

# Markt und Macht und Mafia

## Finanzkrise: Versagen oder Verschwörung?

### Einleitung

In der gegenwärtigen Weltwirtschaftslage gibt es vielleicht „existenzphilosophische„ Varianten der Selbsttröstung. Da ist zum einen die Einsicht, dass Krisen wie Politiker sind: Sie kommen und gehen. Zum anderen ist es der Verdacht, dass wir die Krisen und die Politiker haben, die wir verdienen. Wie auch immer: Zuversicht könnte die Arbeit der Europäischen Kommission (Kommission) begründen. Sie hat am 23. September 2009 ein wichtiges Paket von Legislativentwürfen angenommen, um die Beaufsichtigung des Finanzsektors erheblich zu verschärfen. Dafür gab es eine ganze Reihe guter bzw. schlechter Gründe. Die Kommission hat jedenfalls klare Ziele definiert:

Nachhaltige Stärkung der Finanzmärkte in der gesamten Europäischen Union (EU) durch verbesserte Zusammenarbeit.

Kohärente Anwendung und Durchsetzung derselben grundlegenden technischen Regeln.

Frühzeitige Erkennung von Systemrisiken.

Erheblich wirksameres gemeinsames Handeln in Notfällen.

Beilegung von Meinungsverschiedenheiten zwischen den Aufsichtsbehörden.

Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB)

Schaffung eines Europäischen Systems für die Finanzaufsicht (ESFS)

bestehend aus den nationalen Aufsichtsbehörden und drei neuen

Aufsichtsbehörden für die Bereiche Bankwesen, Wertpapierhandel sowie

Versicherungswesen und betriebliche Altersversorgung.



r. Wolfgang Hetzer,

Adviser to the Director General,  
European Anti-Fraud Office,  
Brüssel

Damit wird die Absicht verfolgt, den europäischen Steuerzahler vor weiteren schwarzen Tagen wie im Herbst 2008 zu schützen, als die Regierungen viele Milliarden in die Rettung der Banken investieren mussten. Der europäische Ansatz könnte nach dem Empfinden des Präsidenten der Kommission, José Manuel Barroso, sogar als Vorbild für ein weltweites System dienen.

Kommissar Charlie McCreevy war seinerzeit der Auffassung, dass das Paket Ergebnis des raschen und entschlossenen Handelns der Kommission sei, um die Mängel in der europäischen Finanzaufsicht zu beheben und um künftige Finanzkrisen zu verhindern. Nach einer (gewünschten) raschen Verabschiedung des Pakets durch Rat und Parlament sollen die neuen Strukturen im Jahr 2010 ihre Arbeit aufnehmen können.

Die Kommission hatte bereits im Mai 2009 mitgeteilt, dass die Finanzkrise erhebliche Schwachstellen bei der Einzel- und Systemaufsicht offen gelegt hat. In der Tat konnte die Krise mit den bestehenden Aufsichtsregelungen weder verhindert noch gesteuert oder beigelegt werden. Die nationalen Aufsichtsmodelle konnten mit der Integration und Verknüpfung der heutigen Finanzmärkte mit vielen grenzübergreifend tätigen Finanzinstituten nicht länger Schritt halten. Die Krise hat auch gezeigt, dass es in hohem Maße an Zusammenarbeit, Koordinierung, Kohärenz und gegenseitigem Vertrauen zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden fehlte. Als einer der beiden größten Finanzmärkte der Welt trägt die EU aber eine klare Verantwortung für die Förderung der globalen Finanzmarktstabilität und -sicherheit. Diese Aufgabe ist nur erfüllbar, wenn ein robuster Aufsichts- und Rechtsrahmen besteht. Dazu gehören neben vielen anderen ein Richtlinienvorschlag zu alternativen Investmentfonds sowie eine Empfehlung zu Managergehältern und Vorschläge über Eigenkapitalanforderungen. Die Kommission hat damit die Grundzüge der neuen Architektur für die europäische Finanzaufsicht skizziert.<sup>1</sup> Zur Erklärung des Hintergrunds sei zunächst ein Beispiel erlaubt:

Die Volkswirtschaft von Irland hat unter der bisherigen Rezession schwerer gelitten als die meisten anderen westlichen Industrieländer. Der irische Finanzminister Brian Lenihan ist der Meinung, dass dies vor allem auf das „beschämende„ Verhalten des Finanzsektors zurückzuführen sei. Die Bevölkerung ist verbittert. Die natürliche Reaktion wäre, so sieht es zumindest ein Kommentator, die Banken für ihr riskantes Geschäft der Vergangenheit zu bestrafen.<sup>2</sup> Der irische Staat hat aber das Gegenteil getan. Er kaufte den Banken ihre wackeligen Kredite ab und zahlte ihnen dafür sogar mehr, als es der Markt seinerzeit getan hätte. Die Banken konnten dadurch ihre Bilanzen säubern und wurden für neue Kreditvergaben ertüchtigt. Unter den Bedingungen der gegenwärtigen Malaise kann offenbar nur der Staat für die Gefahren geradestehen, und zwar durch den politisch kalkulierten Rückgriff auf die Zwangszahlungen der Steuerpflichtigen. Sie war daraus entstanden, dass man im großen Stil sowohl Kreditnehmer im Hypothekengeschäft als auch Geldanleger im Interbankengeschäft gewonnen hat, die ihre Risiken weder verstanden haben noch aus eigenen Mitteln beherrschen konnten.

