

Finanzmarktstabilisierung und Re-Ethisierung im Wirtschaftsrecht

Harald Herrmann

Der Beitrag zeigt, wie dem Vertrauensverlust in der Finanzkrise nicht durch Re-Regulierung, sondern durch moderate Re-Ethisierung entgegen gewirkt werden kann. Im Kern geht es dabei um Legitimationsfragen eines hinreichend wettbewerbskonformen Finanzmarktstabilisierungsrechts. In praktischer Hinsicht wird hauptsächlich versucht, Bilanzhilfen in der Krise zu legitimieren und dem Protektionismus im FMSSt-Recht entgegen zu wirken. Zudem werden die Zusammenhänge des FStMG mit dem Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht sowie dem bürgerlichen Recht und Arbeitsrecht vertieft.

Gliederung

I. Einleitung: Re-Regulierung und Re-Ethisierung

II. Krisenphänomene und -ursachen

1. Subprime Credits und Credit Default Swaps
2. Konsequenzen für Banken und Versicherungen
3. Andere Unternehmen mit Systemrelevanz
4. Ursachenanalyse und rechtsethische Aspekte
 - a. Störungen auf den US-Ursprungsmärkten
 - b. Internationale Auswirkungen und Analysen zur sog. Profitgier

III. Deutsches Stabilisierungsrecht im Kontext

1. Stille Lasten nach § 341b HGB und BilMoG
2. Informationspflichten im Wertpapierhandel
3. Statshilfen
 - a. Organisation und Verfahren
 - b. Rekapitalisierung und Enteignung
 - c. Staatsgarantien und Unternehmenskontrollen
 - d. Modifikationen des Fusionskontroll- und Übernahmerechts
 - e. Kontrolle von Gehältern und Bonus-Zahlungen
 - f. Bad Banks

IV. Europarechtliche Rahmenbedingungen

1. Staatliche Hilfen gem. Art. 87 EGV
2. EU-Leitlinie zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten
 - a. Ausschnitte des Originaltextes der Kommission v. 1/15/2009
 - b. Kurzkomentare

V. Zusammenfassung und Ausblick

I. Einleitung: Re-Regulierung und Re-Ethisierung

Die Finanzkrise von 2008 wird in der Presse nicht nur als Auswirkung mangelnder Bankenaufsicht in den USA, sondern auch als Folge der Deregulierung der europäischen Bankwirtschaft begriffen.¹ Re-Regulierung sei deshalb geboten, ohne dass man mit den wirtschaftsrechtlichen Instrumenten liberaler Provenienz allzu vorsichtig umzugehen hätte.²

¹ Vgl. nur U. Heuser, Die Zeit, 13.8.2009, S. 1; Helmut Schmidt, ebd., 25.9.2008 sprach von der „...profitbesoffenen Euphorie, die sich von der Wall Street über große Teile der nordamerikanischen Nation und nach England ausgebreitet hat, von dort aus über die ganze Welt bis in den Fernen Osten... Der Präsident (sc. Bush jr.) und seine Umgebung waren von der Ideologie erfüllt: Das regelt alles der Markt. Dabei wäre dieser Crash vermeidbar gewesen. Wenn man nur rechtzeitig das getan hätte, was man jetzt glaubt tun zu sollen, aber möglicherweise nur halbherzig tun wird: schärfere Kontrollen einführen, Sicherheits- und Transparenzbestimmungen für Finanzierungsinstrumente erlassen und eine deutlich stärkere Aufsicht über Finanzinstitute, Banken, Fonds, finanzielle Zweckgesellschaften und dergleichen ins Leben rufen.

² In diese Richtung gehen etwa die Ausführungen von Köndgen, ZBB 2009, 144 ff., der das Bankrecht als wirtschaftsrechtlichen „Ausnahmebereich“ ansieht (ebd. S. 145), obgleich eben diese Ausnahmestellung seit

Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz von 2008 (FMStG)³ und dessen Ergänzungsgesetz von 2009 (FMStErgG)⁴ sowie das Fortführungsgesetz (FMStFortfG)⁵ sind dem nicht gefolgt und versuchen, den Leitlinien der EU-Kommission zu entsprechen, indem gefordert wird, die Eingriffe in den Wettbewerb der Finanzinstitute im Rahmen des Verhältnismäßigkeitsprinzips⁶ und als ultima ratio auszugestalten, um Missbräuchen der Staatshilfen gegenüber Mitbewerbern nach Kräften entgegen zu wirken. Auch wird der Staat durch eine Generalklausel zum Kontrolleur einer „umsichtigen Geschäftspolitik“ ermächtigt⁷, eine Rechtstechnik, die andernorts treffend als Re-Ethisierung gekennzeichnet worden ist.⁸ Ob diese maßvolle Sichtweise überall eingehalten ist, und wo etwa doch noch Korrekturbedarf besteht, soll im Folgenden anhand der wichtigsten Detailregelungen des deutschen und europäischen Rechts überprüft werden.

Die Untersuchung beginnt mit einigen Angaben zur Auslösung und zum Umfang der Krise und versucht, daraus einige Schlüsse zum Verursachungsbeitrag der europäischen Deregulierung im Bereich Banken und Versicherungen abzuleiten (II.). Es folgt ein Überblick über das deutsche FMStG und die damit zusammenhängenden Regelungen (III.). Erst zum Schluss wird auf die europarechtlichen Rahmenbedingungen eingegangen, wobei zunächst das Primärrecht des Art. 87 EGV im Vordergrund steht (IV.1), um sodann auf die beiden Leitlinien der Kommission von 2008 zurückzukommen (IV.2). V.a. in diesem Schlussteil ist die Untersuchung noch skizzenhaft, da es sich um einen Bericht über eine laufende Untersuchung handelt. Wenn gleichwohl bereits jetzt publiziert wird, so geschieht dies in der Erwartung frühzeitiger öffentlicher Diskussion.⁹

II. Krisenphänomene und -ursachen

1. Subprime Credits und Credit Default Swaps. Die Welt-Finanzmarktkrise wird allgemein auf Fehler der Banken in den USA bei der Finanzierung von Privathäusern durch sog. subprime credits (sc.) zurückgeführt. Dabei handelt es sich zunächst um gewöhnliche Hypothekendarlehen, die beim Kauf oder Bau von Häusern vergeben und mit Hypotheken abgesichert werden. Aber das Besondere ist, dass die Darlehensforderung von der Bank an eine Zweckgesellschaft abgetreten und dort mit vielen gleichartigen und ebenfalls abgetretenen Forderungen durch Verbriefung zusammengefasst wird. D.h. für die Summe der an die Zweckgesellschaft abgetretenen Forderungen wird eine Inhaberschuldverschreibung emittiert, wonach die Anleger die gestückelten Beträge an die Zweckgesellschaft gegen Übergabe des Papiers zahlen und bei Ablauf den Nominalbetrag zurück erhalten. Zwischenzeitlich wird das Papier an der Börse gehandelt, so dass das Rückzahlungsrisiko des Darlehens vom Kapitalmarkt bewertet werden kann. Je sicherer die Darlehensrückzahlungen aufgrund des Marktimage des emittierenden Instituts sind, desto höher der Kurs der verbrieften Schuldverschreibung.

der europäischen Deregulierung der Bankwirtschaft beseitigt worden ist (s.u. zu II.4); ähnlich – aus ökonomischer Sicht – *M. Hellwig*, Systematic Risk in Financial Sector, <http://ssrn.com/abstract=1309442>; vgl. aber *Herrmann*, Banking Law and Credit Securities, in ders./Emmerich-Fritsche (Hrsg.), European Financial Business Law, 2010, im Erscheinen, chapter 3.

³ Genaue Funstelle s.u. zu III. vor 1.

⁴ S. III.vor 1.

⁵ S. III.vor 1.

⁶ Näher s. *Herrmann*, a.a. (vorige Fn.). ch. 3 II.2 (banking law) and ch. 4 B II (insurance law); fehlerhaft geht *Köndgen*, ZBB 2009, 144 bis heute davon aus, dass das deutsche und europäische Bankwirtschaftsrecht als „Ausnahmebereich“ vom wettbewerbslich geprägten Wirtschaftsrecht anzusehen sei; ähnlich – aus ökonomischer Sicht – *M. Hellwig*, Systematic Risk in Financial Sector, <http://ssrn.com/abstract=1309442>.

⁷ § 10 FMStG; nur z.T. konkretisierend § 5 FMStV; näher zu den Rechtsgrundlagen s.u. zu III vor 1.

⁸ *D. Reuter*, in: *Bydliński/Mayer-Maly* (Hrsg.), Die ethischen Grundlagen des Privatrechts, 1994, S. 105, 108; zustimmend *Pawlowski*, ebd. S.157.

⁹ Zu den Zwecken der NWiR als Internet-Zeitschrift s. Heft 1.

Die Verbriefung von Forderungen ist keine Spezialität der Baufinanzierung, sondern seit längerer Zeit als sog. asset backed securities (abs.) bekannt. Trotz der GroÙeinbrüche, die die sc. Auf den US-Märkten verursacht haben, sind die abs. nicht generell als marktschädliche Finanzinstrumente einzuordnen; denn die Schadensursachen liegen v.a. in der fehlerhaften Handhabung durch die amerikanischen Kreditinstitute und Zweckgesellschaften. Vor allem wurde die Beleihung der kreditierten Immobilie mit Grundschulden weit unterhalb der üblichen Beleihungsgrenzen im Vertrauen darauf praktiziert, dass die Kapitalmärkte die dadurch erhöhten Risiken verkraften würden. Man ging zwar richtiger Weise davon aus, dass die Kapitalmärkte ein Vielfaches an Risiken bewältigen werden, als es etwa Kreditinstitute oder Versicherungen tun können. Aber auch den abs. sind eben Grenzen gesetzt, die in den USA seit Langem bei den Baufinanzierungen überzogen wurden.

Zwei der wichtigsten Immobilienfinanzierer mit gebündelten Hypothekenkrediten und Forderungsverbriefungen sind die Freddie Mac¹⁰ und das größere Schwesterinstitut Fannie Mae¹¹, die zusammen fast die Hälfte der US-Hypothekenanleihen garantierten.¹² Ihnen kommt in den Rettungsplänen gleich näher zu besprechenden der Regierung eine zentrale Rolle zu.¹³ Die Papiere wurden zudem versichert, wobei die beiden größten Konkurrenten AMBAC und MBIA in der Folge der Milliardenabschreibungen ebenfalls hilfsbedürftig wurden.¹⁴

Entsprechendes gilt leider auch für andere Finanzierungsformen, wie die credit default swaps (cds.), die Anfang 2007 einen Umfang in den USA von 62 Billionen Dollar ausgemacht haben sollen.¹⁵ Diese ähneln in der Vertragsgestaltung den Kreditversicherungen, so dass bei Eintritt der Insolvenz des Schuldners der Forderungen eine bestimmte Summe an den Gläubiger zu zahlen ist, bei Nichteintritt aber der Dritte (Sicherungsgeber) die im Referenzzeitraum (meist 6-10 Jahre) an ihn geleisteten Sicherungsentgelte behalten darf. Konkurrieren mehrere Sicherungsgeber auf dem Kapitalmarkt, so bildet sich für die Sicherungsentgelte ein Marktpreis, der sog. spread, der wiederum eine Bewertung des Risikos durch die Großzahl der Marktteilnehmer darstellt.

Auch hier tritt also die Marktpreisbildung an die Stelle der individuellen Risikoeinschätzung eines einzelnen Kreditgebers, so dass die überlegene Risikobewältigung des Kapitalmarktes zum Tragen kommt. Die Schwierigkeit besteht aber wiederum darin, dass bei Eintritt von zu vielen abgesicherten events der Markt kollabiert, weil sich kein Vertrauen in die Kreditfähigkeit der Sicherungsnehmer mehr bildet, also die Angebote massenhaft wegbrechen. Gründe dafür sind nicht etwa in der Höhe des jeweils übernommenen Risikos¹⁶, sondern wohl v.a. darin zu sehen, dass zu viel Fehlinformationen über die Kreditwürdigkeit der Sicherungsnehmer zugelassen werden. Dafür macht man insbes. die Rating-Agenturen und die für diese geltenden Aufsichtsregeln verantwortlich.¹⁷ Aber auch die Finanzaufsichtsbehörden und die für diese maßgebenden Rechtsnormen sowie das generelle Rechnungslegungsrecht werden in der Folge der Finanzmarktkrise auf den Prüfstand gestellt. Nach wie vor gilt in den USA noch Basel I, nicht der europäische Standard von Basel II, wonach forderungsbesicherte Anleihen in voller Abhängigkeit von den ratings der großen

¹⁰ Federal Home Loan Mortgage Corporation.

¹¹ The Federal Home Loan Mortgage Corp.

¹² Vgl. HBl. 7/23/2009, S. 18.

¹³ Ibid.

¹⁴ Vgl. HBl. 7/31/2009, S. 27.

¹⁵ HBl. v. 20.7.2009, S. 22.

¹⁶ Selbst sog. high yield bonds und junk bonds haben viele Jahre ihre Abnehmer gefunden und tun es bis heute, wenn nur die Gewinnerwartungen hoch genug waren und der Höhe des übernommenen Risikos entsprochen haben. Es wundert deshalb nicht, dass inzwischen schon wieder von einem „Comeback von Verbriefungen“ die Rede ist (Handelsblatt 8/3/2009, S. 20).

¹⁷ Vgl. Horn, BKR 2008, 452, 459.

Rating-Institute – wie Fitch, Moody's u.a. – mit Eigenkapital zu unterlegen sind.¹⁸ Es gibt gewichtige Stimmen, die eine frühere Übernahme von Basel II in den USA als krisenvermeidend einschätzen.¹⁹ Doch soll das nicht Gegenstand der folgenden Darstellung sein, sondern, den Kapiteln zum Bank- und Versicherungsrecht überlassen bleiben. Hier geht es ausschließlich um das Recht der Krisenbewältigung, d.h. um solche Vorschriften, die nicht die Krisenursachen beheben, sondern die Ausweitung verhindern und bestimmte Härten von Krisenfolgen lindern sollen.

Neben den angesprochenen Fehlentwicklungen sind natürlich auch die Einbrüche an den Aktienmärkten in den USA zu nennen. Anders als in der letzten Aktienkrise von 2001/3 waren diesmal primär die Gesellschaften von Versicherungen und Banken betroffen. Auch sind die großen Kreditversicherer zu nennen, die z.T. zur Sicherung der Zweckgesellschaften tätig geworden waren und wegen der Zusammenbrüche ihr erstrangiges Rating verloren haben.²⁰

2. Konsequenzen für Banken und Versicherungen. Um das Ausmaß der Finanzkrise grob einzuschätzen, sind im Folgenden einige Informationen zu den betroffenen Unternehmen der Finanzbranchen in den USA und in Deutschland zusammengestellt. Zunächst zu den Mega-Insolvenzen und -sanierungen in den USA:

Von den Großbanken sind nur die Bear Stearns und die Lehmann Brothers insolvent geworden. Allerdings war auch hier, wie bei der Großversicherung, der AIG, lange umstritten, ob die Abwicklung mit den zahlreichen Gefahren für Folge-Insolvenzen im In- und Ausland riskiert werden sollte. Aber schließlich wurde doch auch bei der Lehmann Brothers keine Staatsrettung beschlossen, weil es unangemessen erschien, für die Spekulationsgeschäfte dieser Bank und der bei ihr in großem Ausmaß engagierten ausländischen Gläubiger den Steuerzahler aufkommen zu lassen. Sehr bekannt ist schließlich auch die Übernahme der insolvenzbedrohten Wachovia durch die Wells Fargo im Oktober 2008 geworden.²¹ Unmittelbare Insolvenzgefahren scheinen dadurch überwunden, was sich mit einiger Sicherheit aus dem regen Geschäft mit Anleihe-Emissionen schließen lässt. Im 2. Quartal 2009 lag die Wells Fargo auf Platz 10 des US-Anleihevolumens und auf Platz 10 der weltweiten Aktienplatzierungen.²²

Erst nach den erörterten Insolvenzfällen wurde im Herbst 2008 das Troubled Asset Relief Programme (TARP) beschlossen, von dem inzwischen mehr als 600 Banken Gebrauch gemacht haben, darunter auch die größten im Land, wie die City Group, die Bank of America und die Merrill Lynch. Auch Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan und American Express haben Staatshilfen erhalten, haben die Hilfen aber bereits vorzeitig zurückgegeben, weil die Finanzlage es inzwischen erlaubt hat. Es handelte sich also insoweit nur um relativ kurzfristige Überbrückungshilfen, bis hinreichend Zeit und Gelegenheit bestand, Liquiditätsengpässe zu überwinden. Aber die Anschuldigungen der öffentlichen Meinung, man habe nur den Auflagen für Höchstgehälter und Bonus-Sperren auf der Leitungsebene ausweichen wollen, sind reichlich einseitig. Statt dessen hätte man auch die krisensichernde Finanzkraft hervorheben können, die allgemein als wichtige Aufgabe von Banken gilt, und die trotz der benötigten Staatshilfe wenigstens noch mit Zeitverzögerung effektiviert werden konnte.

