

Working Papers on Global Financial Markets

No. 1

Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte – Stabilität und Wandel

Stand und Perspektiven der Forschung

Walter Bayer/Diemo Dietrich/Andreas Freytag/
Robert Jung/Martin Klein/
Matthias Lehmann/Christoph Ohler/
Matthias Ruffert/Gunther Schnabl/
Christian Tietje

GLOBAL FINANCIAL
MARKETS

University Jena
Carl-Zeiss-Str. 3
D-07743 Jena

University Halle
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261
+49 345 5523180

E-Mail: info@gfinm.de
www.gfinm.de

November 2008



Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte – Stabilität und Wandel: Stand und Perspektiven der Forschung

Die gegenwärtige, seit 2007 Wissenschaft, Wirtschaft und Politik intensiv beschäftigende internationale Finanzmarktkrise hat die Bedeutung von interdisziplinärer Forschung zu konstitutionellen Grundlagen globalisierter Finanzmärkte im Spannungsverhältnis von Stabilität und Wandel deutlich vor Augen geführt. Allerdings ist das wissenschaftliche Interesse an dieser Thematik nicht situationsbezogen auf die Ereignisse seit 2007 beschränkt, im Gegenteil: Die aktuellen Diskussionen beziehen sich im Kern in weiten Bereichen auf wissenschaftlichen Fragen, die schon vor 2007 immer wieder thematisiert wurden. Allerdings fehlte und fehlt es bis heute an übergreifenden inhaltlichen und methodischen Ansätzen, die die Komplexität globalisierter Finanzmärkte insgesamt erfassen. An dieser Stelle setzt das Forschungsprogramm zu konstitutionellen Grundlagen globalisierter Finanzmärkte an. Konkret geht es insofern um drei Untersuchungsfelder, die sachlich eng miteinander verzahnt sind: I. Finanzsystemstabilität als internationale Regulierungsaufgabe, II. Adäquanz der Internationalen Finanzarchitektur, III. Finanzmärkte und Realwirtschaft.

I. Finanzsystemstabilität als internationale Regulierungsaufgabe

Das internationale Finanzsystem ist heute durch weltweit integrierte Finanzmärkte gekennzeichnet, wobei die verschiedenen Teilmärkte eng miteinander verflochten sind. Die Finanzmärkte sind in den letzten Jahren nicht nur breiter und tiefer geworden, vor allem hat die Zahl und Komplexität der Finanzinstrumente bei einer nach wie vor hohen Innovationsrate erheblich zugenommen. Eine kaum überschaubare Anzahl sehr unterschiedlicher Teilnehmer ist auf den internationalen Finanzmärkten aktiv, wobei vor allem im Kreis institutioneller Investoren in den letzten Jahren mit Hedge Fonds, Private Equity Firmen und Sovereign Wealth Funds neuartige, wirtschaftlich aber sehr bedeutende Marktteilnehmer Einfluss gewonnen haben. Zu den jüngsten Entwicklungen zählt auch, dass die internationalen Zahlungsverkehrssysteme erheblich leistungsfähiger geworden sind (Beispiel: TARGET 2), gleiches ist für das internationale Clearing und Settlement bei Wertpapieren zu erwarten. Aufgrund harmonisierter rechtlicher Rahmenbedingungen im Aufsichtsrecht hat insbesondere im Europäischen Binnenmarkt die Integration der Märkte zugenommen. Das trifft grundsätzlich auch in Bezug auf die Staaten zu, die die Anforderungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht übernommen haben. Zugleich stehen die international tätigen Banken untereinander in einem lebhaften, globalen Wettbewerb. Diese Faktoren sprechen dafür,