In diesem Szenario mag die Frage einer strafrechtlichen Sanktionierung nachrangig erscheinen. Vielleicht ist das auch gut so. Insbesondere die materiellrechtlichen Kategorien des Strafrechts und die verfahrensrechtlichen Bedingungen der

Strafverfolgung haben sich gegenüber Umbrüchen historischen Ausmaßes immer wieder als ungeeignet erwiesen. Dennoch erscheint es diskussionswürdig, ob die endemisch ausgebrochene staatliche Hilfsbereitschaft gegenüber Bankrotteuren größten Kalibers nicht doch durch etwas drastischere und schmerzhaftere Reaktionen moderiert werden sollte. Das wäre dann angebracht, wenn sich in der Wirtschaft kriminogene Verhältnisse entwickelt haben sollten, deren Auswirkungen in einem nie zuvor erlebten Ausmaß gemeinschädlich sind.

Eine derartige Diskussion sollte mit dem Versuch beginnen, die objektiven Ursachen dieser katastrophalen Entwicklung anzudeuten. Der Begriff „Krise„ ist dabei ein höchst unzureichender Arbeitsbegriff. In der Debatte um die „Systemrelevanz„ bestimmter Banken und Unternehmen ist übrigens immer noch ungeklärt, ob ein System als solches noch relevant sein darf, wenn es zu bestimmten wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Ergebnissen führt. Es ist offen, ob es sich bei der gegenwärtigen und anhaltenden Situation nur um eine vorübergehende Lage, um eine unvorhersehbare und niemandem zuzurechnende Abweichung vom Normalgeschehen oder um die quasi naturgesetzlich eintretende Entwicklung eines Systems handelt, das mit den herkömmlichen Methoden des Risikomanagements nicht mehr beherrschbar ist. Schließlich kann man sogar fragen, ob sich die globalen Finanzmärkte in Tatorte verwandelt haben, wo sich die intelligentesten und rücksichtslosesten Individuen tummeln, mit überlegenem Fachwissen und enormer krimineller Energie eine unübersehbare Vielzahl ihrer Mitmenschen schädigen und die Vernichtung ganzer Unternehmen organisieren.<sup>3</sup>

Die strukturellen Besonderheiten des Metiers, die wirtschaftlichen Voraussetzungen und Folgen, politische Ambitionen und anthropologische Konstanten (z. B. Egoismus und Gier) erschweren die notwendigen Differenzierungen zwischen riskanten Verhältnissen und persönlichem Verschulden. Im Folgenden sind deshalb nur höchst unvollkommene Versuche möglich.

## **Regulierung und Risiko**

Die internationalen Finanzmärkte stehen zwar am Anfang der gegenwärtigen Weltwirtschaftskrise.<sup>4</sup> Die maßgeblichen Impulse gingen aber von den Notenbanken aus. Die amerikanische „Federal Reserve„ nahm dabei eine prominente Rolle ein. Sie ist für eine Politik extrem niedriger Zinsen verantwortlich. Ob eine schwache Konjunktur, die Anschläge des 11. September 2001 oder das Platzen der „Dotcom-Blase„: Das Handlungsspektrum der amerikanischen Notenbank schien auf die drastische Senkung der Zentralbankzinsen beschränkt zu sein. Den Geschäftsbanken wurden dadurch alle Türen zum Paradies geöffnet. Die Beschaffung von Fremdkapital wandelte sich zum kostengünstigen Kinderspiel. Bei der Kreditvergabe war die Bonität der Schuldner unwichtig geworden. Gleichzeitig sahen sich die institutionellen Investoren gezwungen, nach höherverzinslichen Anleihen Ausschau zu halten. Regierungen schienen ihren Part in der Regulierung und der Manipulation gesehen zu haben. Sie gerieten aber schnell in ein Dilemma, weil stärkere Regulierungen regelmäßig zu Wettbewerbsnachteilen führen. Deshalb glaubten Verantwortliche in der Politik, Abkommen im Hinblick auf notwendige Veränderungen im Bereich der Bankenaufsicht „flexibel„ nach Maßgabe nationaler Interessen interpretieren bzw. missachten zu müssen. Dazu gehörte in den USA insbesondere die Förderung des Kaufs von Eigenheimen. Es versteht sich im Übrigen fast von selbst, dass aus beschäftigungspolitischen Gründen ein niedriges Zinsniveau politisch gewollt war, zumal damit der Effekt einer Verbilligung der gigantischen Staatsverschuldung in den USA verbunden war.

Auch die Geschäftsbanken haben ihren Anteil an der gegenwärtigen Katastrophe. Man muss einräumen, dass ihre Ausgangslage grundsätzlich schwierig war und ist. Sie müssen die zumeist kleineren Beträge ihrer Kunden fast jederzeit verfügbar halten. Gleichzeitig vergeben sie Kredite mit relativ langer Laufzeit. Diese „Fristentransformation„ begründet ein banktypisches (Liquiditätsrisiko-)Risiko, das sich bei mangelnden kurzfristigen Refinanzierungsmöglichkeiten realisiert. Ausfälle im Kreditgeschäft können sich zudem zum Insolvenzrisiko verdichten.

Zu den Instrumenten einschlägiger Risikosicherungssysteme gehören u. a.:

Freiwillige und gesetzliche Einlagensicherungssysteme.

Bildung von Rücklagen.

Ausstattung mit Eigenkapital.

