes Brandenburg), *Horst Seehofer* (Bundesminister für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz), *Frank-Walter Steinmeier* (Bundesminister des Auswärtigen), *Heidmarie Wiecek-Zeul* (Bundesministerin für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung). Offensichtlich war keine dieser Personen dazu befähigt, auch nur die richtigen Fragen zu stellen.

5. Ratingagenturen

Einigkeit besteht zwar allgemein hinsichtlich der Verantwortlichkeit der Ratingagenturen. Die Regulierung dieses Bereich ist in Gang, bleibt jedoch ebenfalls an der Oberfläche stecken und ‚kuriert an Symptomen‘.

Die entscheidende Frage, wie es möglich war, daß in staatlichen Regelwerken (z.B. ‚Basel II‘) diesen gewinnorientierten, privatnützigen Unternehmen, die sich teilweise in der Hand sog. ‚Spekulanten‘ befinden, eine derart entscheidende Rolle zugewiesen werden konnte und wie diese Fehlkonstruktion wieder beseitigt werden kann, ist noch nicht einmal *gestellt*, geschweige denn hinreichend diskutiert worden.

6. Wissenschaft

Nicht nur politisch erfahrene und unabhängige Ökonomie-Nobelpreisträger stellen fest, daß *niemand* mehr die Wirkungszusammenhänge in den internationalen Finanzmärkten hinreichend sicher kennt.²⁷ Etwa wöchentlich tauchen neue Wirkungszusammenhänge in neue Bereiche hinein auf. Zuverlässige Vorhersagen, geschweige denn seriöse Prognosen über die komplexe weitere Entwicklung sind unter diesen (in der ökonomischen Theorie weitgehend unstrittigen) Umständen - entgegen dem in der Öffentlichkeit erweckten Eindruck - schlicht nicht möglich.

Die politische Diskussion (die mediale ohnehin) nimmt bisher nicht zur Kenntnis, daß sich im gesamten Bereich der Wirtschaftswissenschaften auch auf internationaler Ebene die Erkenntnis durchgesetzt hat, daß die Theoriegebäude, welche in den letzten 25 Jahren als ‚herrschend‘ angesehen wurden, mit gravierenden Fehlern belastet sind.²⁸

Das ist deswegen fatal, weil nahezu alle wesentlichen ‚wirtschaftspolitischen Glaubenssätze‘ aus diesen fehlerhaften Theorien abgeleitet oder übernommen

²⁷ 2007-11-29 - Nobelpreisträger Stiglitz - Die Krise kennt viele Gewinner - DIE PRESSE
2008-01-05 - Joseph Stiglitz - Die Zeche zahlen alle - FTD
2007-11-19 - Joseph Stiglitz - Die große Heuchelei - FTD

²⁸ 2009-04-27 - Gastkommentar - Die abgedrehte Wissenschaft (John Kay) - FTD
2010-04-21 - Finanzkrise - Hätte man doch auf die Krisenpropheten gehört - Handelsblatt
2010-04-09 - Der Schwarze Schwan kehrt zurück – RiskNET
2010-02-15 - Kritische Literatur - Frontal gegen die Ökonomie - Handelsblatt

worden sind und nach wie vor unreflektiert die ‚politischen Schlachtfelder‘ ideologisch beherrschen.

Ohne eine kritische Reflektion des von diesen fehlerhaften Theorien und den daraus abgeleiteten ‚wirtschaftspolitischen Postulaten‘ geleisteten Beitrags zu dem angerichteten Desaster wird die zwingend erforderliche Korrektur der ‚Finanzmarktarchitektur‘ nicht gelingen.

II. Zum Entwurf eines Gesetzes zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte (BT-Drs. 17 / 1952)

A. Problem, Ziel und Lösung

Die Beschreibung des Gesetzentwurfs zu ‚*Problem, Ziel und Lösung*‘ beginnt bereits mit beträchtlichen geistigen und sprachlichen Verwirrungen.