¹⁸ Vgl. Handelsblatt 7/30/2009, p. 18.

¹⁹ Institute of International Finance (IIF), Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practice, 9.4.2008, S. 10, Nr. 42, zit.n. *Horn*, BKR 2008, 452, 456; auch *H. Schmidt*, a.a.O. Fn. 1.

²⁰ Insbes. die American Municipal Bond Insurance Assoziation (Ambac), die zur Citybank gehört, und der Weltmarktführer Municipal Bond Insurance Assoziation (MBIA); näher s. *Herrmann*, in Beckmann/Matusche-Beckmann, Hdb. VerR., 2. Aufl. 2009, p.2335, no. 9.

²¹ Cf. only Handelsblatt 7/30/09, p. 20.

²² Ebd.

Welche Netto-Kosten letztlich auf dem Steuerzahler hängen geblieben sind, ist den Presseberichten nicht zu entnehmen. In 2009 mussten immerhin trotz des TARP bereits bis Juli 69 US-Banken schließen.²³ Die US-Einlagensicherung FDIC stellt sich auf weitere 500 Bankschließungen in den kommenden Jahren ein.²⁴ Nicht zum TARP wurde etwa die CIT zugelassen. Offenbar sieht die Washingtoner Krisenstelle den bedeutenden Mittelstandsfinanzierer aus New York City trotz seiner 100-jährigen Tradition nicht als hinreichend systemrelevant an.²⁵ Das Schicksal dieser Bank ist aber trotz der Ablehnung der Staatshilfe immer noch ungewiss, so dass auch hier immerhin noch zeitweise Hoffnung bestand, dass die Rettung aus eigener Kraft gelingt.

Im internationalen und europäischen Zusammenhang ist von Bedeutung, in wieweit die genannten Krisenfälle Auswirkungen auf Europa und Deutschland gehabt haben. Dazu seien zunächst der Fall Royal Bank of Scotland, GB/Amro, Ndl. und die ING, Ndl. hervorgehoben, weil in diesen beiden Ländern nach Island die wohl intensivsten Folgewirkungen zu verzeichnen sind. Offenbar war im englisch-sprachigen Europa deutlich mehr Engagement bei den US-subprime credits erfolgt als auf dem europäischen Festland, auch wenn dort ebenfalls erhebliche Fernwirkungen zu verzeichnen sind. Im Fall der Royal Bank of Scotland war es so, dass gerade erst der Erwerb der niederländischen Amro zu verkraften gewesen ist, und die zusätzlichen Belastungen aus der Finanzkrise der USA dann zu der Situation geführt haben, die die Inanspruchnahme staatlicher Hilfen erfordert haben. Nicht weniger bedeutend waren der Enteignungs- und Pleitefall der Northern Rock²⁶ und die Übernahme der HBOS, der größten britischen Hypothekenbank durch die Lloyds Bank, die aufgrund der Überhebung in diesem Übernahmefall und der dann gewährten Staatshilfe inzwischen zu 43 % dem Staat gehört.²⁷

In Deutschland hat der Branchenprimus Deutsche Bank AG zwar erhebliche Verluste eingefahren, die teils auf negative Kapitalmarktwerte in den USA, größtenteils aber auch auf Kreditausfälle im Inland zurückgehen.²⁸ Aber die Notwendigkeit von Staatshilfen wurde im Unterschied zum Branchenprimus in den USA stets zurückgewiesen. Inzwischen konnten sogar wieder 1,1 Mrd. € Gewinn ausgewiesen werden, was allerdings wesentlich auf Gewinne im Investmentbanking zurückzuführen ist.²⁹

Jedoch hat die Commerzbank als Zweitgrößte in Deutschland nach der Herauslösung der Dresdner Bank aus der Allianz-Versicherung Staatshilfe in Anspruch nehmen müssen, weil sie nicht nur die Finanzierungsprobleme zum Erwerb der Großbank hatte, sondern auch von Engagements auf US-amerikanischen Kapitalmärkten existentiell betroffen war. Zudem sind vor allem die Beinahe-Pleiten der Hypo-Real Estate (HRE) und der Industrie-Kreditbank (IKB) zu nennen. Die HRE war beim Erwerb der Hypo Vereinsbank durch die italienische Unicredito ausgegliedert worden, so dass sie nun ohne Hilfen aus dem Konzernverbund dastand.

Die IKB ist als Konzerntochter der staatlichen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) eine Mittelstandskreditbank und hat schon Mitte 2007 erstmals Finanzhilfen mit Bundesbeteiligung erhalten.³⁰ Im Herbst 2008 kam es zu weiteren Hilfen um die 10 Mrd. € obgleich inzwischen der US-amerikanische Investor Lonestar die Anteilmehrheit für 137 Mio. € übernommen hatte. Eine vollständige Sanierung schien aber bis Ende Juli 2009 immer

²³ Das größte der geschlossenen Geldhäuser ist die Mutual Bank in Harvey mit einem Kapital von 1,6 Mrd. Dollar, see Handelsblatt 8/3/2009, p. 21.

²⁴ Vgl. HBl. 7/30/09, p. 21.

²⁵ Vgl. HBl. V. 20.7.2009, p. 1.

²⁶ S. Banking (Special Provisions) Act, ch. 2 of 2/21/2008 and Northern Rock plc. Compensation Scheme Order, 2008, cit. n. *Köndgen*, ZBB 2/2009, 144, 145.

²⁷ Vgl. HBl. 7/29/2009, p. 25.

²⁸ Vgl. HBl. v. 29.7.2009, S. 17.

²⁹ HBl. v. 29.7.2009, p. 1.

³⁰ S. HBl. 7/27/2009, p. 23.

noch nicht gelungen. Die Bank wurde zudem besonders berüchtigt, weil sie noch nach dem plötzlichen Konkurs der Lehmann Brothers einen mehrstelligen Millionenbetrag dorthin überwiesen hat, ohne dazu wohl noch in vollem Umfang verpflichtet gewesen zu sein, und mit der Folge, dass ein Rückzahlungsanspruch nun allenfalls noch quotal durchgesetzt werden kann. Aber nicht dieser Umstand, sondern das hohe Engagement auf amerikanischen Kapitalmärkten war für die Notwendigkeit der Inanspruchnahme von Staatshilfen durch die IKB ausschlaggebend.

Selbst die Landesbanken BayernLB, WestLB, HSH-Nordbank und die LB-BW haben Staatshilfen angefordert. Von der BayernLB wird jetzt bekannt, dass auch sie nach Hilfen in Milliardenhöhe wieder Erfolgswahlen vorweisen kann. Sie will leitenden Mitarbeitern deshalb Erfolgsprämien zahlen, was in der Presse allgemein als Unredlichkeit gegenüber dem Steuerzahler angeprangert wird³¹ und durch Intervention des Freistaates inzwischen wohl unterbunden worden ist.³² Dabei geht aber leider der Aspekt verloren, der hier auch schon zur Rettung der US-Banken hervorgehoben wurde: das Sanierungspotential der Bank scheint doch besser als erwartet; und die gewährten Staatshilfen haben sich u.U. schon nach kurzer Zeit als recht wirksam erwiesen.

Bei den Versicherungen ist in den USA an der Spitze eine Rettungsaktion erfolgt. Die American Insurance Group (AIG) hat in letzter Minute eine Staatshilfe erhalten, noch bevor das TARP als Gesamtprogramm beschlossen wurde. Inzwischen mussten bereits die Aflac und die Hartford sowie 6 weitere Lebensversicherer durch das TARP saniert werden. Auch die beiden großen Kreditversicherer Ambac und MBIA sind zu nennen. Aviva, der Nr. 1 in GB, ist es ähnlich wie der AIG ergangen, und auch die Nr. 2 des Landes, die Prudential, benötigte Staatshilfe. Nochmals sind die Royal Bank of Scotland/Amro anzuführen, weil es sich bei diesem Konzern um ein Allfinanzinstitut handelt, das sowohl im Banken- als auch im Versicherungsgeschäft tätig ist. Die Auswirkungen in den Niederlanden haben insbes. den dortigen Branchenprimus Aegon erfasst. Auch der französische Großkonzern Axa geriet v.a. wegen seiner US-Fondspolizen in die Schieflage; und selbst in Deutschland ist die Konzerntochter des Primus Allianz, die Allianz Global Investors schwer angeschlagen. Auch von der Bayer. Beamtenversicherung wurde im März Sanierungsbedarf bekannt; und selbst bei den ERGO-Töchtern Hamburg-Mannheimer und Victoria soll es im Mai 2009 zu umfangreichen Entlassungen gekommen sein.

3. Andere Unternehmen mit Systemrelevanz. Die bedeutendste Schieflage in USA und Deutschland außerhalb des Banken- und Versicherungsbereichs scheint derzeit der Zusammenbruch des Automobilkonzerns General Motors (GM) zu sein. Nachdem die deutsche GM-Tochter Adam Opel AG aus dem US-Konzern ausgegliedert worden ist, wird eine Rettungslösung mit Hilfe des kanadisch-österreichischen Zulieferers Magna und im Konsortium mit der russischen Sberbank favorisiert. Aber auch der Finanzinvestor RHJ International war Ende Juli 2009 noch im Rennen, wobei alle Bieter ihre Offerten an staatliche Garantien in Milliardenhöhe geknüpft haben.³³ Nachdem dies bis Mitte Juli an der Forderung des BMWi. gescheitert schien, mehr als 500 Mio. € Eigenkapital einzubringen, lag am Monatsende eine neue Offerte der Magna vor, 100 Mio. € Barzahlung aufzubringen, was als Reaktion auf die harte Linie der BRD aufgefasst wurde³⁴, und deshalb die Zuschlagsaussichten verbessert haben könnte.

Sehr bekannt ist auch die Insolvenz des Kauhauskonzerns Arcandor (Karstadt-Quelle) geworden, der keine Hilfe der Soffin erhielt, weil man sich in der EU-Kommission auf den Standpunkt stellte, dass kein wesentlicher Kausalzusammenhang der Schieflage mit der

³¹ Ebd.

³² S. Nürnberger Nachrichten 7/30/2009, S. 1.

³³ Wall Street Journal 7/27/2009.

³⁴ Ebd.; Nürnberger Nachrichten 7/29/2009.

Finanzkrise vorliege, da erhebliche Schwierigkeiten sich bereits im Juli 2008 abgezeichnet hätten. Allerdings wird berichtet, dass Arcandor noch im Juni 2008 einen Gewinn von 200 Mio. € ausgewiesen hatte, so dass die Verlustlage zumindest zeitlich mit der Finanzkrise gleich gelaufen ist.³⁵ Jedenfalls hat der Freistaat Bayern einen Staatskredit nach Insolvenzeröffnung zugesagt, der es u.a. ermöglichen sollte, den Druck des Herbstkatalogs abzuschließen, ohne den eine erfolgreiche Fortführung des Unternehmens während der Insolvenz kaum Sanierungsaussichten eröffnet hätte.

Ein weiterer Fall, der für bundesweites Aufsehen gesorgt hat, ist im Zusammenhang der Übernahme VW/Porsche zu sehen. Porsche war mit 12-14 Mrd. € in Schieflage geraten³⁶, weil die Übernahme von Mehrheitsanteilen an der VW-AG sich im Zusammenhang mit internationalen Kapitalmarktverlusten als unfinanzierbar erwies. Aber die schon länger vorhandene Beteiligung bei VW war und ist ein Asset, der ernstliche Insolvenzgefahren bei Porsche widerlegt, und der bereits dazu geführt hat, dass Investoren aus den Ölförderländern ihre Einstiegsabsichten bekundet haben. Als wesentliches Hindernis erweist sich immer noch das niedersächsische VW-Gesetz, das einem Mehrheitseinfluss von über 20% entgegensteht, weil das Land Niedersachsen mit dieser Kapitalbeteiligung die relative Mehrheit behalten will. Stimmrechte von über 20% sind nach dem Gesetz ausgeschlossen. Der EuGH hat diese Regelung allerdings schon in 2007 als mit dem EGV unvereinbaren golden share abgeurteilt.³⁷ Daraufhin hat das Land Niedersachsen das Gesetz überarbeitet, aber die Sperrminorität beibehalten.³⁸ Es wäre deshalb ein Curiosum, wenn nun auch noch eine Rettungsaktion für einen Übernahmeveruch sanktioniert würde.

Auch im Übernahmefall Scheffler/Conti ist eine Schieflage des potentiellen Übernehmers eingetreten. Dazu sei nur angemerkt, dass Übernahmen im Rahmen funktionsfähigen M&A-Wettbewerbs eine herausragend wichtige Bedeutung haben, dies aber nur dann, wenn die Unternehmensressourcen aufgrund der Übernahme an Stellen alloziert werden, die überlegene Wirtschaftskraft zeigen. Take-overs mit staatlicher Krisenhilfe sind eine Absurdität, die im Zusammenhang mit dem Finanzmarktstabilisierungsrecht auf keinen Fall ermöglicht werden sollte.

4. Zur Ursachenanalyse. Auf der Grundlage der aufgeführten Fallgruppen kann man keine ökonomisch exakte Analyse der Krisenursachen erstellen. Trotz der interdisziplinären Sichtweise soll dies hier auch gar nicht erst versucht werden. Wohl aber lassen sich Anhaltspunkte für die rechtspolitische Diskussion gewinnen, wie im Kern auf die Finanzkrise reagiert werden kann. Dadurch soll der typisch rechtspositivistische Aspekt überwunden werden, wonach es für die Beurteilung der Rechtsfragen des FMSt-Rechts allein auf die Zwecksetzung des deutschen Gesetzgebers und allenfalls auf die Harmonisierbarkeit mit dem Europarecht ankommt. Selbstverständlich sind die Regelungszwecke des FMStG für die Rechtsanwendung vorgegeben. Aber ein derart junges Gesetz hängt auch für die Anwendungsfragen weitgehend von der Einschätzung der ökonomischen Zweckmäßigkeit ab.

a. Störungen auf den US-Ursprungsmärkten. Muss man die Marktzusammenbrüche in den USA als Folge zu geringer genereller Bankenregulierung begreifen, wie dies in der Literatur z.T. voreilig angenommen wurde?³⁹ Ist der Ruf nach mehr genereller Bankenaufsicht ökonomisch gut begründet, so dass nicht nur die Investmentbanken in die US-

³⁵ Vgl. Die Zeit 6/10/2009, wo auf den Gegensatz mit Heidelberger Druck hingewiesen wird, die eine Soffin-Bürgschaft erhalten hat, obwohl im Sommer 2008 bereits ein Verlust von 200 Mio. € ausgewiesen war.

³⁶ HBl. 7/27/2009, S. 1.

³⁷ EuGH, C-112/05, Slg. 2007, I-8995; NJW 2007, 3481; ähnlich schon EuGH Rs. C-463/00 und C-98/01; dazu Herrmann/Roth, Gesellschafts- und Konzernrecht, 2008, 346 f.

³⁸ Nds. Gesetz v. 12/8/2008, BGBl. I, S. 2369.

³⁹ Vgl. die Nachw. o. Fn. 1 f.

amerikanische Staatsaufsicht einzubinden sind, sondern auch das Vertrauen auf die ordnungspolitischen Funktionen des Marktes im Bankenbereich im Prinzip (wieder⁴⁰) aufzugeben ist?⁴¹ In der Tat scheinen die Märkte für Forderungsverbriefungen und insbes. für die subprime credits keinen hinreichenden Schutz vor den massenhaften Zusammenbrüchen und Vertrauensverlusten seit Mitte des Jahrzehnts geboten zu haben.