Risikovorsorge kann also sowohl durch Verfügung über liquide Mittel (Bargeld, erstklassige Wertpapiere) als auch über eine hohe Eigenkapitalausstattung erfolgen. Damit ist aber aus der Sicht der Geschäftsbanken ein weiteres und klassisches Dilemma zu besorgen. Für Zwecke der Renditesteigerung müssen sie die Kassenbestände möglichst klein halten, das Eigenkapital reduzieren, riskantere Wertpapiere kaufen und höherverzinsliche sowie riskantere Kredite vergeben. Banken müssen daher regelmäßig eine Wahl zwischen Sicherheit und Rendite treffen. Schließlich können Vorsicht und Gier in einen existenzgefährdenden Widerspruch geraten.



Risikofaktor Mensch: Gier – eine der sieben Todsünden – wurde im Mittelalter durch das Schwein (Abbildung eines Wasserspeiers am Freiburger Münster) symbolisiert (Foto: Hofem)

Ein Königsweg aus dieser verzwickten Situation schien mit der Verbriefung und Strukturierung von Finanzprodukten eröffnet. Trotz des erheblichen banktechnischen und mathematischen Aufwandes ging es dabei nicht um „rocket science“,<sup>5</sup> Man hat vielmehr den Eindruck, dass es sich um simple Taschenspielertricks handelt, deren Erfolg von Täuschung, Schnelligkeit und Präzision abhängt. Kompetenzmängel schaffen dafür ein günstiges Umfeld. Verbriefung ist nichts anderes als die Verwandlung nicht handelbarer Kredite in handelbare Wertpapiere. Kredite werden quasi in ein Wertpapier verpackt. Anteile an dem so entstandenen Portfolio verkaufen die Banken dann an institutionelle Investoren. Manche sehen darin eine „revolutionäre“, Neuerung.<sup>6</sup> Wie auch immer: Zu früheren Zeiten haben die Institute gewährte Kredite über die gesamte Laufzeit haftend in ihrer Bilanz gehalten. Der sich verbreitende Verkauf dieser „Produkte“, hatte mehrere Folgen:

- Zufuhr neuer liquider Mittel.
- Erweiterungen der Kreditvergabemöglichkeiten.
- Anfall attraktiver Gebühren bei den beteiligten Investmentbanken.
- Kreditlozierung in aufsichtsfreien Instituten.
- Rasche Weitergabe des Kreditrisikos.
- Sorglosere Kreditgewährung.

Charakteristisch für die jeweiligen Deals war die Verpackung von erheblich ausfallgefährdeten Krediten in Wertpapiere und entsprechend hohe Zinszahlungsversprechen an die Käufer als Ausgleich. Es kann dahinstehen, ob die in diesem Zusammenhang geübte Technik der „Strukturierung“, die „finanzmarkttheoretische Quadratur des Kreises“, ermöglichte. Jedenfalls sind damit Investoren, denen das Engagement in riskante Papiere verboten war, in den Kreis der Abnehmer einbezogen worden. Eine Hierarchie der Risikoübernahme hat daran nichts geändert.<sup>7</sup> Letztlich wurden aus einem Portfolio von relativ riskanten Papieren bis zu 97 Prozent Wertpapiere gezaubert, die als sicher oder gar sehr sicher eingestuft wurden. Das führte zu einer dramatischen Ausweitung der Kreditvergabefähigkeit der Banken und zur Umfunktionalisierung der Käufer der verbrieften Kredite zu indirekten Kreditgebern bzw. „Schattenbanken“, ohne jegliche Beaufsichtigung. Damit war der Geist aus der Flasche. Er entfesselte insbesondere in den USA einen kreditfinanzierten Boom. Die Importe wuchsen, die Exporte stagnierten. Die Zentralbanken der asiatischen Lieferländer agierten als Finanziere. Mit den durch Export eingenommenen US-Dollars kaufte man zum Festkurs heimische Währung ein und legte die entsprechenden Beträge in amerikanischen Staatsanleihen an. Gegen Ende des Booms vergaben die amerikanischen Institute immer freizügiger Immobilien-Kredite auch an sehr schlechte Schuldner. Das Geschäft schien risikolos, da die Besicherung durch die gekauften Häuser erfolgte. Deren Preise stiegen zunächst ständig. Und die Banken konnten die Kredite mittels Verbriefung aus ihrer Bilanz entfernen. Die Krise brach sich in dem Moment Bahn, in dem die Immobilienpreise in den USA verfielen. Ein gigantisches Schneeballsystem sui generis begann zu schmelzen.