Angeblich stellen die erfaßten Geschäftsarten „für die Stabilität der Finanzmärkte eine Bedrohung dar“ und sollen deswegen „verboten werden“.

Das ist deswegen irreführend und falsch, weil „die Finanzmärkte“ durchaus „stabil“ sind und sich diese Stabilität gerade durch die „Ausweitung der Turbulenzen auf die Märkte für Staatsanleihen von Mitgliedsstaaten der EU und die Volatilität des Euro“ und die „negativen Marktentwicklungen“ erhalten.

Die Verfasser des Gesetzentwurfs verwechseln Ursache und Wirkung. Die bezeichneten „Turbulenzen“ und „negativen Marktentwicklungen“ sind weder Ursachen der ‚Finanzkrise‘, noch der ‚Griechenland - Euro - Krise‘, sondern deren Folge.

Ursächlich dagegen sind deutlich gewordene langfristige und grundsätzliche Fehlentwicklungen und Verwerfungen an den Finanzmärkten (Finanzkrise) und im Eurosystem (Griechenland-Euro-Krise). *Darauf* reagieren die Finanzmärkte mit den „Turbulenzen“ und „negativen Marktentwicklungen“ und haben diese Ursachen damit teils erst erkennbar, jedenfalls aber unübersehbar und nicht mehr ignorierbar gemacht.

„Bedroht“ durch die „Turbulenzen“ ist nicht die „Stabilität der Finanzmärkte“, die helfen sich schon selber, sondern sind (bestimmte) Banken und Staaten, die sich riskant oder falsch verhalten haben. Es geht also nicht um die ‚Stabilisierung der Finanzmärkte‘, sondern um die ‚Stabilisierung‘ und Rettung bestimmter Banken und Staaten.

Verfassungsrechtlich ist es eine ‚offene Flanke‘ des vorgeschlagenen Gesetzes, daß es durch diese begriffliche und sprachliche Verwirrung im Grunde an einer grundrechtsrespektierenden Begründung für die vorgeschlagenen Eingriffe in die Vertrags- und die Berufsfreiheit (siehe unten, Seite 19) *fehlt*.

Wenn es gar nicht um die „Stabilität der Finanzmärkte“ geht, sondern um etwas anderes, können aus der Betrachtung und Beurteilung der „Stabilität der Finanzmärkte“ auch keine Argumente und Begründungen für beabsichtigte Eingriffe (Verbote) und deren Ausgestaltung hergeleitet werden. Es handelt sich dann bei der ‚Begründung‘ für die Anordnungs- (BaFin) und Verordnungsermächtigungen (BMF) um sog. ‚Leerformeln‘, also um ‚maßlose‘ Ermächtigungen, die verfassungsrechtlich nicht haltbar sind.

Um verfassungsrechtliche Konsequenzen zu vermeiden, müßte zumindest in der Begründung des Gesetzes klargestellt werden, daß mit der Formel „Stabilität der Finanzmärkte“ die ‚Stabilität von Mitgliedsstaaten des Eurosystems‘ (nicht: der EU) und die ‚Stabilität des Euro‘ gemeint ist.

Letzteres (‚Stabilität des Euro‘) begegnet aber sofort wieder erheblichen Bedenken. Letztlich ging und geht es bei den diesbezüglichen „Turbulenzen“ und „negativen Marktentwicklungen“ um das Verhältnis des Euro zu anderen Währungen (insbesondere zum US-Dollar). Wann ist in diesem Sinne aber der Euro ‚stabil‘? Wer soll das beurteilen? Die BaFin oder das BMF? Bedeutet ‚stabil‘ einen feststehenden Währungskurs? In Bezug auf welche Währung? In welcher Höhe? Die Wünsche und Erwartungen der verschiedenen Wirtschaftssubjekte und Branchen an die Entwicklung des Währungskurses zu verschiedenen Währungen sind durchaus unterschiedlich, teil sogar gegenläufig. Soll darüber nun die BaFin oder das BMF entscheiden? Nach welchen Maßstäben?