Aber man darf dabei zahlreiche Besonderheiten nicht verkennen, die einem an sich funktionsfähigen Wettbewerb der Finanzinstitute geschadet haben könnten. Zu Recht wird immer wieder darauf verwiesen, dass die Märkte durch steuerliche Fördermaßnahmen der Bush-Administration schon seit 2001 beeinflusst worden waren.⁴² Am bekanntesten war wohl das Programm mit dem Schlagwort „home for everybody“, das mit erheblichen Subventionen beim Erwerb von Einfamilienhäusern verbunden war. Bekanntlich sind derartige Kaufhilfen geeignet, auch die Bereitwilligkeit der Banken zur Kreditvergabe über das Maß hinausgehend zu fördern, in dem die Bonität der Käufer im Einzelfall auch wirklich verbessert worden ist.

Hinzu kommt, dass die Nachfrage des Anlegerpublikums, in Sub-prime-Verbriefungen zu investieren, auch dann noch unverhältnismäßig groß war, als längst bekannt geworden war, dass die Grundstücksmärkte massenhaft kollabieren könnten. Theoretisch hätten solche Risikoerhöhungen mit sofortigen Kursabschlägen einhergehen müssen. Man darf dies aber nicht als notwendiges Marktversagen bei Forderungsverbriefungen, sondern in erster Linie als allzu verbreitete Fehleinschätzung der Rating-Agenturen begreifen. Noch bis 2007 wurden solche Schuldverschreibungen zumeist als risikolos beworben und dementsprechend hoch geratet.⁴³ Daraus folgt aber nicht die Re-Regulierung der Finanzwirtschaft, sondern die Verbesserung der Rahmenbedingungen für die Rating-Agenturen.⁴⁴

Hinzu kommen massenhafte Fehler bei und Verletzungen von Marktinformationspflichten i.S. der bekannten suitable advice doctrine. Außerhalb des Börsenhandels gilt insbes. die NASD⁴⁵ Conduct Rule 2310, die aber von einer Dokumentation ganz oder teilweise freistellt, wenn das Anlageprodukt als „No Doc“ bzw. als „AltA“ gekennzeichnet ist, was nach Angabe von Experten geradezu die Regel war.⁴⁶

In Deutschland ist aufgrund der massenhaften Verletzungen der Wohlverhaltenspflichten gem. § 31 WpHG im Zuge der Finanzkrise eine deutliche Verschärfung auf den Weg gebracht worden⁴⁷, die in den USA, soweit ersichtlich bisher kein Äquivalent hat. Man wird nämlich mit dem Änderungsgesetz zu § 31 WpHG neben den schon lange geltenden Beratungs- und Warnpflichten die sog. Dokumentationspflichten einführen. Ähnlich den seit 2007 für Versicherungsmittler geltenden Vorschriften soll der Anlagevermittler ab 1.1.2010 auch verpflichtet sein, über seine Erstellung des Kundenprofils und über die Gründe der von ihm abgegebenen Anlageempfehlungen ein sorgfältiges Protokoll zu erstellen und vom Kunden unterschreiben zu lassen. Man verspricht sich davon erhebliche Verbesserungen für den Anlegerschutz sowie für die Funktionsfähigkeit von Wettbewerb auf den amtlichen und grauen Wertpapiermärkten. Darin, und nicht bei generellen Re-Regulierungen im

⁴⁰ Nachdem es in der EU mit der 2. Bankenkoordinierungsrichtlinie v. 15.12.1989 (77/780/EWG, ABl. 1989 L 386/1) nach langjährigen Widerständen eingeführt wurde und erst mit der Richtl. über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute v. 20.3.2000 (2000/12/EG, ABl. 2000 L 126/1) wieder grundlegend bestätigt wurde; näher s. *Müller-Graff*, in Derleder u.a. (Hrsg.), Hdb. Zum dt. und europ. Bankrecht, 2. Aufl. 2009; *Herrmann*, in ders./Emmerich-Fritsche, Europ. Financial Business Law, 2010 (i. Ersch.), ch. 3 II.

⁴¹ Vgl. nochmals das Zitat von *H. Schmidt*, a.a.O. Fn. 1.

⁴² Vgl. *S.R. Berkowiks*, The Subprime Mortgage Mess, in *The Missouri Bar*, May-June 2008, download v. 8.8.2009.

⁴³ Vgl. nur *Berkowiks*, a.a.O. (vorige Fußn.).

⁴⁴ So auch *H. Schmidt*, a.a.O. (Fn 1).

⁴⁵ National Association of Security Dealers.

⁴⁶ *S. Berkowiks*, a.a.O.

⁴⁷ RegE v. 2/18/09, Drs. BR 180/09 v. 20.2.2009; seit 5.8.2009 in Kraft getreten, s. BGBl. 2009, I S. 2518 f.

Bankensektor, scheint eine angemessene Reaktion auf die für die Finanzkrise ursächlichen Marktstörungen zu liegen.

b. Internationale Auswirkungen und Analysen zur Profitgier. Weitere Erklärungsansätze sind primär darauf gerichtet, dass die europäischen Finanzinstitute sich an den riskanten Geschäften in den USA beteiligt haben. Zeigt sich hieran, dass die Liberalisierung des Banken- und Versicherungssektors ein Fehler war, der die Marktzusammenbrüche erklärt? In der Tat war das Argument notwendigen öffentlichen Vertrauens in die Funktionsfähigkeit der Bankwirtschaft der Kern der Befürworter der kartellrechtlichen Ausnahmebereiche⁴⁸, die erst mit der 7. GWB-Novelle 2005⁴⁹ unter Hinweis auf das EU-Kartellrecht vollends abgeschafft wurden. Man ist versucht anzunehmen, dass die internationalen Auswirkungen zumindest abgeschwächt worden wären, wenn es keine derartigen Wettbewerbsintensivierungen gegeben hätte.

Aber das setzt voraus, dass die auf den amerikanischen Märkten aktiven Finanzinstitute durch wettbewerbliche Entscheidungszwänge dazu angetrieben worden wären, derart riskante internationale Geschäfte selbst zu betreiben bzw. an ihre Kunden zu vermitteln. In diese Richtung gehen die Vorwürfe der Profitgier, die als konsequente Ausnutzung des Eigeninteressen verstanden wird, wie es in den Wettbewerbsmodellen zugrunde gelegt wird. Auch der Giervorwurf des Papstes Benedict, den dieser im Oktober 2008 bei Eröffnung der Weltbischofskonferenz in Rom ausgesprochen hat⁵⁰, scheint diese Sicht zu teilen. Allerdings fehlt es bei solchen Äußerungen an einer ernsthaften Auseinandersetzung mit den wettbewerbstheoretischen und -praktischen Grundlagen.⁵¹ Dazu sind folgende Aspekte zusammengestellt.

Schon *Cournot*⁵² hat im 19. Jahrhundert erforscht, dass im Duopol⁵³ kein grenzenlos überhöhter Profit angestrebt wird, der mit Profitgier gleichzusetzen wäre, sondern dass beide Wettbewerber sich auf ein marktgesteuertes Gleichgewicht mit darunter liegende Renditen beschränken (*Cournot-Gleichgewicht*). Stark vereinfacht gesagt, steuert der Wettbewerb, indem sich jeder Wettbewerber ohne Kartellabrede mit der Ausbringungsmenge⁵⁴ zufrieden gibt, die ihm bei Addition mit der seines Konkurrenten beste Gewinne ermöglicht. Auf dieser Entdeckung aufbauend haben die Vertreter des sog. funktionsfähigen Wettbewerbs die These aufgestellt, dass Marktinnovatoren zwar ihre neuartigen Produkte wie Monopolisten zu überhöhten Preisen absetzen könnten, dies aber vermeiden, um keine zu großen Anreize für Nachahmer zu setzen, die ihnen die Realisierung der Vorsprungsgewinne abspenstig machen könnten.⁵⁵

Versucht man dieses Modell auf die Bankdienstleistungsmärkte für strukturierte Anlagen zu übertragen, so kommt zunächst die enge oligopolistische Stellung der Freddie Mac⁵⁶ und der Fannie Mae⁵⁷ in den Blick, die zudem mit den Forderungsverbriefungen stark innovative Produkte angeboten haben. Aber angesichts der genannten Steuerungskräfte des Marktes scheinen die vom Papst als Gier gebranntmarkten Renditen erklärungsbedürftig. Doch schon

⁴⁸ Vgl. den zusammenfassenden Bericht von *Lettl*, WM 2005, 1585, 1586.

⁴⁹ BGBl. 2005, I S. 1954.

⁵⁰ Vgl. nur den Bericht der Süddt. Zeitung v. 7.10.2008.

⁵¹ Zum (institutionenethischen) Defizit s. schon *M. Neumann*, Gesellschaftliche Funktionen internationalen Wettbewerbs, in Herrmann/Voigt (Hrsg.), Globalisierung und Ethik, 2005, 21, 27 f.

⁵² *Cournot*, Recherches sur les Principes Mathématiques de la Théorie de Richesse, 1838.

⁵³ Mae und Freddie=Duopol, jedenfalls enges Oligopol.

⁵⁴ Zur preistheoretischen Entsprechung vgl. *Bertrand*, Journal des Savants, 1883, 499 ff.; dazu *M. Neumann*, Wettbewerbspolitik, 2000, S. 56 f.; *Sutton*, Technology and Market Structure, 1998.

⁵⁵ Vgl. nur *J.M. Clark*, Competition as a Dynamic Process, 1961; dazu *M. Neumann*, ZfB 49 (1979), S. 645 ff.; *ders.*, Wettbewerbspolitik, 2000, S. 56 ff.; *I. Schmidt*, Wettbewerbspolitik und Kartellrecht, 7. Aufl. 2001, S. 10 f.

⁵⁶ Federal Home Loan Mortgage Corporation.

⁵⁷ The Federal Home Loan Mortgage Corp.

die berühmte Harvard-Wettbewerbsschule hat, angeführt durch *Bain*⁵⁸, entdeckt, dass die sog. Marktzutrittsschranken die genannten Vorgänge vor- und nachstoßenden Wettbewerbs negativ beeinflussen können. Denn je weniger der Innovator aufgrund von Zutrittschindernissen fürchten muss, seine Vorsprungsstellung einzubüßen, um so unvorsichtiger wird er seine Preise maximieren. Zu solchen Zutrittserschwernissen gehören hoher Werbeaufwand, technisches und organisatorisches know how sowie weitere Anfangsaufwände, die erforderlich sind, um eine den Innovator einholende Wettbewerbsstellung zu erlangen.

Konkreter ausgedrückt: worin könnte der dynamische Wettbewerb mit strukturierten Finanzprodukten via Marktzutrittsschranken beeinträchtigt gewesen sein, als die internationalen Anleihe- und Aktienmärkte derart exorbitant hohe Gewinnerwartungen generiert haben? Der Zutritt zu den US-amerikanischen Märkten für verbriefte Kaufpreisforderungen mit Hypothekenabsicherung war Ausländern rechtlich nicht versperrt. Aber es gab wohl hohe Hürden, was das Vertrauen des Anlegerpublikums anging, und was damit zusammenhängend die Bereitschaft der Rating-Agenturen betraf, den Produkten und Unternehmen eine hohes rating zu gewähren.

Auch im Hinblick auf den internationalen Bankenwettbewerb mit Forderungsverbriefungen lässt sich deshalb feststellen, dass keine generellen Aspekte wettbewerblicher Funktionswidrigkeit herangezogen werden müssen. Es kann allein darum gehen, die vorhandenen Zutrittschindernisse abzubauen. Auch dies wird v.a. durch Öffnung der Rating-Verfahren für ausländische Mitbewerber zu geschehen haben, nicht aber durch generelle Re-Regulierungen der Bank- und Wertpapiermärkte.

III. Deutsches Stabilisierungsrecht im Kontext

Ab Oktober 2008 gilt das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG)⁵⁹, das aus dem Fondsgesetz zur Soffin und den dazu wichtigen Organisationsvorschriften besteht (Art. 1 FMStG, auch sog. FondsG) und das Beschleunigungsgesetz enthält (Art. 2 FMStG). Das Gesetz wurde durch eine Verordnung begleitet, die aufgrund der andersartigen Entstehungsvoraussetzungen leichter abgeändert werden kann, was für die schnelle Reaktionsnotwendigkeit im Krisengeschehen besonders wichtig ist. Im April 2009 kam dann das Ergänzungsgesetz hinzu (FMStErG⁶⁰), das in Art. 5 auch die zum FMStG ergangene Verordnung ergänzt; und seit dem 17.7.2009 gilt das vorerst neuste Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung (FMStFortfG)⁶¹. Das Stabilisierungsrecht ist aber nicht so jung, wie es aufgrund der Aufsehen erregenden Gesetze zur Staatshilfe durch die Soffin gern. dem FMStG dargestellt wird. Älter, wenngleich nicht weniger umstritten⁶², sind die Regelungen zur Bilanzierungshilfe bei stark volatilen Vermögenshilfen. Die Darstellung wird hier auf das Versicherungsbilanzrecht beschränkt, obgleich Entsprechungen des Bankbilanzrechts bestehen.⁶³

1. Stille Lasten nach § 341f HGB und BilMoG. Grundlegend ist § 341b HGB, wonach sog. stille Lasten bei Aktien und anderen Kapitalmarktwerten gebildet werden können.⁶⁴ Dazu hat die BAFin. Begrenzungsregeln erlassen, die im Folgenden berücksichtigt und mit Anregungen zur Verbesserung kommentiert werden. Nach § 341b Abs. 2 HGB sind

⁵⁸ *J.S. Bain*, *Barriers, to New Competition*, 1956.

⁵⁹ BGBl. 2008 I, 1982 v. 17.10.2008.

⁶⁰ BGBl. 2009, I S. 725 v. 7.4.2009.

⁶¹ BGBl. I, S. 1980 v. 17.7.2009.

⁶² *S. Lebert*, *Die Bilanzwillkür*, *Financial Times Deutschland* of 6/16/2009: „Verschieben vom Handels- in den Anlagebestand“; mit zusätzlicher Kritik zur sog. Neubewertungsrücklage.

⁶³ *S. Horn*, *BKR* 2008, 452, 459 m.w.N.

⁶⁴ Wesentlich unverändert durch das BilMoG v. 25.5.2009, BGBl. I, 1102.

Aktienbestände im Versicherungsunternehmen als Anlagevermögen zu bilanzieren, wenn sie „dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen bestimmt“ sind. Soweit die Aktienwerte zum Umlaufvermögen rechnen, ist stets auf den Marktwert (Börsenwert) abzuschreiben, auch wenn ersichtlich nur eine vorübergehende Wertminderung vorliegt (§ 253 Abs. 3 HGB⁶⁵). Kann die Zurechnung zum Anlagevermögen erfolgen, so braucht die Abschreibung nur dann zu erfolgen, wenn eine „voraussichtlich dauernde Wertminderung“ vorliegt (§ 253 III.3 HGB).⁶⁶ Dadurch werden sog. stille Lasten begründet, weil zunächst günstigere Werte ausgewiesen werden können, die bei später eintretender Dauerhaftigkeit zu Lasten des Unternehmens nach unten korrigiert werden müssen.

Zur Dauerhaftigkeit hat die BAFin. schon 2001 festgelegt, dass es auf den Schwellenwert von 10% für die Mindestdauer eines Jahres ankommt. In 2009 ist diese Grenze auf 20% angehoben worden, um den Spielraum für unterbliebene Abwertungen zu erweitern. Darin liegt kein „Bilanztrick“, wie es die Tagespresse titulierte, sondern ein heilsames Kriseninstrument, das Steuergelder nicht strapaziert. Ein vorsichtiger Erweiterungsvorschlag könnte dahin gehen, die 20%-Regel als bloße Beweiserleichterung zu fassen, so dass bei stärker schwankenden Werten u.U. aus dem zuletzt eingeschlagenen Trend Besonderes gefolgert werden kann. Soll trotz Überschreitung von 20% keine dauernde Wertminderung angenommen werden, so müssen dafür strengere Beweisanforderungen gelten.