Risikofaktor mangelnde Aufsicht: Achtsamer Blick auf Bulle und Bär (Foto: Hofem) Auch in Europa wurden bald die Grenzen der Traumwelt erkennbar. Der Hypothekenkäufer Hypo Real Estate (HRE) gewann als einer der Ersten entsprechende Einsichten. Sein Geschäftsmodell war ebenfalls einfach. Es beruhte auf kurzfristigen Einlagen institutioneller Anleger, mit denen langfristig laufende Kreditverbriefungen gekauft wurden. Das funktioniert so lange, wie die Zinsen bei langfristigen Krediten deutlich höher waren als bei kurzfristigen Einlagen. Ein sehr hoher Kredithebel war hilfreich, um die Eigenkapitalrendite entsprechend hoch zu halten. Bei der HRE kamen auf einen Euro Eigenkapital 50 Euro Fremdkapital. Der Zusammenbruch war zwangsläufig, als die Kunden erkannten, in welches Risiko sie sich begeben hatten und ihre kurzfristigen Einlagen zurückzogen. Andere Institute gaben noch ein risikotechnisches „Sahnehäubchen“, obendrauf. Sie betrieben „Zweckgesellschaften“, die langfristig verbriefte und mit kurzfristigen Einlagen finanzierte Kredite kauften. Auf diese Weise umging man die gesetzlichen Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung und Aufsichtsführung. So realisierten sich die systemischen Risiken des Finanzsektors. Es bestand kein Überblick mehr über das Engagement der Mitbewerber in „faulen“, Krediten. Die Bereitschaft zur wechselseitigen Kreditgewährung oder zum Handel mit Wertpapieren sank gegen Null. Nach dem Zusammenbruch der Lehmann Bank im Jahre 2008 verschwand das Vertrauen in die scheinbar unerschöpfliche Güte des Staates als omnipräsenter Ausfallbürge. Schließlich brach der Markt für Zentralbankgeld zwischen Geschäftsbanken zusammen. Die Kreditklemme war perfekt und das Risiko eines „bank run“, schien unabwendbar. Die Schrumpfung der Eigenkapitaldecke und die Reduktion der Kreditvergabe schlugen schließlich auf die Realwirtschaft durch, die wegen Finanzierungsschwierigkeiten Investitionen zurückstellen musste. Die anhaltende Verweigerung mag man als Selbstschutzmaßnahme der Banken ansehen, die offensichtlich ihre eigene Risikotragfähigkeit überschätzt haben und so die Finanzkrise auslösten. Eine höhere Eigenkapitalausstattung scheint auf den ersten Blick ein Mittel der Wahl zu sein. Damit könnte ein höherer Risikopuffer entstehen, der aber womöglich Unternehmen den Zugang zu frischem Geld weiter erschwert. Es bleibt abzuwarten, ob Unternehmensanleihen ausreichende Linderung verschaffen können. Immerhin haben Unternehmen bis September 2009 weltweit schon Anleihen von einer Billion US-Dollar begeben. Von einer Bedarfsdeckung sind auch deutsche Unternehmen jedoch noch weit entfernt. Deshalb denkt man schon wieder (immer noch) über die Verbriefungen von Kreditforderungen nach, deren Risiken über forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities – ABS) an Investoren weitergereicht werden. Damit ist allerdings eine Revitalisierung der zentralen Ursachen für die Krise zu befürchten. Es ist noch nicht zu beurteilen, ob der in der EU vorgesehene Selbstbehalt von verbrieften Risiken in der Bilanz der Bank das in diesem Bereich verlorene Vertrauen wieder herstellen kann. In jedem Fall darf man aber jetzt schon sicher sein, dass statt eines wieder florierenden Marktes für Schuldscheindarlehen eine höhere Eigenkapitalausstattung vorzugswürdig ist. Sie würde sowohl die Risikotragfähigkeit als auch die Kreditwürdigkeit verbessern.<sup>8</sup> Damit ist die Frage, wer letztlich die Verantwortung für dieses Szenario trägt, keineswegs erledigt. Zur Beantwortung der (zunächst nicht strafrechtlichen) „Schuldfrage“, gibt es mehrere Angebote<sup>9</sup>:

Weltweit deregulierte Kapitalmärkte.

Falsche Konzeption der noch bestehenden Regulierungen.

Zu großzügige Geldversorgung durch die Notenbanken.

Beteiligung von Regierungen an der Kreditvergabe durch staatliche und halbstaatliche Banken.

Versagen der aufsichtführenden Eigentümer und damit regierungsamtliche Pflichtverletzung.

Produktion großer Mengen fauler Immobilienkredite durch massive Eigenheimförderung (insbesondere in den USA).

Mangelnde Anpassung staatlicher Regulierungen an die Möglichkeiten neuer Finanzmarktinstrumente.  
Ausnutzung von Regulierungslücken durch Banken im Handeln gegen den Geist bestehender Vorschriften.  
Versagen des bankinternen Risikomanagements.  
Unangemessene Vergütungsregeln für Bankmanager.  
Unzureichende Risikoverteilung im Rahmen von Verbriefungen.  
Mangelnde Erfahrungswerte mit neuen Produkten und entsprechend unangemessene Risikobewertungen.  
Überheblichkeit und fast blindes Vertrauen in die prognostische Leistungskraft mathematischer Methoden und hochkomplexer Schätzverfahren.  
Unterschätzung der Risikoaversion.

In einem Satz: Die Innovationen in der Finanzbranche, regulatorische Lücken und menschliche Fehler haben eine Risikoerhöhung bewirkt, die schließlich in die gegenwärtige Krise umgeschlagen ist. Dabei ging die eigentliche Gefahr von regulierten Banken an überwachten Finanzplätzen aus.<sup>10</sup> Tatsächlich hatten Notenbanken und Aufsichtsbehörden wegen falsch verstandener Förderung des eigenen Finanzplatzes beide Augen geschlossen.