Ohne Konkretisierung der Entscheidungsgrundlagen und –parameter insoweit in der Ermächtigungsgrundlage (dem vorgeschlagenen Gesetz) ist die diese ‚Ermächtigung‘ unbestimmt und daher verfassungswidrig.

B. Alternativen

Auch deswegen gibt es sehr wohl ‚Alternativen‘.

Die BaFin hat bereits weitgehend entsprechende Regelungen durch Allgemeinverfügung in Kraft gesetzt. Es besteht daher gar kein sachlicher Grund für einen erneut überhasteten ‚Schnellschuß‘, sondern wohl nur allgemeine politische Gründe.

Zudem arbeiten EU-Kommission und -Parlament an einer entsprechenden europäischen Regulierung²⁹, sodaß eine deutsche (gesetzliche) Sonderregelung möglicherweise entbehrlich ist.

D. Zu § 4a WpHG (neu)

Insoweit konnte der Verfasser (noch) keine umfassende Prüfung des gesamten Gesetzentwurfs vornehmen, sondern spricht nachfolgend nur einzelne ‚ins Auge springende‘ Punkte an.

1. Unzureichende Regelung für die ‚Melde- und Veröffentlichungspflichten‘

Da die Wirkung bzw. Effektivität des Verbots von ‚Leerverkäufen‘ und ‚CDS-Geschäften‘ selbst umstritten ist, liegt das eigentlich Neue und der eigentliche Kern der vorgeschlagenen Regelungen bei den vorgesehenen (neuen) Melde- und Veröffentlichungspflichten.³⁰

²⁹ 2010-06-15 - Brüssel zügelt die Leerverkäufe - Wiener Zeitung
2010-06-15 - EU-Parlament drängt auf Regulierung des Derivatehandels - Euractiv_de

³⁰ Siehe dazu bereits oben, Seite 12 ff.

Die diesbezüglichen Regelungen³¹ sind viel zu schwach und nicht hinreichend mit Sanktionen bewehrt.

Das reicht nicht, um zu einer effektiven Aufsicht über die fraglichen Geschäftsarten zu kommen.

2. Verhältnis von Absatz 1 (BaFin) zu Absatz 5 (BMF)

Nicht ganz klar erscheint das Verhältnis von Absatz 1 (Anordnungsermächtigung für die BaFin) zu Absatz 5 (Verordnungsermächtigung für das BMF).

Die *Regelungsgegenstände* für ‚Anordnungen‘ der BaFin sind in Absatz 1, Ziffer 1, lit. a und b und für ‚Rechtsverordnungen‘ des BMF in Absatz 5, Ziffer 1, lit. a und b mit (soweit erkennbar) gleichem Wortlaut beschrieben. Bei den *Regelungsgegenständen* besteht also *kein* Unterschied.

Unterschiedlich beschrieben sind jedoch die *Ermächtigungs-Voraussetzungen*, soweit anders als bei der Anordnungsermächtigung für die BaFin (Abs. 1, erster Satz) bei der Verordnungsermächtigung für das BMF (Abs. 1, erster Satz) „*erhebliche*“ Nachteile vorausgesetzt und verlangt werden. Dem liegt ersichtlich die Vorstellung von einer *unterschiedlich hohen Eingriffs-Schwelle* für BaFin und BMF zugrunde. Die BaFin soll also unter erleichterten (sehr weit und möglicherweise nicht hinreichend bestimmt gefaßten) Voraussetzungen in die Finanzmärkte eingreifen können, das BMF nur unter erschweren Voraussetzungen („*erhebliche Nachteile*“), die ansonsten aber gleich weit und möglicherweise nicht hinreichend bestimmt gefaßt sind.

Es ist fraglich, ob dies zulässig und ob das zweckmäßig ist.

Bei den vorgeschlagenen Regelungen handelt es sich um einen Eingriff in die *Vertragsfreiheit* nach Art. 2 I GG und bei bestimmten betroffenen Gruppen außerdem um einen Eingriff in die *Berufsfreiheit* nach Art. 12 I GG. Solche Eingriffe müssen *geeignet* und *erforderlich* und dürfen nicht *unverhältnismäßig* sein.