2. Informationspflichten im Wertpapierhandel. Es wurde schon hervorgehoben, dass in erster Linie nicht die Finanzinstrumente selbst, sondern der Umgang mit ihnen zu kritisieren sind. Insbes. wurden die Marktnachfrager massenhaft und in vielfältiger Hinsicht über die übernommenen Risiken getäuscht, so dass Nachfrage generiert wurde, wo unter regulären Bedingungen entweder gar keine zustande gekommen wäre, oder wo sich falsche Börsenkurse und außerbörsliche Preise entwickelten. Informationsökonomische Verbesserungen auf den Wertpapiermärkten sind bereits durch die EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993⁶⁷ bezweckt worden, doch wurden entscheidende Effektivitätsverbesserungen erst durch den neuen Vorschlag mit exakten Dokumentationspflichten in Angriff genommen. Diese werden im Zusammenhang des allgemeinen Bankrechts verdeutlicht, so dass hier darauf verwiesen werden muss.⁶⁸

3. Staatshilfen. Im Unterschied zu den bisher behandelten Regelungen geht es im Folgenden um das Finanzmarktstabilisierungsrecht i.e.S., d.h. um Vorschriften, die zur Sanierung der in Schieflage geratenen Banken und Versicherungen erlassen worden sind. Dazu sind viererlei Maßnahmebündel vorgesehen: Enteignungen⁶⁹, Rekapitalisierungen, Risikoübernahmen und Garantieübernahmen.⁷⁰ Bis auf die Rekapitalisierungen, die in engem Rahmen gehalten werden sollen, ist den Maßnahmen gemein, dass zu ihrer Durchführung nicht unmittelbar Staatsgelder aufgewendet werden müssen. Es soll genügen, dass der Staat das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte der Wirtschaft stärkt. Aber die Vergabe muss in die Hände einer Organisation gelegt werden, die im Zusammenwirken mit Regierungsstellen über die Bereitstellung der Hilfen entscheidet.

⁶⁵ Nach dem BilMoG mit Geltung ab. 29.5.2009 (BGBl. I, 1102).

⁶⁶ Das BilMoG (a.a.O.) nimmt nicht mehr § 253 Abs. 3 S. 3 HGB, sondern den ganzen Abs. 3 in Bezug. Auch bleibt § 341b Satz 1, Halbs.2 HGB unverändert, so dass die Anschaffungskosten beibehalten werden können, wenn keine dauernde Wertminderung durch eine negative Börsenentwicklung vorliegt.

⁶⁷ Richtl. 93/22/EWG, ABl. Nr. L 141.

⁶⁸ S. Herrmann, in: *ders./Emmerich-Fritsche* (Hrsg.), *European Financial Business Law*, 2010. Kap. 3 III.8a (i. Ersch.).

⁶⁹ Neu eingefügt durch FMStErgG v. März 2009, a.a.O. zu III, vor 1.

⁷⁰ FMStG 2008, a.a.O., ebd..

a. Organisation und Verfahren. Für die Praxis ist zunächst wichtig, dass Anträge für staatliche Hilfen an das BMin. Finanzen-Bürgschaftsausschuss zu richten sind (§ 4 FondsG). Die Hilfen wurden bis Juli 2009 von der Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FSMA) und dem dort gebildeten Sonderfonds zur Finanzmarktstabilisierung (Soffin) zugesagt, der bei der Bundesbank eingerichtet und mit quasi-Rechtsfähigkeit ausgestattet worden war (§ 3a Abs. 5 FMStG). Durch das FortführungsG v. Juli 2009 ist das jetzt dahin gehend geändert, dass die FMSA nunmehr „Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung“ (BAFMSt.) heißt und als „bundesunmittelbare rechtsfähige Anstalt öffentlichen Rechts“ direkt beim BMin.Finanzen eingerichtet ist (§ 3a Abs. 1 FMStFortfG). Aus der BAFMSt. können Zweckgesellschaften ausgegründet werden, die als Abwicklungsgesellschaften (AbwGes.) bezeichnet werden und teilrechtsfähig sind (§ 8a Abs.1 FMStFortfG). Im englischen Jargon sind das die sog. bad banks.⁷¹

Durch Parlamentsbeschluss vom Herbst 2008 wurde in der FMSA ein Betrag von 700 Mrd. € mit der Zweckbindung der Finanzmarktstabilisierung eingestellt, wovon bis Ende Juli 2009 bereits 232,8 Mrd. beantragt waren.⁷² Für Mitte August wird berichtet, dass bereits 400 Mrd. € an Garantien bereit gestellt waren.⁷³ Für den Regelfall ist eine gesetzlich bestimmte Höchstgrenze erforderlich (Art. 115 Abs.1 GG), die vorerst bei 700 Mrd. liegt. Aber bei Sondervermögen des Bundes kann durch Bundesgesetz eine Ausnahme zugelassen werden (Art. 115 Abs. 2 GG).

Die Entscheidung erfolgt aufgrund einer Empfehlung des Lenkungsrates (§ 3a Abs. 5 FMStG) und des letztentscheidenden Lenkungsausschusses, der hochkarätig besetzt ist: Bundeskanzler(in), BMF, BMWi., BMJustiz/1 Mitgl. Länder. Wenn die Entscheidung positiv ausgefallen ist, kommt die Garantiezusage oder sonstige rechtsverbindliche Erklärung von der FSMA, weil diese Einrichtung mit dem hier vorhandenen Sondervermögen als Garantiegeber vertragsrechtlich gebunden wird. Die Soffin/FSMA unterlag als solche nicht der Ministerverantwortlichkeit gem. Art. 43 GG⁷⁴, da es sich, wie erwähnt, um eine Anstalt bei der Bundesbank handelte. Aber diese Rechtsfolge ist jetzt vermieden, seit das FMStFortfG die Aufgaben der FMSA auf die BAFMSt. beim BMFin. übertragen hat.

Als potentielle Empfänger von Staatshilfen nach dem FMStG sind von Anfang an sowohl Kreditinstitute als auch Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds, Kapitalanlagegesellschaften und Zweckgesellschaften genannt.⁷⁵ Es muss Sanierungsbedarf i.V. zur Systemrelevanz bestehen, was mit den Worten „Dringlichkeit“ in § 4 Abs. 1 FondsG und „Bedeutung für die Finanzmarktstabilität“ in derselben Vorschrift zum Ausdruck gelangt. Hinzu kommen müssen Effektivität und Wirtschaftlichkeit der Finanzhilfen (ibid.) und eine „umsichtige Geschäftspolitik“ im unterstützten Unternehmen (§ 8 FondsG). V.a. durch die letztgenannte Voraussetzung wird der Soffin eine Möglichkeit zu starken Eingriffen in die

⁷¹ Dazu näher s.u. zu III.3f.

⁷² S. HBl. 7/27/2009, S. 23.

⁷³ HBl. v. 13.8.2009, S. 18.

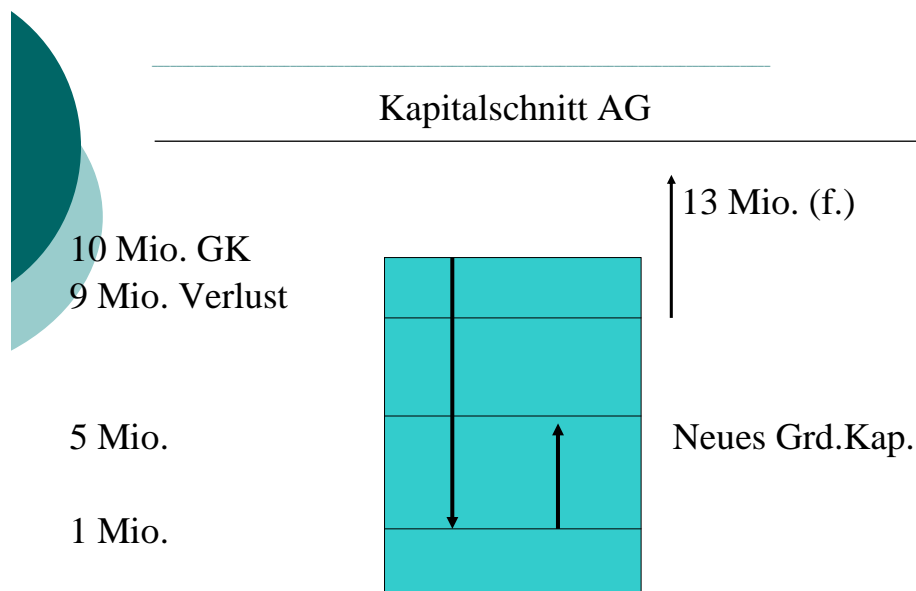
⁷⁴ Darunter versteht man die Kompetenz des Bundestages, jeden einzelnen Minister vorzuladen, um sich bestimmten Fragen des Parlaments zu stellen. Man kann sagen, dass die Ministerverantwortlichkeit ein wirksames Instrument zur Substitution des früheren sog. Ministerschießens ist. Heute ist es nicht mehr möglich, einzelne Minister aus der Regierungsmannschaft des Bundeskanzlers herauszuschießen, sondern es gibt nur die Vertrauensfrage gegenüber dem Kanzler, der dann mit der gesamten Regierungsmannschaft zurückzutreten hat, wenn das Parlament ihm auf seine Anfrage hin nicht mehrheitlich das Vertrauen ausspricht. Das Ministerschießen hat sich in der Weimarer Zeit nicht als geeignet erwiesen, weil dadurch die Regierung während einer Legislationsperiode zu instabil wurde. Aber die weitere Schwächung durch Einschränkungen der Ministerverantwortlichkeit scheint nicht unproblematisch. Immerhin kann der Bundesfinanzminister vom Parlament im Rahmen der Antwortpflicht veranlasst werden, benötigte Daten von der FSMA zu besorgen und, soweit nicht notwendig geheim, im Parlament zu verantworten.

⁷⁵ Art. 1, § 6 FMStG; anders das TARP der USA, wo nur Banken vorgesehen sind, so dass sogleich Anlass bestand, Banken in den Konzern von systemrelevanten Unternehmen hinein zu holen, soweit dies nicht etwa, wie bei den Leasing-Gesellschaften der großen Automobilkonzerne ohnehin schon der Fall war.

Entscheidungsautonomie des Hilfeempfängers eröffnet, die mit den prinzipiellen Freiheitsrechten in einer Marktwirtschaft umso mehr in Konflikt gerät, je mehr davon Gebrauch gemacht wird. Darauf und auf etwaige rechtliche Grenzen wird im Folgenden laufend zurückzukommen sein.

b. Rekapitalisierung und Enteignung. Die recapitalization wird von der expropriation begrifflich getrennt, obgleich in der Öffentlichkeit auch bei bloß teilweise Anteilsverkauf durch die Soffin gern von „Verstaatlichung“ die Rede ist. Davon kann aber natürlich gar keine Rede sein, wenn die Eigenkapitalhilfe durch die Soffin unterhalb der Schwelle von 25% bleibt, da auch bei wichtigen Beschlüssen, die mit qualifizierter $\frac{3}{4}$ -Mehrheit gefasst werden müssen, keine Kapitalmehrheit des Staates besteht. Das gilt also etwa bei Satzungsänderungen, weiteren Kapitalerhöhungen mit oder ohne Ausschluss des Bezugsrechts⁷⁶ und dergl. mehr.

Bei der Kapitalerhöhung wird meist vorab eine Kapitalabsenkung vorgenommen, damit der neue Aktionär nicht mit den Verlusten aus der vorherigen Rechnungsperiode belastet wird. Folgendes Kapitalschnitt-Schema zeigt die Interessenlage:



Eine Heraufsetzung auf 13 Mio. Eigenkapital wäre nicht geeignet. Man setzt zunächst auf 1 Mio. herunter, um sodann auf 5 Mio. zu erhöhen. An der Heraufsetzung ist der Staat ganz oder teilweise beteiligt. Wenn die Staatsquote durch Einbeziehung privater Investoren unter 25% gehalten werden kann, ist das zu begrüßen, weil der Einfluss der oft viel zu wenig ökonomisch orientierten Politik so niedrig wie möglich sein sollte.

Der Erhöhungsbeschluss bedarf nicht 75%, wie § 186 AktG es bei gewöhnlichen Beschlüssen dieser Art erfordert, sondern es reichen 50% der abgegebenen Stimmen, wenn wenigstens die Hälfte des Grundkapitals anwesend ist (§ 7 Abs. 2 FMStErgG). Dadurch ist der mögliche Widerstand von Aktionären, die die Rekapitalisierung trotz der Krise nicht zustimmen, auf die einfache Mehrheitsregel plus Anwesenheitserfordernis reduziert. Das scheint der Tendenz nach richtig, aber zu weitgehend. Mit 50% ist die bisher herrschende Mehrheit legitimiert, die den Sanierungsbedarf auf der Ebene der Basis der Anteilseigner letztlich zu verantworten hat. Richtiger wäre deshalb ein strengeres Mehrheitserfordernis, das

⁷⁶ S. §§ 179 Abs. 1, 182 Abs. 1, 186 Abs. 3 AktG.

aber unterhalb der 75% liegen muss, weil die Hürde der $\frac{3}{4}$ -Mehrheit zu hoch ist, wenn es um eine schnelle Entscheidung über die Rekapitalisierung in der Not der Gesellschaft geht. Empfehlenswert scheint 50% des Grundkapitals, weil dies das einzige im Recht auch sonst geltende quorum ist, das zwischen 50 und 75% liegt.⁷⁷

Das Bezugsrecht kann ausgeschlossen werden, was nach § 186 Abs. 3, 4b AktG dann als angemessen gilt, wenn die Kapitalerhöhung nicht mehr als 10% beträgt. Nach § 7 subs.3 sentence 3 ErgG fällt die 10%-Grenze fort. Die durch den Bezugsrechtsfortfall eintretende Kapitalverwässerung ist stets angemessen, weil letztlich mit einem Sanierungseffekt gerechnet wird, der den Verwässerungsnachteil mehr als ausgleicht.

Ander Regeln gelten bei echter Verstaatlichung. Deren Ausgestaltung wurde erst mit dem FMStErgG von 2009 legalisiert (Art. 3 FMStErgG, sog. Rettungsgesetz). Hierbei wird zwar ebenfalls durchweg nur ein share deal in Betracht kommen, weil asset deals mit umständlichen und kostenintensiven Einzelübertragungen verbunden wären. Die Staatsquote beträgt ganz oder nahezu 100%. Nach Art 14 GG bedarf es der Entschädigung, auch wenn die Enteignung der Sanierung dient. Die Höhe der Entschädigung bemisst sich am Wert der Enteignung, der im Sanierungsfall sehr gering sein kann. Werden nur 95% der Aktien vom Staat übernommen, so kann ein squeeze-out nach § 327a ss. AktG folgen, bei dem die freien Aktionäre nach Marktpreisen abgefunden werden. Wesentliche Unterschiede zwischen der Abfindung und der Entschädigung ergeben sich wohl nicht.⁷⁸ Dennoch ist die Enteignung letztes mögliches Mittel und nachrangig gegenüber allen anderen Mitteln (§ 1 Abs. 4 RettungsgG). Diese Subsidiarität kommt z.B. dann in Betracht, wenn „für eine entsprechende Kapitalmaßnahme in der Hauptversammlung die erforderliche Mehrheit nicht erreicht worden ist, oder der Beschluss nicht rechtzeitig eingetragen worden ist“ (§ 1 Abs. 4 no. 2c s.3 RettungsgG).

c. Staatsgarantien und Unternehmenskontrollen. Die Übernahme von Staatsgarantien ist in zweierlei Hinsicht ermöglicht: als „Garantieübernahme“ oder als „Risikoubernahme“. Erstere betrifft sog. Garantien auf erstes Anfordern für Forderungen, die zwischen Okt. 2008 und Dez. 2009 begründet wurden, letztere bezieht sich auf Altrisiken vor Akt. 2008, enthält aber auch Garantien auf erstes Anfordern. Darunter versteht man persönliche Kreditsicherheiten, die der Bürgschaft nach §§ 765 ss. BGB nachgebildet sind, aber bei denen der Garantiegeber nicht zu Überprüfungen der gesicherten Forderungen berechtigt ist, sondern auf bloßes Anfordern des Gläubigers einzutreten hat. Nur bei offensichtlichem Nicht-Bestehen der zu sichernden Forderung kann ausnahmsweise eine Zahlungsverweigerung des Garantiegebers berechtigt sein.

Alle finanzielle Hilfen setzen voraus, dass der Sicherungsnehmer eine „umsichtige Geschäftspolitik“ verfolgt (§ 10 FMStG), die auf „Nachhaltigkeit zu überprüfen“ ist (§ 5 Abs. 2 no. 1 FMStV). Der Finanzdienstleister hat insofern nach no. 2 der Vorschrift „...dem Kreditbedarf der inländischen Wirtschaft, insbes. von KMU durch marktübliche Konditionen Rechnung zu tragen“. Soweit die Überprüfung negativ ausfällt kann die Soffin geeignete Weisungen erteilen.