Man mag zwar darüber spekulieren, ob es ohne die schiefen Anreizsysteme in den Banken, ohne die schiefe Ebene zwischen Banken und Staat und ohne die schief verteilten Anreize zwischen den Ländern die Risikoexzesse nicht gegeben hätte. Grundsätzlich gilt aber, dass Aktionäre und Aufsichtsräte in den Banken keine nachhaltigeren Anreize schaffen, solange sie darauf vertrauen können, dass der Steuerzahler sie im Ernstfall raushaut. Trotz aller lautstarken Bekundungen in jüngerer Zeit wird der politische Wettlauf um möglichst laxer Aufsicht weitergehen, solange Regierungen das nationale Finanzplatzinteresse über das Wohl der Weltgemeinschaft stellen. Mit der undifferenzierten Behauptung, dass es in Marktwirtschaften und auf Finanzmärkten keine Rendite ohne Risiken gebe, ist nicht nur die Gefahr eines Rationalitätsabbruches verbunden. Sie befreit auch nicht von der Aufgabe wirkungsvollere Regeln für das Management dieser angeblich unvermeidbaren (systemischen) Risiken zu entwickeln und für eine präventiv und repressiv leistungsfähige Sanktionierung fahrlässiger und vorsätzlicher Pflichtverletzungen zu sorgen. Dabei handelt es sich um eine äußerst dringliche Aufgabe, weil die Entwicklung des internationalen Finanzmarktgeschehens nicht nur wirtschaftliche, sondern auch sicherheitspolitische Dimensionen hat, die bislang leider nicht die gebührende Aufmerksamkeit gefunden haben.<sup>11</sup>

## **Kriminalität und Kontrolle**

Eine Debatte über die Einsatzmöglichkeiten des Strafrechts wäre zwar schnell zu Ende, wenn man die geschilderte Entwicklung lediglich als Marktversagen ansehen müsste. Damit würde man aber gewissen Zusammenhängen nicht gerecht werden, wie sie z. B. im Hinblick auf die Rolle der sog. Ratingagenturen aufscheinen. Zur Orientierung über die hinter Verbriefungen stehenden komplexen Verträge und Vorgänge dienten häufig deren vermeintlich zuverlässige Klassifizierungen. Das Vertrauen in die Richtigkeit der jeweiligen Beurteilungen führte selbst manche Banken in den Abgrund. Sie hatten anscheinend trotz manifestem Marktversagen nicht verstanden, welche Risiken sie mit bestimmten Geschäften eingegangen waren. Umgekehrt behaupteten Ratingagenturen, dass man sich bei der Konstruktion einzelner Anleihen auf die Angaben einzelner Banken zu Einzelkrediten verlassen habe. Das „Gütesiegel“, der Agenturen war also nur ein Abklatsch der Auskünfte von Instituten, die nichts anderes vorhatten, als ein von ihnen eingegangenes Kreditrisiko durch Verbriefung weiterzugeben. Das von ihnen veranlasste Rating war für die Verkehrsfähigkeit der Anleihen erforderlich. Der Markt vertraute darauf, dass die jeweiligen Einstufungen Ergebnis eines verlässlichen Verfahrens waren. Das ist aber sehr zweifelhaft. In der Literatur wird deshalb die Hoffnung geäußert, dass die US-Strafverfolgungsbehörden an dieser Stelle nachhaken mögen.<sup>12</sup> Auch wenn man in der mangelnden Überprüfung durch die Käufer ein fahrlässiges Verhalten sehen kann, ändert dies nichts an der Notwendigkeit, die Angaben auf dem Weg zum Rating darauf hin zu untersuchen, ob getäuscht wurde und wer ggf. getäuscht hat. Es ist irrig, nur ein Marktversagen zu vermuten und zu meinen, das Ganze habe mit dem Strafrecht nichts zu tun. Vieles spricht dafür, dass das Vertrauen in Ratings missbraucht wurde. Der Absturz einschlägiger Klassifizierungen im freien Fall verlangt auch deshalb nach Aufklärung, weil die Agenturen behauptet haben, Risikoszenarien abzubilden. Selbstverständlich haben auch zahlreiche Privatanleger komplexe Finanzprodukte erworben, deren Risiken sie nicht überblickten. Wo aber der Einzelne nicht mehr weiß, was er tut, ist das Einfallstor für betrügerische Handlungen aller Art eröffnet.

Die Chancen für das Strafrecht sind gleichwohl schlecht. Die mit der Internationalisierung des Rechts der Kapitalgesellschaften einhergehenden Rechnungslegungsvorschriften haben insbesondere bei Unternehmenskäufen Bewertungsspielräume eröffnet, die zu irreführenden Gewinnausweisen führen. Damit wird dem Strafrecht gewissermaßen das Schwert aus der Hand geschlagen, weil danach nicht strafbar sein kann, was das Bilanzrecht zulässt. Eines kommt hinzu: Die Normenflut und die bis zur Unverständlichkeit reichende überkomplexe Formulierung einzelner Rechtsvorschriften machen den Anwender in weiten Teilen des Kapitalmarktstrafrechts orientierungslos. Es gibt kaum aus sich heraus lesbare Straftatbestände. Stattdessen hat der Gesetzgeber eine Verweisungstechnik gewählt, bei der man vom Straftatbestand auf die Ge- und Verbote des entsprechenden

Aufsichtsrechts verwiesen wird. Diese Vorschriften verweisen etwa im Bereich des Rechts der Marktmanipulation oder des Insiderhandels auf weitere Vorschriften. Das Ergebnis ist ein Normengestrüpp, das man als verfassungswidrig ansehen kann. Die „Entschuldigung“, dass man doch EU-Richtlinien habe umsetzen müssen, trägt nicht. Die Ausformung des Strafrechts ist nach wie vor Aufgabe der Mitgliedstaaten der EU. Auch der deutsche Gesetzgeber ist also keineswegs gezwungen, Änderungen des Kapitalmarktrechts auf eine strafrechtliche Verweiskette durchschlagen zu lassen.<sup>13</sup>