dass die Effizienz der Märkte in den letzten Jahren zunächst stark gewachsen ist. Zudem wurden vielfältige Instrumente entwickelt, um Kreditrisiken auf den Kapitalmärkten weiterzureichen, insbesondere mittels Verbriefungen und Kreditderivativen. Parallel zu diesen Entwicklungen wuchs aber die Gefahr, dass systemische Risiken sich mangels rechtlicher und technischer Schranken des freien Kapitalverkehrs ungehindert ausbreiten können – die gegenwärtige Finanzmarktkrise belegt dies eindrucksvoll. Angesichts der Vielzahl und Heterogenität von Produkten, Akteuren und Teilmärkten auf globaler Basis sank zugleich die Fähigkeit, plausible Prognosen über Risikoentwicklungen zu treffen. Diese Aussage ist an sich zwar nicht neu, soweit es um externe Risiken geht, die auf das Finanzsystem einwirken und sich in ihren finanziellen Auswirkungen global ausbreiten können, wie z.B. im Falle von Kriegen, Terrorakten, Naturkatastrophen etc. Die Besonderheit der heutigen Lage besteht aber darin, dass auch Prognosen über die dem Finanzsystem inhärenten Risiken angesichts seiner hohen Komplexität und Heterogenität mit einem erheblichen Maß an Unsicherheit belastet sind. Die gegenwärtige Krise ist zu einem nicht unerheblichen Teil gerade hierauf zurückzuführen.

Vor diesem Hintergrund wird deutlich, dass Systemstabilität als notwendige Funktionsbedingung der Finanzmärkte ein bedeutsames öf-

fentliches Gut darstellt. Die Sicherung von Finanzsystemstabilität erweist sich damit als eine öffentliche Aufgabe, deren Verwirklichung freilich, entsprechend der Internationalität und Komplexität der Finanzmärkte, hohe Anforderungen an die ökonomische Analyse und die rechtliche Verwirklichung stellt.

Auf der ökonomisch-analytischen Seite äußert sich dies in der schwierigen Ermittlung und Bewertung von wirtschaftlichen Kausalbeziehungen,¹ was sich in der Bildung entsprechender Modelle niederschlägt. In der ökonomischen Theorie wird dabei grundsätzlich versucht, Finanzsystemstabilität aus allgemeinen Gleichgewichtsmodellen abzuleiten, während Ungleichgewichtsdynamiken praktisch keine Aufmerksamkeit gewidmet wird. Ausgehend von empirischen Erfahrungen beruht das Gleichgewichtsmodell überwiegend auf der Annahme, dass systemische Finanzkrisen als Ausdruck mangelnder Stabilität insbesondere durch einen Zusammenbruch des Interbankenmarktes gekennzeichnet sind. Im allgemeinen Gleichgewichtsmodell gründet die Ursache solcher Krisen primär in individuell rationalen Entscheidungen der Finanzmarktteilnehmer.² Aufgrund der Heteroge-

¹ Grundsätzlich hierzu *Hellwig*, Zur Kategorie der Kausalität in den Wirtschaftswissenschaften, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, April 2006, www.mpp-rdg.mpg.de.

² In diesem noch jungen ökonomischen Forschungszweig geht z.B. das Modell von *Tsomocos* von heterogenen Finanzinstituten aus, die über Aktienmärkte mit den Haushalten als Eigentümer verknüpft sind, vgl. *Tsomocos*, Equilibri-

nität der Finanzinstitute und anderer Marktteilnehmer, was ihre Anfangsausstattung, die Risikopräferenzen und die subjektiven Einschätzungen zukünftiger Entwicklungen betrifft, lassen sich derartige Entscheidungen aber nicht endgültig vorhersagen. Folglich müssen systemische Finanz- bzw. Liquiditätskrisen im Finanzsektor als ein Ereignis aus einem Kontinuum einer Vielzahl von möglichen Marktergebnissen endogen modelliert werden. Eines der Forschungsziele zum Themengebiet „Konstitutionelle Grundlagen globalisierter Finanzmärkte“ wird sein, die Leistungsfähigkeit dieser Modelle zu verbessern. Ferner geht es um die Grundfrage, ob die Annahmen derartiger Modelle erweitert oder sogar verändert werden müssen. Insgesamt stellt sich die Aufgabe, sowohl die analytische Qualität der Modelle, als auch ihre Fähigkeit, für Prognosezwecke herangezogen zu werden, zu stärken.