Dem steht zwar § 76 AktG entgegen, der für die Vorstände von AGs volle Weisungsfreiheit gewährleistet. Aber dieser Vorschrift geht das FMSt-Recht als *lex specialis* vor. Nur im Hinblick auf die SE gibt es insofern Zweifel, als auch hierfür Weisungsfreiheit des Leitungsorgans angeordnet ist, und dafür aber letztlich das Europarecht maßgebend ist.

⁷⁷ Auch die Quorumsregeln der Meldepflichten nach §§ 21 WpHG und der §§ 35, 59 WpÜG kennen keinen Schwellenwert zwischen 50% und 75 %, sonder setzen die Margen bei 3, 5, 10, 25, 50, 75.

⁷⁸ Dagegen, mit Angaben zum englischen Rechtsvergleich, *Köndgen*, ZBB 2009, 142, 148; zur abweichenden Ansicht dieses Beitrags vgl. o. (text with fn. 2).

Die SE-Regulation kann nicht durch ein nationales Gesetz wie das deutsche FMStG aufgehoben werden.⁷⁹

Allgemeinere Einwände ergeben sich aber auch aus den protektionistischen Normzwecken des zitierten § 5 Abs. 2 Nr. 2 FMStV. Die Kreditversorgung mittelständischer Unternehmen ist von Wortlaut der Vorschrift auf die „inländische Wirtschaft“ begrenzt. Damit ist notwendig eine Benachteiligung ausländischer Kreditnachfrager verbunden, was gegenüber Unternehmen aus der EU als Diskriminierung anzusehen ist, für die Verletzungen der Artt. 43, 49 Abs. 1 ECT in Betracht kommen. Aber selbst wenn man so weit nicht geht, scheint der Protektionismus jedenfalls politisch fragwürdig.

d. Modifikationen des Fusionskontroll- und Übernahmerechts. Nach §§ 7d, 12 Abs. 4 ErgG soll es bei mehrheitlicher Beteiligung des Staates nach dem FMSt-Recht keine Unterscheidung von Vertragskonzernrecht und faktischem Konzern geben, so dass zunächst die Beschlussfassung gem. § 293 Abs. 2 AktG mit qualifizierter Mehrheit in der abhängigen AG entfällt, sollte ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag geschlossen werden. Aber auch bei bloß faktischer Konzernherrschaft entfällt der Schutz gem. §§ 311 ss., d.h. es gibt kein Verbot der Nachteilszufügung ohne Ausgleich und keinen Abhängigkeitsbericht. Immerhin ist aber vorgesehen, dass der squeeze-out nur unter besonderen Voraussetzungen möglich ist. Darunter versteht man, dass der Mehrheitsaktionär ab einer bestimmten Anteilsquote die übrigen Aktionäre aus der Gesellschaft gegen Abfindung herausdrängen kann (squeeze-out). Sind dazu nach § 327a AktG 95% Anteilsbesitz notwendig, so genügen nach §§ 7d, 12 Abs. 4 ErgG schon 90 %.

Nicht überwunden ist aber das Gebot angemessener Abfindung, das § 327a AktG vorsieht. Der hinausgedrängt Gesellschafter kann folglich – wie bei jeder Abfindung des Konzernrechts (§ 320 Abs. 5 AktG) – richterliche Nachprüfung der Angemessenheit nach Maßgabe des SpruchverfahrensG erlangen. Dagegen gibt es in der Literatur schwerwiegende Einwände, die zudem mit fundierten rechtsvergleichenden Hinweisen auf das englische FMSt-Recht belegt sind.⁸⁰ Im englischen Recht ist die Entschädigung nach Maßgabe der Unternehmensbewertung eines „independent valuer“ vorzunehmen.⁸¹ Doch hat sich diese rechtspolitisch gemeinte Ansicht im Gesetzgebungsverfahren des FMStErgG zu Recht nicht durchsetzen können. Börsenwerte werden ja auch nach deutschem Recht des squeeze-out nur als Teil der Bewertung berücksichtigt⁸², wobei zudem noch Korrekturen wegen ersichtlicher Fehlentwicklungen des Marktes möglich sind, aber besonders begründet werden müssen.

Soweit aufgrund von Stabilisierungsmaßnahmen Unternehmenszusammenschlüsse erfolgen, nimmt § 17 BeschleunigungsG den 1. und 3. Teil des GWB von seiner Geltung aus, so dass es keiner Zusammenschlusserlaubnis oder Kontrolle bedarf. Aber die EU-FusionskontrollVO gilt dennoch, was dem Gesetzgeber bewusst war.⁸³ Dadurch wird die fusionsbedingte Marktbeherrschung innerhalb Germany kontrollfrei, während grenzübergreifende Machbildungen der Kontrolle der Kommission unterliegen.⁸⁴

Zum take-over law regelt § 12 Abs. 1 FondsG, dass kein öffentliches Pflichtangebot abgegeben zu werden braucht, wenn es sich um eine Übernahme im Rahmen der FM-Stabilisierung handelt. Gewöhnlich muss der Übernehmer ein solches Angebot schon ab einer Marge von 30% des Aktienkapitals abgeben und darin aufzeigen, welche unternehmerische

⁷⁹ Vgl. *Hellwig*, FAZ of 11/5/2008, p. 23; *Spindler*, DStR 2008, 145, Text mit fn. 17; vgl. SE-VO Begründung Nr. 14, Amtsbl. L 294 v. 11/10/2001: “it is necessary to give the SE any power of efficient management...; Zweifel auch b. *Wieneke/Fett*, NZG 2009, 6, 12.

⁸⁰ *Köndgen*, ZBB 2009, 142, 148; zur abweichenden Ansicht dieses Beitrags vgl. o. (Text mit Fn. 2).

⁸¹ S. Northern Rock plc. Compensation Scheme Order 2008, zit. n. *Köndgen*, a.a.O., S. 145.

⁸² Vgl. nur BVerfG NJW 1999, 3769 ff.; BVerfG of 5/30/2007 1 BvR 390/04; näher *Herrmann/Roth*, Gesellschafts- und Konzernrecht, 2008, p. 419, 432 f.

⁸³ Begr.RegE, Drs. BT 16/10600, p. 21.

⁸⁴ Cf. *Spindler*, DStR 2008, 2268, 2275.

Zwecke er mit der Übernahme verfolgt, und wie hoch der Preis für die übernommenen Aktien mit gleicher Geltung für alle betroffenen Aktionäre geboten werden soll (§§ 35, 31 ÜbernG). Davon wird bei Übernahmen durch die Soffin also abgesehen, weil durch die Publizitätspflichten Zeitverlust entsteht.⁸⁵

Doch ist die Überwachungszuständigkeit durch die BAFin. gem. § 4 Abs. 1 ÜbernG nicht ausgeschlossen, so dass es insofern durchaus zu Meinungsverschiedenheiten zwischen der Soffin und der BAFin. kommen kann. Beispielsweise lässt sich vorstellen, dass die Preisfindung von beiden Einrichtungen abweichend beurteilt wird.

e. Kontrolle von Gehältern und Bonus-Zahlungen. Die Soffin kann nach § 5 Abs. 2 no. 4a sentence 7 FMStV verlangen, „...dass die Vergütung (sc. von Organmitgliedern) individualisiert und ...in einem Vergütungsbericht veröffentlicht wird.“ Entsprechendes hat jetzt auch der Corporate Governance Kodex vorgesehen, obgleich nach Handelsbilanzrecht nur die aggregierte Vergütung an Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitglieder erfordert wird. No. 3 of the provision geht sogar soweit, dass eine Angemessenheitskontrolle eröffnet wird, und diese grundsätzlich negativ ausfallen soll, wenn die Vergütung 500.000,- €pro Jahr übersteigt. Eine Ausnahme ist für den Fall vorgesehen, dass das feste Gehalt relativ niedrig ist.

Die Stellungnahme zu diesen Vorschriften hat davon auszugehen, dass hoheitliche Preiskontrollen nach deutschem Recht prinzipiell ausgeschlossen und nur unter den besonderen Voraussetzung des § 138 BGB zugelassen sind. Hierzu hat sich bei Verbraucherkrediten ein case law herausgebildet, das sittenwidrigen Zins annimmt, wenn er mehr als 100% über dem effektiven Marktzins für vergleichbare Kredite liegt.⁸⁶ Dazu und zur überhöhten Absicherung durch Verwandtenbürgschaften⁸⁷ hat *D. Reuter* schon vor einigen Jahren festgestellt, dass hierin nicht nur ein Rückgriff auf das Grundrecht freier Persönlichkeitsentfaltung gem. Art. 2 Abs. 1 GG liegt, sondern auch eine ethische Minmalanforderung an die Privatautonomie zu sehen ist.⁸⁸ Da dieses Fallrecht bis heute völlig weitgehend anerkannt ist, und auch die darin zum Ausdruck gelangende „Re-Ethisierung“, trotz mancher Warnungen⁸⁹, der Sache nach in der Rspr. gebilligt ist, kann man auch gegen die Begrenzung extrem hoher Gehälter von Bankangestellten nichts prinzipiell einwenden.

Allerdings fehlt es an Statistiken über marktübliche Gehälter für Unternehmensleiter mit Abgrenzung nach Branchen und Größenordnungen der Unternehmen. Doch ist aus der Presse bekannt, dass bei Großunternehmen Gehälter von weit über 1 Mio. keine Ausnahme⁹⁰ sind, so dass auch in Hinblick auf die Boni-Begrenzung eine reichlich staatsdirigistische Gesetzespolitik zugrunde zu liegen scheint.

Noch weit mehr Bedenken ergeben sich gegenüber der verbreitet angenommenen Rückwirkung des Begrenzungsrechts von boni and wages. § 134 BGB ordnet die Nichtigkeit für vertragliche Abmachungen, also auch für Gehalts- und Bonus-Abreden an, wenn sie gegen ein Verbotsgesetz verstoßen. Das kann man problemlos für Verträge annehmen, die § 5 Abs. 2 Nr. 3 FMStV verletzen, weil die 500.000 €Grenze überschritten wird, nachdem die Vorschrift im Okt. 2008 in Kraft getreten ist. Aber bei älteren Verträgen kommt nur die sofortige Anpassung aufgrund des Wegfalls der Geschäftsgrundlage nach § 313 BGB in Betracht, weil ansonsten eine unechte Rückwirkung anzunehmen wäre, die mit Art. 20 Abs. 1

⁸⁵ Vgl. die 4-Wochenfrist gem. § 35 WpÜG.

⁸⁶ Vgl. – grdl. – BGHZ 110, 338, st. Rspr.; Palandt-*Ellenberger*, BGB-Kommentar, 68. Aufl. 2009, § 138, Rdn. 27.

⁸⁷ Vgl. nur BVerfG, NJW 1994, 2749; BGHZ 125, 206; Überblick b. Palandt-*Ellenberger*, a.a.O., § 138, Rdn. 37 f.

⁸⁸ *D. Reuter*, a.a.O. Fn. 5, S. 114 f. mit Kritik, insbes. 113 und zum Fall der Verwandtenbürgschaft S. 115, Fn. 36; ebenfalls krit. *Pawłowski*, ebd. S. 157.

⁸⁹ So der treffende Ausdruck von *Reuter*, a.a.O. und *Pawłowski*, a.a.O. Fn. 5, S. 157.

⁹⁰ Zeitungsberichten zufolge soll das Einkommen der Vorstandsvorsitzenden in den DAX-10-Unternehmen zwischen 1,8 und 12,7 Mio. €liegen.

GG nur bei Einhaltung besonders strenger Voraussetzungen vereinbar wäre. Keinesfalls können aber bereits vor Okt. 2008 ausgezahlte boni und Gehälter zurückgefordert werden, weil insofern eine echte Gesetzesrückwirkung vorliegt, die verfassungswidrig wäre.⁹¹

f. Bad Banks. Durch das FMStFortfG sind, wie schon ausgeführt⁹², seit Juli 2009 die Abwicklungsanstalten (AbwA) als Ausgründungen aus der BAFMSt. ermöglicht worden. Die Grundstruktur dieser sog. bad banks sieht so aus, dass die AbwA strukturierte Wertpapiere (Risikopapiere) bei dem unterstützten Finanzinstitut ankauft, die dieses bis zum 31.12.2008 erworben hat. Als Gegenleistung ist der Betrag zu berechnen, der den Marktwerten am 30.6.2008 entsprach (§ 8a Abs. 1 und 2 FMStFortfG). Dafür erhält der Verkäufer Schuldverschreibungen der als Käuferin auftretenden Zweckgesellschaft (AbwA), die zu 90% staatlich abgesichert werden. Da aber die Risikopapiere am Ankaufstag wesentlich weniger wert waren als am 30.6.2008, muss der Verkäufer die Differenz innerhalb von 20 Jahren zurückzahlen. Durch diese Rückzahlungspflicht wird vermieden, dass die von der AbwA gewährten Mittel an die Bankaktionäre ausgeschüttet werden. Für die staatlichen Garantien muss die bad bank eine Gebühr bezahlen, auch wenn keine Inanspruchnahme erfolgt. Die Höhe muss in etwa dem marktüblichen Zins für entsprechend risikoreiche Garantien entsprechen.

Durch die Auslagerung der Risikopapiere aus der Bilanz des unterstützten Finanzinstituts kommt es zu einer erheblichen bilanziellen Entlastung. Denn die Papiere müssten bei länger anhaltendem Kursverfall zum niedrigen Marktwert bilanziert werden, obgleich der gezahlte Ankaufkurs weit höher ist. Jetzt erhält das Institut die beschriebene Gegenleistung von der AbwA und kann ihn als positiven Bilanzposten verbuchen. Dem steht zwar auf der Passivseite der Rückzahlungsanspruch gegenüber, dessen Jahresraten aber auf 20 Jahre verteilt sind. In der GuV kommt es nicht zu Gewinnen, da Rückstellungen für künftig fällige Verbindlichkeiten zu bilden sind.

Langfristig noch wichtigste als die Rettungsfolge ist der Beitrag zu künftiger Gewinnerwirtschaftung. Der Wertpapierkauf darf nur erfolgen, wenn das Finanzinstitut nicht nur systemrelevant ist, sondern auch erwarten lässt, dass es mit der Hilfe aus eigener Kraft wieder Gewinne erwirtschaften kann, aus denen der Rückzahlungsanspruch getilgt wird. Es handelt sich also um eine Art Hilfe zur Selbsthilfe.

IV. Europarechtliche Rahmenbedingungen

1. Staatliche Hilfen gem. Art. 87 EGV. Der ECT macht staatliche Beihilfen für private Unternehmen nicht generell, sondern nur insoweit unzulässig, als die „...durch die Begünstigung...den Wettbewerb verfälschen oder zu verfälschen drohen“ (Art. 87 Abs. 1 ECT). Nicht dazu sollen nach Abs. 3 lit. b Beihilfen „...zur Behebung einer beträchtlichen Störung im Wirtschaftsleben eines Mitgliedstaats“ gehören. Diese Ausnahme für Krisenfälle gilt natürlich ganz besonders auch dann – wenn, wie bei der jetzigen Finanzkrise – nicht nur ein Mitgliedstaat betroffen ist, sondern eine europaweite Störung vorliegt. Auch gibt es keine Zweifel, dass es sich derzeit um eine „beträchtliche“ Störung i.S. des Art. 87 ECT handelt. Dennoch muss die Maßnahme „zur Behebung“ dienen, d.h. geeignet, erforderlich und verhältnismäßig sein, um Abhilfe oder Linderung herbeizuführen.

Zur Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit gehört der Grundsatz schonendsten Mitteleinsatzes (GsM), d.h. die Maßnahme darf nicht durch eine andere ersetzbar sein, die weniger tiefgreifend in den Wettbewerb auf dem Binnenmarkt eingreift. Dieser Grundsatz ist vom EuGH zur Rechtfertigung bei Beschränkungen der Warenverkehrsfreiheit des heutigen Art. 28 ECT entwickelt worden, findet aber auch bei den übrigen Grundfreiheiten der Artt.

⁹¹ Vgl. nur BVerfG v. 10.6. 2009, (Basistarif, unten in diesem Heft).

⁹² S.o. Nr. III.3a.