Insgesamt muss diese Lage nicht zuletzt deshalb Besorgnis auslösen, weil in jüngerer Zeit die Integrität der Finanzmärkte auch durch Strukturen der Organisierten Kriminalität bedroht wird. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) hatte schon im Jahre 2007 ca. 750 Analysen zu möglichen Fällen von Insiderhandel und Marktmanipulation angefertigt, 103 neue Untersuchungen eingeleitet und in 42 Fällen gegen 113 Personen Strafanzeige erstattet.<sup>14</sup>

Zu den Kernaussagen der Herbsttagung des Bundeskriminalamtes (BKA), die sich im Jahre 2008 der Wirtschaftskriminalität im Kontext globaler und gesamtgesellschaftlicher Entwicklungen widmete, gehörte die These, dass der Kapitalmarktkriminalität, die vornehmlich aus der zunehmenden Komplexität der Finanzprodukte in intransparenten Märkten resultiert, mit handhabbarem Recht begegnet werden muss. Zudem sollten Gesetzestexte vereinfacht und Verweisungen vermieden werden statt zusätzliche Strafvorschriften zu schaffen. In diesem Zusammenhang wurde die grundsätzliche Frage nach der erforderlichen und sinnvollen Eingriffsintensität staatlicher Sicherheitsorgane in die Abläufe der freien Wirtschaft gestellt.

Gleichzeitig sah man es als eine Pflicht des Staates an, auf intransparenten Märkten den Bürger vor riskanten Investitionen in komplexe Anlageprodukte durch gesetzliche Regulierung bei Anbietern und Plattformen sowie durch Aufklärung zu schützen.<sup>15</sup> Es handelt sich um die amtsüblichen guten Hoffnungen. Sie werden sich in absehbarer Zeit kaum erfüllen, weil es noch nicht einmal eine verbindliche Definition des Kapitalmarktsstrafrechts gibt. Im Gegensatz zum Vermögensstrafrecht handelt es sich nicht um einen feststehenden Begriff. Es gibt keine zusammenhängende und abschließende Kodifizierung in einem einzelnen Gesetz. Die Strafvorschriften sind auf zahlreiche Gesetze verstreut. Dennoch hält man es für sinnvoll „Kapitalmarktsstrafrecht“, als Oberbegriff für einen strafrechtlichen Teilbereich anzusehen. Insoweit geht es um die Summe der strafrechtlichen Normen, die unmittelbaren oder mittelbaren Bezug zum Kapitalmarkt bzw. kapitalmarkttypischen Geschäften haben.<sup>16</sup> Dazu gehören nicht nur die klassischen Vorschriften über Betrug und Untreue im allgemeinen Strafrecht sondern auch die im HGB; AktG und GmbHG geregelten Vorschriften über Falschangaben und unrichtige Darstellung. Weitere zahlreiche einzelgesetzliche Normen im BörsG und WpHG treten hinzu und bilden in der Summe mit diversen Tatbeständen im Ordnungswidrigkeitenrecht ein „Querschnittsrecht“.

Die Leistungskraft all dieser Normen wird schon durch den Umstand negativ beeinflusst, dass der „Kapitalmarkt“, aus juristischer und wirtschaftswissenschaftlicher Sicht zu den unpräzisesten und erklärungsbedürftigsten Begriffen der Fach- und Allgemeinsprache zählt.<sup>17</sup> Er gilt zusammen mit Derivate-, Geld- und Devisenmärkten als Teil der Finanzmärkte, an denen sich Angebot und Nachfrage nach Geld und geldwerten Titeln treffen. Ihm fließen langfristige Kredite und Beteiligungskapital zu, so dass Unternehmen einen großen Teil der Mittel zur langfristigen Finanzierung ihrer Investitionen erhalten. Die langfristige Finanzierung öffentlicher Aufgaben und die Vermögensbildung gehören ebenfalls zu seinem Funktionsspektrum. Eine Differenzierung zwischen dem organisierten und dem nicht organisierten Kapitalmarkt, dem Primär- und dem Sekundärmarkt sowie dem amtlichen Markt bzw. dem regulierten Markt ist für strafrechtliche Zwecke wohl genauso wenig zielführend wie die Unterscheidung von Kapitalanlageformen (Effekten, Immobilien) etc. oder Produkten (Eigen-, Fremdkapitaltitel). Auch eine Systematisierung nach den beiden vorrangigen Regelungszielen, Funktionsschutz der Kapitalmärkte einerseits und Anlegerschutz andererseits, halten Strafrechtsexperten für untauglich. Die letztgenannten Aspekte unterfallen zwar oftmals dem Strafrechtsschutz. Sie unterscheiden sich gleichwohl erheblich von der Bandbreite der geschützten bzw. zu schützenden Individual- bzw. Kollektivrechtsgüter. Insbesondere im Bereich der Rechnungslegung vollzieht sich derzeit ein tief greifender Wandel weg vom gläubigerschutzorientierten Handelsgesetzbuch zum kapitalmarktorientierten System der IAS/IFRS-Rechnungslegungsvorschriften.

Es ist gegenwärtig schwer abzuschätzen, wieweit dieser Wandel strafrechtlich nachvollziehbar sein wird. Offensichtlich ist dagegen schon jetzt, dass die kapitalmarktrechtliche Zersplitterung, die sich u. a. vom Wertpapierhandelsgesetz über das Börsengesetz, das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, das Verkaufsprospektgesetz, die Verkaufsprospektverordnung, das Depotgesetz, das Kreditwesengesetz, das Aktiengesetz, das GmbH-Gesetz bis hin zum Handelsgesetzbuch erstreckt, spiegelbildlich in den straf- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Vorschriften des Kapitalmarktsstrafrechtes reflektiert wird. Auf die Folgen der zahlreichen EU-Richtlinien zur harmonisierten Durchsetzung der gemeinschaftsrechtlich geschützten Freiheit des Kapitalverkehrs ist hier nicht einzugehen.