³¹ Dafür bedürfte es freilich gar keines neuen Gesetzes, sondern diese könnten von der BaFin bereits nach geltendem Gesetzesrecht angeordnet werden.

Da *Anordnungen* der BaFin („Allgemeinverfügung“) für die Betroffenen nicht anders wirken als *Rechtsverordnungen* des BMF, dürfte verfassungsrechtlich sehr zweifelhaft sein, ob die BaFin wirklich eingreifen darf, auch wenn die (drohenden) Nachteile nicht als „*erheblich*“ zu bewerten sind.³²

Das würde der BaFin nämlich die verfassungsrechtlich zweifelhafte Möglichkeit einer eigenständigen ‚Finanzmarktstrategie‘ und deren Durchsetzung mittels nahezu beliebiger Anordnungen eröffnen.

Diese Bedenken werden auch nicht dadurch ausgeräumt oder ‚geheilt‘, daß *Anordnungen* der BaFin anscheinend als nur „*vorübergehend*“ gedacht werden, denn das ändert an der *Eingriffstiefe* nichts.

Außerdem spricht der Wortlaut von Absatz 1, Satz 2 („*Insbesondere kann die Bundesanstalt vorübergehend*“) nach allgemeinen Auslegungsregeln eher dagegen, daß Anordnungen der BaFin immer nur „*vorübergehend*“ gelten dürften.

Es dürfte richtig und klarer sein, die *Ermächtigungs-Voraussetzungen* für die BaFin und das BMF anzugleichen („*erhebliche Nachteile*“) und bei der *Rechtsfolgen-Ermächtigung* klar zu unterscheiden dahingehend, daß *Anordnungen* der BaFin immer nur „*vorübergehend*“ gelten dürfen, wobei deren Geltungsdauer gesetzlich nach oben zu begrenzen wäre (z.B. „*für höchstens zwölf Monate*“).^{33 34}

III. Desiderata

Einige Regelungen fehlen.

³² Auch § 4 Absatz 1 Satz 2 WpHG setzt für Eingriffsbefugnisse der BaFin generell „*erhebliche Nachteile*“ voraus. Ein Unterschreiten dieser generellen *Eingriffs-Schwelle* speziell für ‚Leerverkäufe‘ und ‚CDS-Geschäfte‘ erscheint sachlich nicht gerechtfertigt und daher verfassungsrechtlich nicht haltbar.

³³ Dies würde dann bedeuten, daß bei Gefahren oder Störungen, die länger als 12 Monate andauern, der Ordnungsgeber (BMF) tätig werden muß.

³⁴ Dies würde dann auch automatisch für die „*Aussetzung des Handels*“ durch die BaFin nach § 4a, Absatz 1, Ziffer 2. WpHG (neu) gelten. Auch insoweit erscheint verfassungsrechtlich eine Begrenzung hinsichtlich der Geltungsdauer erforderlich.

A. Fehlendes Umgehungsverbot

Wer ernsthaft ‚Regulierung‘ und ‚Aufsicht‘ über die betreffenden Geschäftsarten will, muß die vorgeschlagenen Regelungen unbedingt um ein (auch sonst übliches) ‚Umgehungsverbot‘ ergänzen.

B. Gleichbehandlungs-Grundsatz

Wer durch diese Gesetzgebung die internationalen Bemühungen um eine stärkere und bessere Regulierung der Finanzmärkte vorantreiben will, müßte durch gesetzliche zwingende Regelung eines (auch sonst üblichen) ‚Gleichbehandlungs-Grundsatzes‘ sicherstellen, daß Deutschland den Schutz außer-europäischer Staaten und Währungen gewährleistet, wenn diese ihrerseits den Schutz der Mitgliedsstaaten des Eurosystems und des Euros gewährleisten.

Bad Vilbel, den 15. Juni 2010



Prof. Dr. Karl-Joachim Schmelz