43, 49, 56 ECT Anwendung. Seine Geltung zu Art. 87 ECT ist deshalb der Sache nach anerkannt, indem etwa betont wird, dass bei Staatshilfen „Schutzmechanismen gegen Missbrauch und unverhältnismäßige Wettbewerbsbeschränkungen vorgesehen werden müssen“.⁹³

Bereits oben (zu III.3c) wurde darauf hingewiesen, dass dem FMSt-Recht eine stark protektionistische Ausrichtung beizumessen ist, soweit die business controle der inländischen Kreditnachfrage von KMUs zu dienen bestimmt sein soll. Diesem Aspekt kommt erhebliche Bedeutung im Rahmen des GsM zu Art. 87 ECT zu, so dass zu fragen ist, ob auch eine weniger protektionistische business controle geeignet wäre, das Ziel der Krisenbehebung zu bewirken. Die Frage lässt sich wohl nicht generell beantworten, muss aber konkret im Auge behalten werden, wenn gegenüber einem geförderten Unternehmen Beanstandungen erhoben werden.

2. EU-Leitlinie zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten. Beide Leitlinien enthalten kein zwingendes Recht. Doch sind sie vom deutschen Gesetzgeber im Großen und Ganzen befolgt worden, auch wenn zur business controle gewisse Bedenken wegen protektionistischer Züge bestehen (s.o. zu IV.1). Nachfolgend wird der Wortlaut der grundlegenden Mitteilung der Kommission v. 15.1.2009 in Auszügen wiedergegeben, um hierzu einige kurze Erläuterungen zu geben. Zur Weiterverweisung sind die Angaben im Text und die derzeit neuste Veröffentlichung der Kommission v. 23.7.2009 zu beachten.⁹⁴ Zur Diskussion anhand der EU Kapitalrichtlinie und der dazu ergangenen Entscheidung des EuGH in Sachen Panagis Pafitis (1996) darf auf die Beiträge von *Köndgen*, ZBB 2009, 144, 147 ss. und Wieneke/Fett, NZG 2009, 8, 11 ss. verwiesen werden. *Köndgen* selbst geseht ein, dass dem Gericht damals die „dramatischen Gefahren einer Bankenkrise für das Finanzsystem... kaum vor Augen gestanden haben.“⁹⁵

a. Ausschnitte des Originaltextes der Kommission v. 1/15/2009.

Mitteilung der Kommission — Die Rekapitalisierung von Finanzinstituten⁽⁹⁶⁾ in der derzeitigen Finanzkrise: Beschränkung der Hilfen auf das erforderliche Minimum und Vorkehrungen gegen unverhältnismäßige Wettbewerbsverzerrungen

1. EINLEITUNG

(1) Die Kommission hat in ihrer Mitteilung vom 13. Oktober 2008 die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise⁽⁹⁷⁾ (nachstehend „Bankenmitteilung“ genannt) anerkannt, dass Rekapitalisierungsregelungen zu den wichtigsten Maßnahmen gehören, die die Mitgliedstaaten zur Gewährleistung der Stabilität und des ordnungsgemäßen Funktionierens der Finanzmärkte ergreifen können.

Gemeinsame Ziele: Wiederherstellung der Finanzstabilität, Sicherstellung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft und Angehen der Problematik des systemischen Insolvenzzrisikos

(4) Angesichts der derzeitigen Lage auf den Finanzmärkten kann die Rekapitalisierung von Banken mehreren Zielen dienen. Erstens tragen Rekapitalisierungsmaßnahmen zur Wiederherstellung der Finanzstabilität sowie des erforderlichen Vertrauens zur Wiederbelebung der Kreditvergabe zwischen den Banken bei. Zudem schafft zusätzliches Kapital in Zeiten der Rezession einen Puffer, um Verluste auffangen zu können, und verringert das Insolvenzzisiko bei den Banken. Unter den derzeitigen Bedingungen, die sich insbesondere aus der Insolvenz von

⁹³ S. Kommission, Mitteilung v. 10/13/2008, ABl. C 270/8, Nr. 34, 38; und Mitt. v. 1/15/2009, ABl. C 10/7, Nr. 35, wie unten abgedruckt, zu 2a.

⁹⁴ Abrufbar als Memo/09/350.

⁹⁵ *Köndgen*, a.a.O. (Fn. 2), S. 147.

⁹⁶ Der Einfachheit halber werden Finanzinstitute in dieser Mitteilung als „Banken“ bezeichnet.

⁹⁷ ABl. C 270 vom 25.10.2008, S. 8.

Lehman Brothers ergeben haben, benötigen grundsätzlich gesunde Banken möglicherweise deshalb Kapitalzuführungen, weil gemeinhin davon ausgegangen wird, dass aufgrund der Unterbewertung von Risiken in der Vergangenheit und der gestiegenen Finanzierungskosten höhere Eigenkapitalquoten erforderlich sind.

- (5) Zweitens können Rekapitalisierungsmaßnahmen dazu beitragen, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft sicherzustellen. Denn grundsätzlich gesunde Banken ziehen es unter Umständen vor, ihre Ausleihungen im Interesse der Risikominimierung und höherer Eigenkapitalquoten einzuschränken. Durch staatliche Kapitalzuführungen kann eine Kreditklemme vermieden und darauf hingewirkt werden, dass die Probleme der Finanzmärkte nicht in vollem Umfang auf den Rest der Wirtschaft durchschlagen.
- (6) Drittens können staatliche Rekapitalisierungsmaßnahmen auch eine angemessene Antwort auf Probleme von Banken sein, die aufgrund ihres Geschäftsmodells oder ihrer Investitionsstrategie von Insolvenz bedroht sind. Eine staatliche Kapitalzuführung als Rettungsmaßnahme für eine einzelne Bank kann ferner dazu beitragen, kurzfristige systemische Auswirkungen einer möglichen Insolvenz dieser Bank zu vermeiden. Auf längere Sicht kann eine Rekapitalisierung Bemühungen unterstützen, die langfristige Rentabilität der betreffenden Bank wiederherzustellen oder ihre kontrollierte Liquidation zu gewährleisten.

Mögliche Wettbewerbsprobleme

- (7) Unter Berücksichtigung dieser gemeinsamen Ziele muss bei der Bewertung von Rekapitalisierungsregelungen bzw. -maßnahmen möglichen Wettbewerbsverzerrungen auf drei unterschiedlichen Ebenen Rechnung getragen werden.
- (8) Erstens soll den Banken in einem bestimmten Mitgliedstaat durch die staatliche Rekapitalisierung kein ungerechtfertigter Wettbewerbsvorteil gegenüber Banken in anderen Mitgliedstaaten verschafft werden. Wird einer Bank Kapital zu deutlich niedrigeren Vergütungssätzen zur Verfügung gestellt als Wettbewerbern in anderen Mitgliedstaaten, ohne dass diese Sätze aufgrund der Risikolage gerechtfertigt sind, so kann dies im europäischen Binnenmarkt erhebliche Auswirkungen auf die Wettbewerbsposition einer Bank haben. Überhöhte Beihilfen in einem Mitgliedstaat könnten auch zu einem Subventionswettlauf zwischen Mitgliedstaaten führen und die Volkswirtschaften derjenigen Mitgliedstaaten in Schwierigkeiten bringen, die auf Rekapitalisierungsregelungen verzichtet haben. Ein kohärentes und abgestimmtes Vorgehen bei der Festlegung der Vergütung und der übrigen Rekapitalisierungsvoraussetzungen ist unverzichtbar, um gleiche Wettbewerbsbedingungen aufrechtzuerhalten. Einseitige, nichtkoordinierte Maßnahmen in diesem Bereich könnten auch die Bemühungen um die Wiederherstellung der Finanzstabilität untergraben („Gewährleistung eines fairen Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten“).
- (9) Zweitens verschaffen Rekapitalisierungsregelungen, die von allen Banken eines Mitgliedstaates in Anspruch genommen werden können, ohne dass anhand des Risikoprofils in ausreichendem Maße zwischen den einzelnen Banken differenziert wird, notleidenden oder schlechter aufgestellten Banken unter Umständen einen ungerechtfertigten Vorteil gegenüber grundsätzlich gesunden und besser aufgestellten Banken. Dies würde den Wettbewerb auf dem Markt verzerren, Anreize verfälschen, das moralische Risiko erhöhen und die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken insgesamt schwächen („Gewährleistung eines fairen Wettbewerbs zwischen den Banken“).
- (10) Drittens soll eine staatliche Rekapitalisierung und insbesondere die dafür zu zahlende Vergütung nicht dazu führen, dass die Wettbewerbsposition von Banken deutlich geschwächt wird, die keine staatlichen Mittel in Anspruch nehmen, sondern zusätzliches Kapital auf dem Markt aufnehmen. Eine staatliche Regelung, durch die marktbasiertere Geschäfte verdrängt werden, steht der Normalisierung des Marktgeschehens entgegen („Gewährleistung der Normalisierung des Marktgeschehens“).
- (11) Alle geplanten Rekapitalisierungen wirken sich auf jeder dieser drei Ebenen kumulativ auf den Wettbewerb aus. Es gilt also, einen Ausgleich zwischen solchen Wettbewerbsproblemen und den verfolgten Zielen, nämlich Wiederherstellung der Finanzstabilität, Sicherstellung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft und Angehen der Problematik des Insolvenzrisikos, zu schaffen. Einerseits muss der Kapitalzugang für die Banken so günstig sein, dass die Rekapitalisierung so effektiv wie möglich greift. Andererseits sollten die Voraussetzungen, an die eine Rekapitalisierungsmaßnahme geknüpft wird, gerechte Wettbewerbsbedingungen und längerfristig die Normalisierung des Marktgeschehens gewährleisten. Staatliche Eingriffe sollten daher verhältnismäßig, befristet und so ausgelegt sein, dass für die Banken der Anreiz besteht, die staatlichen Mittel zurückzuzahlen, sobald die Marktlage dies ermöglicht. Dadurch soll darauf hingewirkt werden, dass ein wettbewerbsfähiger und effizienter europäischer Bankensektor aus der Krise hervorgeht. Ungerechtfertigte Unterschiede beim Umfang der Kapitalisierung und eine Zweckentfremdung des zugeführten Kapitals lassen sich am besten durch eine

marktorientierte Vergütung für Kapitalzuführungen verhindern. In jedem Fall sollten die Mitgliedstaaten sicherstellen, dass jede Rekapitalisierung einer Bank am tatsächlichen Bedarf ausgerichtet ist.

- (12) Die Notwendigkeit, ein Gleichgewicht zwischen Finanzstabilität einerseits und Wettbewerbsbelangen andererseits zu finden, macht deutlich, wie wichtig es ist, zwischen grundsätzlich gesunden, gut aufgestellten Banken und notleidenden, schlechter aufgestellten Banken zu unterscheiden.
- (13) Die Kommission wird daher bei der Bewertung von Rekapitalisierungsmaßnahmen in Form von Regelungen oder von Hilfen für einzelne Banken insbesondere das Risikoprofil der betreffenden Banken berücksichtigen⁽⁹⁸⁾. Grundsätzlich sollten Banken mit einem höheren Risiko auch eine höhere Vergütung zahlen. Bei der Ausgestaltung von Rekapitalisierungsregelungen, die sich an unterschiedliche Banken richten, sollten die Mitgliedstaaten den Zugangskriterien und den unterschiedlichen Risikoprofilen besondere Aufmerksamkeit widmen und entsprechend zwischen den Banken differenzieren (siehe Anhang 1). Dabei ist der Situation von Banken Rechnung zu tragen, die sich aufgrund der derzeitigen außergewöhnlichen Umstände in Schwierigkeiten befinden, vor der Krise dagegen als grundsätzlich gesund eingestuft worden wären.
- (14) Neben Indikatoren wie der — von den einzelstaatlichen Aufsichtsbehörden bescheinigten — Einhaltung der Solvabilitätsanforderungen und voraussichtlichen angemessenen Eigenkapitalausstattung dürften sich beispielsweise auch die CDS-Spreads und Ratings aus der Zeit vor der Krise als Grundlage für die Staffelung der Vergütungssätze eignen. Die geltenden Spreads können auch inhärenten Risiken Rechnung tragen, die die Wettbewerbsposition einiger Banken nach Überwindung der allgemeinen Krise schwächen werden. Die Spreads aus der Zeit vor der Krise und die geltenden Spreads dürften in jedem Fall Belastungen widerspiegeln, die auf toxische Aktiva und/oder Schwächen des Geschäftsmodells der Bank infolge einer übermäßigen Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungen oder eines ungewöhnlich hohen Verschuldungsgrads (Leverage) zurückzuführen sind.
- (15) In begründeten Fällen mag es notwendig sein, kurzfristig niedrigere Vergütungssätze für notleidende Banken zu akzeptieren. Dies muss in der Annahme und unter der Bedingung geschehen, dass sich die Kosten der staatlichen Unterstützung längerfristig in der Umstrukturierung widerspiegeln, die erforderlich ist, um die Rentabilität wiederherzustellen und den Wettbewerbsauswirkungen der Unterstützung durch Ausgleichsmaßnahmen Rechnung zu tragen. Finanziell gesunden Banken können bei einer Rekapitalisierung relativ niedrige Einstiegssätze und längerfristig dementsprechend deutlich geringere Auflagen für die staatliche Unterstützung zugestanden werden, sofern sie für die Rückzahlung oder Umwandlung der Kapitalspritzen Bedingungen akzeptieren, die gewährleisten, dass das staatliche Eingreifen befristet bleibt und auf die Wiederherstellung der Finanzstabilität/des Kreditflusses an die Wirtschaft abzielt und dass die Mittel nicht für strategische Zwecke von mehr allgemeiner Art missbraucht werden.

Empfehlungen des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB)

2. GRUNDSÄTZE FÜR VERSCHIEDENE FORMEN DER REKAPITALISIERUNG

- (19) Wettbewerbsverzerrungen lassen sich am besten durch eine eng an die Marktsätze angelehnte Vergütung begrenzen⁽⁹⁹⁾. Rekapitalisierungsmaßnahmen sollten daher so ausgestaltet werden, dass die Marktsituation jeder Bank samt ihrem gegenwärtigen Risikoprofil und ihrer derzeitigen Solvabilität berücksichtigt wird und gleiche Wettbewerbsbedingungen aufrechterhalten werden, indem gemessen an derzeitigen Marktalternativen keine überhöhten Beihilfen gewährt werden. Ferner sollte für die Bank aufgrund der Vergütungsbedingungen der Anreiz bestehen, die staatlichen Mittel zurückzuzahlen, sobald die Krise überwunden ist.
- (20) Ausgehend von diesen Grundsätzen sind zur Bewertung der allgemeinen Ausgestaltung von Rekapitalisierungsmaßnahmen folgende Elemente heranzuziehen: Ziel der Rekapitalisierung; Solidität der begünstigten Bank; Vergütung; Ausstiegsanreize, durch die insbesondere sichergestellt werden soll, dass staatliches Kapital durch Kapital privater Investoren ersetzt wird⁽¹⁰⁰⁾ und dass die staatliche Einflussnahme auf die Kapitalausstattung der Banken befristet ist; Vorkehrungen zur Vermeidung von Beihilfemissbrauch

⁹⁸ Näheres siehe Anhang 1.

⁹⁹ Siehe Randnummer 39 der Bankenmitteilung.

¹⁰⁰ In dieser Mitteilung sind unter Ausstiegsanreizen oder Anreizen zur Rückzahlung des staatlichen Kapitals Maßnahmen zu verstehen, durch die darauf hingewirkt werden soll, dass das staatliche Kapital im Rahmen der Normalisierung des Marktgeschehens im erforderlichen und angemessenen Maße durch privates Kapital ersetzt wird.

Wettbewerbsverzerrungen; Überprüfung der Wirkung der Rekapitalisierungsregelung und der Lage der begünstigten Banken im Rahmen von regelmäßigen Berichten und ggf. Umstrukturierungsplänen.

2.1. Rekapitalisierung zu aktuellen Marktsätzen

(21) Bei Kapitalzuführungen des Staates mit einer signifikanten Beteiligung privater Investoren (30 % oder mehr) zu gleichen Bedingungen akzeptiert die Kommission die in diesem Rahmen vereinbarte Vergütung⁽¹⁰¹⁾. Da ein solches Geschäft, sofern es nicht so ausgestaltet ist, dass die Anreize für private Investoren wesentlich geändert werden, weniger wettbewerbsrechtliche Bedenken aufwirft, erscheint es grundsätzlich nicht erforderlich, ex ante wettbewerbsrechtliche Sicherheitsvorkehrungen zu treffen oder Ausstiegsanreize zu schaffen.