Dem Kapitalmarktsstrafrecht wird dennoch eine wachsende praktische Bedeutung zugeschrieben. Das schließt man auch aus vermehrten Presseberichten über Ermittlungen wegen unerlaubten Insiderhandels, unzulässiger Kursmanipulation, Bilanzmanipulationen und Anlegerschädigungen sonstiger Art. Eine Ursache soll die dynamische Entwicklung des deutschen Kapitalmarktes in den letzten 15 Jahren sein, die zu einer erheblichen Ausweitung möglicher Anlageformen geführt hat. Zudem hat sich der Anlegerkreis für risikogeneigtere Investitionen am Kapitalmarkt erweitert. Die entsprechenden Märkte haben auch deshalb eine gewaltige volkswirtschaftliche und gesellschaftliche Bedeutung gewonnen, weil sich der Staat immer stärker aus der sozialen Daseinsvorsorge zurückzieht und sich die Bürger zunehmend auch unter Teilnahme am Kapitalmarktgeschehen abzusichern versuchen. Nicht zuletzt die Klagen und Anzeigen geschädigter Anleger machen deutlich, dass sich die strafrechtliche Relevanz informationeller Intransparenz verändert hat.

Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz vom 21. Juni 2002 hat mit einer erheblichen Verschärfung und Neuformulierung von Vorschriften zum Insider und Ad-hoc-Strafrecht sowie des Verbots der Marktmanipulation den strafrechtlich bislang größten Schritt vollzogen. Ob der deutsche Gesetzgeber damit wirklich konsequent auf das Strafrecht setzt und damit einen durch die Europäische Rechtssetzung keineswegs zwingend vorgegebenen Sonderweg beschreitet, ist zweifelhaft. Gleichwohl wendet

man sich in der Literatur gegen eine Ausweitung des deutschen Kapitalmarktstrafrechts soweit dies unter Hinweis auf die Umsetzungspflicht europäischer Rechtssetzungsvorhaben legitimiert wird. Bei einer Fokussierung auf das Strafrecht bestehe die Gefahr, dass die Suche nach außerstrafrechtlichen Regelungsalternativen aus dem Blick gerate.

Es lässt sich zwar noch nicht detailliert voraussagen, ob und ggf. welche Änderungen die von der Kommission ergriffenen Initiativen nach sich ziehen werden. Dessen ungeachtet ist aber seit einigen Jahren schon zu beobachten, dass der Verdacht eines Fehlverhaltens im Zusammenhang mit der Publizität von Kapitalmarktinformationen („Scalping“, etc.) sowie mit der Außendarstellung jeder Unternehmensphase immer häufiger intensive strafrechtliche Ermittlungen auslöst. Das mag auch mit der Arbeit der am 1. Juli 2002 geschaffenen zentralen Kapitalmarktaufsicht durch die BaFin zusammenhängen, die sich in der Praxis im Verhältnis zu den Staatsanwaltschaften in vielen Fällen als handlungsstärker erwiesen hat und der kapitalmarktrechtlichen Strafverfolgung wichtige Impulse versetzt.<sup>18</sup> Damit ist jedoch immer noch nicht die Frage beantwortet, ob das Strafrecht in seiner gegenwärtigen Verfassung oder nach der Implementierung neuartiger Pönalisierungsstrategien geeignet ist, Risiken, wie sie in der anhaltenden Finanzkrise zu Tage getreten sind, präventiv und repressiv wirkungsvoll zu begegnen. Die Kategorien des Strafrechts basieren auf Rechtswidrigkeit, Schuld und individueller Zuschreibbarkeit. Es ist „ultima ratio“, und lebt von Ableitungen aus anderen Rechtsgebieten. Strafrecht versagt, wenn es nicht um die Sanktionierung natürlicher Personen geht, sondern um die gemeinwohlverträgliche Moderierung sozialer, wirtschaftlicher und politischer Systeme. Sollte ein Überblick über die von Institutionen und Personen angerichteten Schäden möglich sein, wird es aber vielleicht doch noch eine Debatte über einen Funktionswandel des Strafrechts geben. An deren Ende sollte ein Sanktionsrepertoire stehen, das den Herausforderungen einer „Systemkriminalität“, gerecht werden kann.

## Schlussbemerkungen

Mit der Finanzkrise haben sich Risiken verwirklicht, die schon seit geraumer Zeit evident waren. Das Ausmaß der eingetretenen Schäden mag überraschend gewesen sein, ihr Eintritt nicht. Selbst in regulierten Zonen fand der Tanz auf dem Vulkan mit Wissen und Wollen der Verantwortlichen in Politik und Wirtschaft statt. Nationale Egoismen, menschliche Schwächen, unzureichende Gesetze, mangelhafte Aufsicht, systematisierte Selbstbegünstigung, Kompetenzmängel, öffentliche Lethargie. Verlüderung des Gemeinnsinns und strukturelle Fehlentscheidungen zählen neben vielen anderen zu den Faktoren, welche die größte Vermögensvernichtung der neueren Wirtschaftsgeschichte initiiert und gefördert haben.

Vorrangig ist die Schaffung einer neuen Weltwirtschaftsordnung, in der es großen Banken und unverantwortlichen Individuen nicht mehr möglich ist, die globale Wirtschaft mit riskanten Finanzprodukten und Spekulationsgeschäften an den Rand des Zusammenbruchs zu treiben. Natürlich ist eine weltweit wettbewerbsfähige Wirtschaft ohne Risiken nicht möglich. Handeln unter riskanten Bedingungen wird immer notwendig sein. Es ist jedoch dafür zu sorgen, dass diejenigen, die wegen individueller oder kollektiver exzessiver Ambitionen Fehl kalkulationen angestellt, intransparente Verhältnisse ausgenutzt und sich gegen die Allgemeinheit verschworen haben, zur Rechenschaft gezogen werden. Dies geschieht nicht, indem man einzelne Charaktere wie Madoff oder Stanford und viele andere strafrechtlich isoliert. Solche Fälle haben mit der Entstehung der Finanzkrise überhaupt nichts zu tun.

Die Diskussion über „Mali“, könnte dagegen ein erster zaghafter, wenn auch nicht entscheidender Schritt in die richtige Richtung sein. Versagen muss wieder sinnlich spürbare Folgen haben. Das geht bei dem heutzutage vorherrschenden Charakterbild nur über Vermögenseinbußen. Die perverse Praxis von Belohnungen für Misserfolge muss ein Ende haben. Die Debatten in Pittsburgh im September 2009 haben hinreichend deutlich gemacht, wie die Konfliktlinien im politisch-strukturellen Bereich aussehen. Leider sind hier die Details nicht nachzuzeichnen. Es ist aber klar geworden, dass es zu einer globalen Risikovorsorgegesellschaft noch ein langer Weg ist. Wir alle müssen ihn sofort beginnen. Andernfalls brauchen wir über Risikomanagement nicht mehr zu reden und über Strafrecht schon gar nicht. Sollten wir uns hier und heute nicht bewegen, werden nämlich früher oder später alle wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Differenzierungen in einer Kette von Flächenbränden verglühen. Und diesmal wird der Rest nicht Schweigen sein. Hoffentlich.

1 Vgl. insgesamt: Mitteilung der Kommission „Europäische Finanzaufsicht“, vom 27. Mai 2009 KOM(2009) 252 endg.

2 Schulz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 217 vom 18. September 2009, S. 11.

3 Vgl. Hetzer, Tatort Finanzmarkt, 2003, passim. Grundsätzlich zum Scheitern der „Kasinowirtschaft“,: Flassbeck, Gescheitert: Warum die Politik vor der Wirtschaft kapituliert, 2009, S. 134 ff.

4 Zu den „technischen“, Ursachen der Krise: Wörl, Die Quittung Die Finanzkrise. Und was wir daraus lernen können, 1. Aufl. 2009, S. 25 ff.

Die gegenwärtige Krise des Finanzmarktsektors kam zwar plötzlich und in ihren Ausmaßen unerwartet, jedoch für kritische Beobachter nicht überraschend. Vgl. dazu: Beerhorst, Kritische Justiz Heft 2 2009, S. 148 ff. Grundlegend kritisch auch: Scherhorn, Geld soll dienen, nicht herrschen Die aufhaltsame Expansion des Finanzkapitals, 2009, S. 28 ff.

5 Über das Scheitern der Mathematisierung in der Ökonomie: Heidenreich/Heidenreich, Mehr Geld, 2008, S. 25 ff.

6 Vgl. zu Folgendem insgesamt die sehr eingängigen Analysen von Beck/Wienert, APuZ 20/2009 vom 11. Mai 2009, S. 9.

7 Zu den Einzelheiten: Beck/Wienert, a. a. O.

8 Zutreffend: Frühauf, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Nr. 218 vom 19. September 2009, S. 11. Vgl. auch: Schieritz, in: Die Zeit Nr. 39 vom 17. September 2009, S. 34.

9 Beck/Wienert, a. a. O., S. 11, 12.

10 Zu den Formen der Regulierungen: Legnaro, in: Privatisierung und Korruption Zur Kriminologie von Globalisierung, Neoliberalismus und Finanzkrise, 2009, S. 44 ff.

11 Zu den sicherheitspolitischen Implikationen der globalen Finanzkrise: Rotte, in: Hanns Seidel Stiftung (Hrsg.), Politische Studien 425 Mai/Juni 2009, S. 58 ff. Über die Kriminologie der Finanzkrise: Barth, Finanzkrise, Medienmacht und Corporate Governance, 2009, S. 228 ff.

12 Schröder, Kriminalistik 2009, 12, 13.

13 Insgesamt zutreffend: Schröder, a. a. O., S. 12, 13, 14, 15.

14 Büchler/Brisach, Kriminalistik 2009, 4, 9.

15 Büchler/Brisach, a. a. O., S. 10, 11. Ausführlich über den regulativen Staat im Zeitalter der Globalisierung schon: Lütz, Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten, 2002, S. 19 ff. Zum „Staat der Manager,“: Bruhn, Raubzug der Manager oder die Zerstörung des Sozialstaates, 2005, S. 135 ff.

16 Vgl. dazu: Tiedemann, Wirtschaftsstrafrecht, 2. Aufl. 2008, S. 127 ff.

17 Zum Folgenden insgesamt: Sorgenfrei, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht Handkommentar, 2. Aufl. 2008, Teil 1, Einleitung, Rdnrn. 1 ff.18

Die Jahresberichte sind unter [www.bafin.de](http://www.bafin.de) abrufbar.