2.2. Befristete Rekapitalisierung grundsätzlich gesunder Banken zur Förderung der Finanzstabilität und der Kreditvergabe an die Realwirtschaft

(22) Bei der Bewertung von Maßnahmen zugunsten von Banken dieser Kategorie wird die Kommission besonderes Gewicht auf die Unterscheidung zwischen grundsätzlich gesunden Banken und den übrigen Banken legen (siehe Randnummern 12 bis 15).

(23) Insgesamt müssen in der Vergütung folgende Elemente angemessen berücksichtigt werden:

- a) aktuelles Risikoprofil der begünstigten Bank⁽¹⁰²⁾;
- b) Merkmale des gewählten Instruments einschließlich Grad der Nachrangigkeit; Risiko und sämtliche Zahlungsmodalitäten⁽¹⁰³⁾;
- c) vorgesehene Ausstiegsanreize (wie Staffellungs- und Rückzahlungsklauseln);
- d) angemessener risikofreier Referenzzinssatz.

(24) Die Vergütungssätze für staatliche Rekapitalisierungen können nicht so hoch ausfallen wie die derzeitigen Marktsätze (rund 15 %) ⁽¹⁰⁴⁾, weil diese nicht zwangsläufig normale Marktbedingungen widerspiegeln ⁽¹⁰⁵⁾. Daher ist die Kommission bereit, für Rekapitalisierungen grundsätzlich gesunder Banken *Vergütungssätze* zu akzeptieren, die niedriger sind als die derzeitigen Marktsätze. Auf diese Weise will sie die Inanspruchnahme der entsprechenden Rekapitalisierungsinstrumente durch die Banken fördern und so zur Wiederherstellung der Finanzstabilität beitragen und die Kreditvergabe an die Realwirtschaft sicherstellen.

(25) Gleichzeitig sollte bei Rekapitalisierungen die erwartete Gesamrendite für den Staat nicht zu stark von den derzeitigen Marktsätzen abweichen, weil i) Risiken nicht wie in der Zeit vor der Krise unterbewertet werden sollten, ii) die Vergütung die bestehende Ungewissheit darüber widerspiegeln muss, wann und auf welchem Niveau ein neues Preisgleichgewicht gefunden wird, iii) Ausstiegsanreize bestehen müssen und iv) das Risiko einer Verzerrung des Wettbewerbs zwischen Mitgliedstaaten sowie im Hinblick auf Banken, die derzeit ohne staatliche Beihilfen Kapital am Markt aufnehmen, auf ein Minimum beschränkt werden muss. Dass der Vergütungssatz nicht zu stark von den derzeitigen Marktsätzen abweicht, ist entscheidend, damit private Investoren nicht verdrängt werden und die Normalisierung des Marktgeschehens gefördert wird.

¹⁰¹ Siehe beispielsweise Entscheidung der Kommission vom 27. Oktober 2008 in der Sache N 512/08 *Rettungspaket für Kreditinstitute in Deutschland*, Randnummer 54.

¹⁰² Näheres siehe Anhang 1.

¹⁰³ Durch eine Reihe von Faktoren erhöht oder verringert sich beispielsweise der Wert von Vorzugsaktien; dies hängt von den Rechten ab, mit denen die Vorzugsaktien im Einzelfall verbunden sind: z. B. Möglichkeit der Umwandlung in Stammaktien oder andere Instrumente, kumulative oder nichtkumulative Dividenden, feste oder variable Dividenden, Vorrechte gegenüber Stammaktien im Falle einer Unternehmensliquidation, Gewinnbeteiligung über die für Stammaktien gezahlten Dividenden hinaus, Put-Option, Rückkaufsklausel, Stimmrechte. Die Kommission wird unter den verschiedenen regulatorischen Kategorien die allgemeine Klassifizierung von Kapitalinstrumenten als Richtwert heranziehen (z. B. Core/Non-Core, Tier 1/Tier 2).

¹⁰⁴ Zum Beispiel JP Morgan, Europe Credit Research, 27. Oktober 2008; Daten von Merrill Lynch über auf Euro lautende Tier-1-Schuldtitel von Investment-Grade-Banken, die öffentlich auf dem Eurobond-Markt oder dem nationalen Markt von EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, ausgegeben werden. Von ECOWIN bereitgestellte Daten (ml: et10yld).

¹⁰⁵ Das aktuelle Vergütungsniveau spiegelt unter Umständen die derzeit relativ starke Nachfrage nach Tier-1-Kapital (die darauf zurückzuführen ist, dass sich die Banken von ihrem bisherigen Geschäftsmodell abwenden, für das nach jetziger Einschätzung Unterkapitalisierung kennzeichnend war) in Verbindung mit einem relativ geringen Angebot und hoher Marktvolatilität wider.

Einstiegsvergütung für Rekapitalisierungen

- (26) Nach Auffassung der Kommission liefern die Empfehlungen des Eurosystems vom 20. November 2008 eine angemessene Methode zur Ermittlung des Vergütungsniveaus für Rekapitalisierungen. Eine nach dieser Methode berechnete Vergütung stellt aus Sicht des Eurosystems eine angemessene Grundlage (Einstiegsniveau) für die erforderliche Nominalrendite bei der Rekapitalisierung grundsätzlich gesunder Banken dar. Diese Vergütung kann nach oben angepasst werden, um einen Anreiz für die Rückzahlung des staatlichen Kapitals zu bieten⁽¹⁰⁶⁾. Solche Anpassungen tragen nach Auffassung der Kommission auch zur Wahrung eines unverfälschten Wettbewerbs bei.
- (27) In den Empfehlungen des Eurosystems wird davon ausgegangen, dass die Rendite, die der Staat bei der Rekapitalisierung *grundsätzlich gesunder Banken* — durch Erwerb von Vorzugsaktien und anderen hybriden Instrumenten — erzielen muss, auf der Grundlage eines „Vergütungskorridors“ ermittelt werden kann, der folgendermaßen abgesteckt wird: i) zum einen anhand der erforderlichen Rendite bei nachrangigen Verbindlichkeiten, die einen *unteren Grenzwert* bildet, und ii) zum anderen anhand der erforderlichen Rendite bei Stammaktien, die einen *oberen Grenzwert* bildet. Bei dieser Methode wird anhand verschiedener Elemente ein Vergütungskorridor berechnet, der auch der besonderen Lage der einzelnen Banken (oder einer Gruppe ähnlicher Banken) und der Mitgliedstaaten Rechnung tragen sollte. Bei Anwendung dieser Methode unter Heranziehung von Durchschnittswerten (Mittel- bzw. Medianwerte) der relevanten Parameter (Erträge von Staatsanleihen, CDS-Spreads, Eigenkapitalrisikoprämien) ergibt sich ein Korridor mit einer erforderlichen Durchschnittsrendite von 7 % bei Vorzugsaktien, die nachrangigen Verbindlichkeiten ähnlich sind, und eine erforderliche Durchschnittsrendite von 9,3 % bei Stammaktien in Bezug auf Banken des Euroraums. Dieser durchschnittliche Vergütungskorridor als solcher hat Richtwertcharakter.
- (28) Die Kommission akzeptiert für grundsätzlich gesunde Banken eine nach der vorgenannten Methode ermittelte Mindestvergütung⁽¹⁰⁷⁾. Diese Vergütung wird für die einzelnen Banken nach den folgenden Parametern angepasst:
- a) gewählte Kapitalform⁽¹⁰⁸⁾: je geringer die Nachrangigkeit, desto geringer ist die erforderliche Vergütung innerhalb des Vergütungskorridors;
 - b) angemessener risikofreier Referenzzinssatz;
 - c) individuelles Risikoprofil aller förderungswürdigen Banken (sowohl grundsätzlich gesunder als auch notleidender Banken) auf nationaler Ebene.
- (29) Die Mitgliedstaaten können in ihre Vergütungsregelungen zusätzlich Staffelungs- oder Rückzahlungsklauseln aufnehmen. Dabei sollte darauf geachtet werden, dass durch solche Klauseln zwar die frühzeitige Beendigung staatlicher Rekapitalisierungsmaßnahmen gefördert wird, nicht aber die Kapitalkosten übermäßig erhöht werden.
- (30) Die Kommission wird auch andere Berechnungsmethoden akzeptieren, sofern sich danach höhere Vergütungen ergeben als nach der oben beschriebenen Methode.

Anreize für die Rückzahlung des staatlichen Kapitals

- (31) Bei Rekapitalisierungsmaßnahmen müssen geeignete Anreize für die Banken bestehen, das staatliche Kapital zurückzuzahlen, wenn der Markt dies erlaubt⁽¹⁰⁹⁾. Am einfachsten können die Mitgliedstaaten Banken durch entsprechend hohe Vergütungen für staatliche Rekapitalisierungsmaßnahmen dazu anhalten, nach alternativen Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten zu suchen. Damit für die Banken ein Ausstiegsanreiz besteht, hält es die Kommission daher für nützlich, dass die ermittelte Einstiegsvergütung generell um einen Aufschlag erhöht wird

¹⁰⁶ Siehe Randnummern 5 bis 7 der Empfehlungen des EZB-Rates vom 20. November 2008 über die Vergütung für Rekapitalisierungen.

¹⁰⁷ Unter Umständen muss der besonderen Lage von Mitgliedstaaten außerhalb des Eurosystems Rechnung getragen werden.

¹⁰⁸ Wie Stammaktien, Non-Core-Tier-1-Kapital oder Tier-2-Kapital.

¹⁰⁹ Unter Berücksichtigung der Art des Rekapitalisierungsinstruments und seiner Klassifizierung durch die Aufsichtsbehörden.

(¹¹⁰). Verstärkt wird dieser Anreiz, wenn die Vergütungsstruktur zeitlich gestaffelte Erhöhungen oder sonstige Staffelungsklauseln vorsieht.

- (32) Sollte ein Mitgliedstaat es vorziehen, den nominalen Vergütungssatz nicht zu erhöhen, so kann er erwägen, die Gesamtvergütung durch Call-Optionen oder andere Rückzahlungsklauseln zu erhöhen oder andere Mechanismen zu nutzen, um die Aufnahme privaten Kapitals zu fördern. Dazu kann er beispielsweise die Ausschüttung von Dividenden an eine mit der Zeit steigende Pflichtvergütung zugunsten des Staates knüpfen.
- (33) Die Mitgliedstaaten können auch auf eine restriktive Dividendenpolitik zurückgreifen, um zu gewährleisten, dass die staatliche Unterstützung befristet bleibt. Eine restriktive Dividendenpolitik steht mit dem Ziel im Einklang, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft sicherzustellen und die Kapitalbasis der begünstigten Banken zu stärken. Gleichzeitig ist es wichtig, die Ausschüttung von Dividenden zu ermöglichen, wenn dadurch ein Anreiz geschaffen wird, grundsätzlich gesunde Banken mit neuem privatem Kapital zu versorgen (¹¹¹).
- (34) Die Kommission wird geplante Ausstiegsmechanismen einzeln prüfen. Je umfangreicher die Rekapitalisierung und je höher das Risikoprofil der begünstigten Bank sind, desto wichtiger ist im Allgemeinen die Festlegung eines klaren Ausstiegsmechanismus. Durch die Kombination von Höhe und Art der Vergütung sowie ggf. einer angemessenen restriktiven Dividendenpolitik muss insgesamt ein ausreichender Ausstiegsanreiz für die begünstigten Banken geschaffen werden. Die Kommission ist insbesondere der Auffassung, dass Dividendenausschüttungen nicht beschränkt werden müssen, wenn die Vergütung am Risikoprofil der betreffenden Bank ausgerichtet ist, Staffelungsklauseln oder vergleichbare Bestimmungen ausreichende Ausstiegsanreize schaffen und der Umfang der Rekapitalisierung begrenzt ist.

Verhinderung unverhältnismäßiger Wettbewerbsverzerrungen

- (35) Unter Randnummer 35 der Bankenmitteilung wird darauf hingewiesen, dass Schutzmechanismen gegen Missbrauch und unverhältnismäßige Wettbewerbsverfälschungen vorgesehen werden müssen. Gemäß Randnummer 38 der Bankenmitteilung dürfen Kapitalzuführungen nicht über das erforderliche Minimum hinausgehen und dem Begünstigten nicht die Möglichkeit bieten, aggressive Geschäftsstrategien zu verfolgen, die den Zielen der Rekapitalisierung entgegenstehen (¹¹²).
- (36) Allgemein gilt: Je höher die Vergütung, desto geringer ist der Bedarf an Sicherheitsvorkehrungen, denn bei einem hohen Vergütungsniveau kommt es zu weniger Wettbewerbsverzerrungen. Banken, die staatliche Rekapitalisierungsmaßnahmen in Anspruch nehmen, dürfen damit auch nicht für kommerzielle Zwecke werben.
- (37) Sicherheitsvorkehrungen können notwendig sein, um zu verhindern, dass staatliche Beihilfen zur Finanzierung einer aggressiven Geschäftsexpansion missbraucht werden. Grundsätzlich können Fusionen und Übernahmen einen wichtigen Beitrag zur Konsolidierung des Bankensektors im Hinblick auf die Stabilisierung der Finanzmärkte und die Sicherstellung eines geregelten Kreditflusses an die Realwirtschaft leisten. Damit staatlich unterstützte Banken gegenüber Wettbewerbern, die keine staatliche Unterstützung in Anspruch nehmen, nicht bevorzugt werden, sollten Fusionen und Übernahmen im Allgemeinen auf der Grundlage von Ausschreibungen erfolgen.
- (38) Der Umfang von Verhaltensmaßnahmen wird auf der Grundlage einer Verhältnismäßigkeitsprüfung festgelegt, bei der alle relevanten Faktoren und insbesondere das Risikoprofil der begünstigten Bank berücksichtigt werden. Bei Banken mit einem sehr niedrigen Risikoprofil sind unter Umständen nur ganz wenige Verhaltensmaßnahmen zu treffen, doch mit steigendem Risiko werden solche Maßnahmen in zunehmendem Maße notwendig. Bei der

¹¹⁰ Dies ist umso wichtiger, als die vorgenannte Methode davon beeinflusst sein kann, dass Risiken vor der Krise unterbewertet wurden.

¹¹¹ Dementsprechend könnten die Auflagen für die Dividendenausschüttung beispielsweise befristet sein oder nur für einen bestimmten Prozentsatz der erwirtschafteten Gewinne gelten, oder die Dividenden-ausschüttung könnte an die Bereitstellung neuen Kapitals geknüpft werden (indem beispielsweise Dividenden in Form neuer Aktien ausgezahlt werden). Ist davon auszugehen, dass die Rückzahlung der staatlichen Mittel in mehreren Etappen erfolgt, könnte auch eine schrittweise Lockerung der Dividendenbeschränkungen nach Maßgabe der Kapitalrückzahlung erwogen werden.

¹¹² Da die Kreditvergabe an die Realwirtschaft sichergestellt werden soll, ist bei Rekapitalisierungsregelungen für grundsätzlich gesunde Banken eine Beschränkung des Bilanzsummenwachstums nicht erforderlich. Dies sollte grundsätzlich auch für Garantieregelungen gelten, außer wenn ernsthaft die Gefahr besteht, dass es zu einer Verlagerung von Kapitalflüssen zwischen Mitgliedstaaten kommt.

Verhältnismäßigkeitsprüfung ist ferner dem relativen Umfang der staatlichen Kapitalzuführung und der erreichten Kapitalausstattung Rechnung zu tragen.

- (39) Wenn Mitgliedstaaten Rekapitalisierungen mit dem Ziel vornehmen, die Geldversorgung der Realwirtschaft sicherzustellen, müssen sie dafür sorgen, dass diese Beihilfen tatsächlich sachgerecht eingesetzt werden. Zu diesem Zweck sollten sie im Einklang mit den einzelstaatlichen Vorschriften die Rekapitalisierung an wirksame und durchsetzbare Sicherheitsvorkehrungen knüpfen, die gewährleisten, dass das zugeführte Kapital tatsächlich zur Kreditvergabe an die Realwirtschaft genutzt wird.

Überprüfung

- (40) Wie in der Bankenmitteilung dargelegt (¹¹³), müssen Rekapitalisierungen regelmäßig überprüft werden. Die Mitgliedstaaten müssen der Kommission sechs Monate nach einer Rekapitalisierung einen Bericht über die ergriffenen Maßnahmen vorlegen. In dem Bericht müssen vollständige Angaben zu folgenden Punkten gemacht werden:

- a) Banken, die rekapitalisiert wurden, einschließlich der unter den Randnummern 12 bis 15 und in Anhang I angeführten Elemente sowie Bewertung des Geschäftsmodells der jeweiligen Bank im Hinblick auf die Einschätzung des Risikoprofils und die Lebensfähigkeit der Bank;
- b) von den Banken aufgenommene Mittel und die Bedingungen, unter denen die Rekapitalisierung erfolgt ist;
- c) Verwendung des zugeführten Kapitals einschließlich i) der an die Realwirtschaft vergebenen Kredite, ii) des externen Wachstums und iii) der Dividendenpolitik der begünstigten Banken;
- d) Einhaltung der Zusagen der Mitgliedstaaten in Bezug auf Ausstiegsanreize oder sonstige Auflagen und Sicherheitsvorkehrungen; und
- e) geplante Schritte, um die Abhängigkeit von staatlichem Kapital zu beenden (¹¹⁴).

- (41) Im Rahmen der Überprüfung wird die Kommission unter anderem bewerten, ob weiterhin Verhaltensmaßregeln erforderlich sind. Je nach Entwicklung der Marktlage kann sie die Betroffenen auch zu einer Überprüfung der Vorkehrungen auffordern, durch die sichergestellt werden soll, dass Höhe und Laufzeit der Hilfen auf das zur Überwindung der derzeitigen Krise notwendige Minimum beschränkt sind.

- (42) Die Kommission erinnert daran, dass für Banken, die ursprünglich als grundsätzlich gesund eingestuft wurden und nach der Rekapitalisierung in Schwierigkeiten geraten, ein Umstrukturierungsplan vorgelegt werden muss.

2.3. Rekapitalisierungen zur Rettung sonstiger Banken

- (43) Für die Rekapitalisierung von Banken, die nicht grundsätzlich gesund sind, sollten striktere Auflagen gelten.

- (44) Wie oben dargelegt, sollte die Vergütung grundsätzlich das Risikoprofil der begünstigten Bank widerspiegeln und höher sein als im Falle grundsätzlich gesunder Banken (¹¹⁵). Den Aufsichtsbehörden bleibt es dabei unbenommen, im Falle von Umstrukturierungen gegebenenfalls Sofortmaßnahmen zu ergreifen. Sollte die Vergütung nicht auf einem am Risikoprofil der Bank ausgerichteten Niveau festgesetzt werden können, hätte sie sich dennoch eng an die Vergütung anzulehnen, die unter normalen Marktbedingungen für eine ähnliche Bank gefordert wird. Ungeachtet der Notwendigkeit, die finanzielle Stabilität zu gewährleisten, können staatliche Kapitalzuführungen für solche Banken nur genehmigt werden, wenn es zu einer Liquidation der Bank kommt oder wenn weitreichende Umstrukturierungsmaßnahmen ergriffen werden, die gegebenenfalls auch Management und Corporate Governance betreffen können. Für diese Banken muss somit sechs Monate nach der Rekapitalisierung entweder ein Liquidations- oder ein Umstrukturierungsplan vorgelegt werden. Wie in der Bankenmitteilung dargelegt, werden solche Pläne auf der Grundlage der Leitlinien für staatliche Beihilfen zur Rettung und Umstrukturierung von Unternehmen in Schwierigkeiten bewertet und müssen Ausgleichsmaßnahmen vorsehen.

¹¹³ Siehe Randnummern 34 bis 42 der Bankenmitteilung. Im Einklang mit der Bankenmitteilung müssen Einzelbeihilfen in Form von Rekapitalisierungsmaßnahmen, die auf der Grundlage einer von der Kommission genehmigten Rekapitalisierungsregelung gewährt werden, nicht angemeldet werden; sie werden von der Kommission im Rahmen der Überprüfung und der Vorlage eines Rentabilitätsplans bewertet.

¹¹⁴ Unter Berücksichtigung der Merkmale des Rekapitalisierungsinstruments.

¹¹⁵ Erweiterter Vergütungskorridor mit erhöhten Vergütungssätzen für notleidende Banken: siehe Randnummer 28.

(45) Bis zur Rückzahlung der staatlichen Mittel sollten für notleidende Banken in der Rettungs- bzw. Umstrukturierungsphase grundsätzlich folgende Verhaltensmaßregeln vorgesehen werden: restriktive Dividendenpolitik (einschließlich eines Dividendenverbots zumindest in der Umstrukturierungsphase), Einschränkung von Bonuszahlungen und der Vergütung von Führungskräften, Erreichung und Aufrechterhaltung eines höheren Solvabilitäts-Koeffizienten im Einklang mit dem Ziel der Wiederherstellung finanzieller Stabilität und Zeitplan für die Rückzahlung des staatlichen Kapitals.

b. Kurzkomentare.

Zu Nr. 1: Communications sind nicht im Katalog der Rechtsquellen in Art. 249 ECT aufgeführt, der im Kern auf Richtlinien, Empfehlungen und Verordnungen begrenzt ist. Empfehlungen und Stellungnahmen werden ausdrücklich von der Rechtsverbindlichkeit ausgenommen, so dass aus ihnen keine vor den Gerichten durchsetzbaren Rechte hergeleitet werden können.¹¹⁶ Dennoch kommt ihnen ebenso wie den assessments nicht nur eine faktische Wirkung zu. Nach verbreiteter Ansicht ist sogar eine Selbstbindung der Kommission an ihre eigenen Maßstäbe anzunehmen, was aus dem Grundsatz des Vertrauensschutzes abgeleitet wird.¹¹⁷

Demzufolge kann die Behörde, die die Erklärung veröffentlicht hat, später nicht ohne weiteres davon abweichen und etwa bei einer konkreten Entscheidung eines Einzelfalles von anderen Gründen ausgehen. Das ist zwar nicht ausgeschlossen, muss aber entweder auf abweichende tatsächliche Umstände gestützt (differentiating), oder damit begründet werden, dass neue rechtliche Gesichtspunkte erkennbar geworden sind, die eine abgeänderte rechtliche Sichtweise erfordern (overruling).

Zu Nr. 19: Die Kommission ist ausdrücklich bemüht, Wettbewerbsverzerrungen, die durch die Staatshilfen entstehen können, so weit wie möglich zu vermeiden. Rechtsdogmatisch steht dahinter der Grundsatz schonendsten Mitteleinsatzes (GsM), wie schon o. zu IV.1 erläutert, und zu dem sogleich (comment to no. 35) noch Näheres auszuführen sein wird.

Konkret wird dieser Aspekt zunächst darauf bezogen, dass die Bankenhilfen vom gegenwärtigen Risikoprofil und den dazu passenden Marktalternativen auszugehen haben, damit keine überhöhte Beihilfe geleistet wird. Dazu gehört auch die Schaffung von Anreizen zur Rückzahlung nach Krisenüberwindung. Denn je eher die Sonderstellung aufgrund der Beihilfe beseitigt wird, desto eher kann wieder mit ungestörtem Wettbewerb gerechnet werden (näher s. no. 31-34). Durchweg übereinstimmend damit scheinen die Regelungen des deutschen FMStR zu sein, da hier stets darauf geachtet ist, dass die Maßnahmen eng befristet und als bloße ultima ratio gefasst sind.¹¹⁸

Zu Nr. 21: Es handelt sich um einen realen Marktindikator, der von der Kommission zu recht vor jeder hypothetischen Betrachtungsweise bevorzugt wird. Dabei wird der Prozentsatz der Mindestbeteiligung zu gleichen Bedingungen mit 30% recht hoch angesetzt. Aber mit dieser Quantifizierung wird lediglich zum Ausdruck gebracht, dass bei einer solchen Größenordnung mit großer Sicherheit damit gerechnet werden kann, dass die Kommission die real akzeptierten Preise auch im Übrigen als maßgebend anzusehen bereit ist. Nicht ausgeschlossen wird dadurch, dass auch bei niedriger Quote ein starkes Argument für die Marktadäquanz gegeben sein soll.

¹¹⁶ EuGH, C-322/88, Slg. 1989, 4407 (Grimaldi/Fonds des maladies professionnelles) ; Grabitz/Hilf, Kommentar EGV, Art. 249, Nr. 213.

¹¹⁷ See Grabitz/Hilf, ebd. Art. 249 EGV, no. 214; *Bleckmann*, Europarecht, 6th ed., p. 178.

¹¹⁸ Das hebt auch *Köndgen*, ZBB 2009, 144, 145 hervor, der im Übrigen allerdings keine marktwirtschaftliche Sicht anerkennt.

Zu Nr. 26 ff.: Mit dem Begriff der Einstiegsvergütung ist im Wesentlichen der Zins gemeint, den die Beihilfestelle für die Vergabe von Garantien zu verlangen hat. Aber bei Rekapitalisierungen i.S. von Anteilswerb bei Kapitalheraufsetzungen fällt kein Zins an, so dass andere Formen der Vergütung in Betracht zu ziehen sind. Das Niveau muss aber auch hierbei berechnet werden, wofür die Maßgaben der no. 26 ss. Gedacht sind.

Insbes. kommen vergleichende Erwägungen zu anderen Mitgliedstaaten und anderen Banken in Betracht. Auch muss der unterschiedlichen Rechtsnatur von Vorzugsaktien und anderen hybriden Einlageformen Rechnung getragen werden (no. 27).

Zu Nr. 35: An dieser Stelle sind die Ausführungen zum Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit und dem dazu gehörigen der Grundsatz schonendsten Mitteleinsatzes (GsM) besonders ausführlich und deutlich gefasst. Wie schon oben (zu IV.1) ausgeführt, besagt der GsM, dass die Maßnahme darf nicht durch eine andere ersetzbar sein darf, die weniger tiefgreifend in den Wettbewerb auf dem Binnenmarkt eingreift. Dieser Grundsatz ist vom EuGH zur Rechtfertigung bei Beschränkungen der Warenverkehrsfreiheit des heutigen Art. 28 ECT entwickelt worden, und wurde nicht nur auf die übrigen Grundfreiheiten ausgedehnt¹¹⁹, sondern auch auf Art. 297 ECT erstreckt.¹²⁰ Wie im deutschen Recht¹²¹, so wird auch zum europäischen GsM eine gewisse Einschätzungsprärogative anerkannt.¹²² Doch liegt es außerhalb dieses Spielraums, wenn eine Abwägung mit weniger schwerwiegenden Wettbewerbsbeeinträchtigungen gänzlich unterbleibt.

Konkret wird an dieser Stelle dadurch Berücksichtigung, dass betont, dass bei Staatshilfen „Schutzmechanismen gegen...unverhältnismäßige Wettbewerbsbeschränkungen vorgesehen werden müssen“, und nicht über das „erforderliche Minimum“ hinausgegangen werden darf. Andernfalls wird mit „aggressiven Geschäftsstrategien“ gerechnet, die etwa darin bestehen können, dass geförderte Banken Nachfrage auf sich ziehen, die unter Wettbewerbsbedingungen zu anderen Anbietern abwandern würden, weil dort kostengünstiger produziert wird, oder innovativere Geschäftsideen umgesetzt werden.

V. Résumé

Das Recht der FMSt. ist nicht nur von großer existentieller Bedeutung für die Funktionsfähigkeit der europäischen Finanzmärkte, sondern es werden auch wichtige Gebiete des EU-Wirtschaftsrechts entscheidend umstrukturiert, um aus der Not der betroffenen Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und anderer systemrelevanter Verkehrsteilnehmer herauszuführen. Dabei kommt es zu neuartigen Gestaltungsformen und Rechtsfortbildungen, die z.T. weiterführende Ansätze einer Re-Ethisierung des Wirtschaftsrechts erkennen lassen. Aber leider ist die Not, wie auch sonst, kein durchweg guter Ratgeber, so dass eine ganze Reihe von Staatsdirigismen und Protektionismen Einzug gehalten haben. Man könnte insofern von rechtlichen Krisengefahren sprechen, die den wirtschaftlichen vielleicht nicht gleich stehen, aber möglicher Weise viel längerfristig zu Schäden am System des Wirtschaftsrechts führen.

Im Einzelnen hat der Beitrag gezeigt, dass ein Bedarf zur Re-Regulierung des Banken- und Versicherungssektors ökonomisch nicht begründet ist und weder als Zweck des FMSt-

¹¹⁹ Vgl. nur EuGH C-94/04, 202/04 Cipolla; cf. *Herrmann*, EWS 2009, 10, 12 ff.

¹²⁰ EuGH NJW 2000, 499 Nr. 27; cf. *Sreinz/Kokott*, EUV/EGV-Kommentar, 2003, Art. 297, Nr. 7; *Wieneke/Fett*, NZG 2009, 8, 13.

¹²¹ BVerfGE 50, 290, 350 (Co-Determination Act).

¹²² EuGH C-275/92 (Schindler), Slg. 1994 I, 1039, 1096 s.; und EuGH NJW 2000, 499 Nr. 27; zu Art. 58 ECT s. EuGH, NZG 2007, 942, no. 72 (Kommission/Deutschland; EuGH NZG 2002, 632, Nr. 49 (Kommission/Portugal)).

Rechts noch als Intention der EU-Leitlinien unterstellt werden kann (II.4 und IV.1/2). Statt dessen wird partiell eine Art Re-Ethisierung des Wirtschaftsrechts unternommen, wie sie auch bei extremen Missbräuchen der Privatautonomie durch sittenwidrige Zinsvereinbarungen in Verbraucherkreditverträgen beobachtet wurde (III.3e). Dennoch gibt es einige verbesserungsbedürftige Mängel, insbes. sollte die Zulassung stiller Lasten nicht als Bilanztrick gewertet und zu eng gefasst werden (III.1). Die Einschränkungen der Informationspflichten gem. § 31 WpHG sind dagegen zweckgerecht, solange es bei der Kontrolle der Übernahmeentgelte durch die BAFin bleibt (III.2). Doch werden protektionistische Gefahren bei der Konkretisierung der Maßstäbe einer „umsichtigen Geschäftspolitik“ deutlich, die die Soffin. bei Vergabe von Staatshilfen zugrunde legen kann. Eine Beschränkung der Bereitschaft zur Kreditvergabe auf deutsche und mittelständische Unternehmen erweist sich als mit der Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 56 EGV unvereinbar (III.3c). Der Begrenzung von Boni auf 500.000,- p.a. darf keine echte Rückwirkung beigemessen werden (III.3e). Die Modifikationen des Fusionskontroll- und Übernahmerechts erscheinen unbedenklich (III.3d).

Als Ausblick auf künftige Forschungen sei zweierlei hervorgehoben:

ERSTENS steht die europarechtliche Einschätzung noch ganz am Anfang, so dass hier nicht einmal der Versuch einer systematisierenden Analyse unternommen wurde. Besonders dringlich scheint eine rechtsvergleichende Bestandsaufnahme, um zu sehen, wie ähnlich oder verschieden die Mitgliedstaaten auf die neuartigen Krisenphänomene reagiert haben.¹²³ Vor allem für die Einschätzung der Regelungen nach dem oben (zu IV.1 und 2b) behandelten GsM darf man sich erheblichen Ertrag aus der rechtsvergleichenden Arbeit erhoffen.

ZWEITENS scheint der wichtigste Aspekt der Bewältigung rechtlicher Krisengefahren zu sein, dass das FMSt-Recht zu größten Teilen möglichst bald wieder verlassen wird. Das deutsche FMStG hat seine Geltung vorerst auf Ende 2010 begrenzt, wird aber wohl mit diesem Zeitrahmen kaum auskommen. Dennoch dürfte auch bei Verlängerungen des Geltungszeitraums stets mit zu bedenken sein, dass Krisenrecht auf Rückkehr zur Normalität abzielen hat. Das Europarecht bringt das nicht weniger deutlich zum Ausdruck als das deutsche FMStG. Möge auch in dieser Hinsicht das europäische Wirtschaftsrecht aufgrund seiner rechtspolitischen und rechtsdogmatischen Überzeugungskraft seinen Beitrag leisten!

¹²³ Einige Angaben mit Schwerpunkt zum englischen Recht finden sich bei *Köndgen*, a.a.O. (Fn. 2).