In Übereinstimmung mit wirtschaftswissenschaftlichen Grundannahmen handelt es sich bei dem Problem der Finanzsystemstabilität aus rechtswissenschaftlicher Perspektive um ein echtes Globalisierungsphänomen. An ihm wird die beschränkte Leistungsfähigkeit staatlicher Regulierung (Regulierung durch die Nationalstaaten

um Analysis, Banking and Financial Instability, 2003. Dieses Modell lehnt sich an das grundlegende Bank-Run-Modell von *Diamond/Dybvig*, *Journal of Political Economy* 91(1983), 401 ff.

selbst) bzw. staatlich verantworteter Regulierung (Regulierung in Internationalen Organisationen, die von den Staaten getragen werden) deutlich.³ Systemstabilität in den Finanzmärkten wird daher nicht allein durch staatlich verantwortete Entscheidungen erreicht, sondern muss sich auch als Resultat von sog. Governance-Prozessen in einem Netzwerk verschiedener, verantwortlicher Akteure einstellen.⁴ Dabei kommt es allerdings darauf an, normative Strukturen an die Organisation der Netzwerke und die Entscheidungsprozesse heranzutragen, da die materiellen Entscheidungen über die Sicherung von Finanzsystemstabilität öffentlich-rechtlicher Natur sind und die Rechtsstellung der Marktteilnehmer unmittelbar betreffen. Jene normativen Vorgaben ergeben sich dabei aus grundlegenden verfassungsrechtlichen Anforderungen, die mehr und mehr auch in inter- und supranationalen Organisationen abgesichert sein müssen. In erster Linie geht es um die demokratische Legitimation sowie um Rechtsschutzanforderungen, wie sie auf nationaler Ebene

³ Siehe hierzu statt vieler *Tietje*, DVBl. 2003, 1081 ff.; *Ruffert*, Globalisierung als Herausforderung an das Öffentliche Recht, 2004; *Seiler*, Der souveräne Verfassungsstaat zwischen demokratischer Rückbindung und überstaatlicher Einbindung, 2005; *Nowrot*, Normative Ordnungsstruktur und private Wirkungsmacht, 2006, 424 ff.; Deutscher Bundestag, Schlussbericht der Enquetekommission Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten, BT-Drs. 14/9200.

⁴ Allgemein zu akteursübergreifenden Netzwerken in den Steuerungsstrukturen des internationalen Wirtschaftssystems *Nowrot*, Netzwerke im transnationalen Wirtschaftsrecht und Rechtsdogmatik, 2007, 5 ff. mwN.

dem Demokratie- und Rechtsstaatsprinzip zugeordnet werden. In jüngerer Zeit ist zur Aufarbeitung dieser Probleme das Internationale Verwaltungsrecht wieder entdeckt worden, wobei sich die Einbeziehung internationalisierter Verwaltungsabläufe⁵ mit kollisionsrechtlichen Fragestellungen⁶ ergänzen kann. Die inhaltliche Aussage in der "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy" der G 20 vom 15. November 2008 fügen sich in weiten Bereichen in dieses theoretische Konzept ein.

1. Begriffliche Unschärfe des Stabilitätsziels

Ungeachtet seiner hohen öffentlichen Bedeutung ist der Inhalt des Ziels „Finanzsystemstabilität“ nur sehr schwierig zu fassen. Generell bestehen hier positiv-beschreibende Theorien neben negativ-abgrenzenden Ansätzen. Im Sinne einer positiven Beschreibung ist die Definition der Bundesbank zu verstehen.⁷ Sie formuliert: „Unter Fi-

nanzsystemstabilität [ist] die Fähigkeit eines Finanzsystems [zu verstehen], seine zentralen Funktionen in einer Volkswirtschaft, wie die Allokation von Finanzmitteln und von Risiken sowie die Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen, effizient zu erfüllen, und zwar gerade auch bei Schocks, in Stresssituationen und in strukturellen Umbruchphasen. Im Idealfall ist ein Finanzsystem so robust, dass es finanz- und realwirtschaftliche Schocks innerhalb des Systems auffangen kann.“ Ähnlich erfolgt z.B. die Beschreibung bei *Padoa-Schioppa*.⁸ Im wissenschaftlichen Schrifttum liegt die Betonung zum Teil auch auf der negativ beschriebenen Zielsetzung, systemische Risiken für das Finanzsystem zu verhindern.⁹ Im Ergebnis muss freilich die öffentliche Aufgabe, Finanzsystemstabilität zu gewährleisten, bereichsspezifisch und anlassbezogen konkretisiert werden. Insofern ergeben sich, ungeachtet aller Konvergenz zwischen den Märkten für Bankdienstleistungen, Versicherungsdienstleistungen und dem Wertpapiergeschäft, nach wie vor erhebliche Unterschiede, die durch die unterschiedlichen Risikostrukturen der Geschäftszweige und der Akteure bedingt sind.¹⁰

⁵ Grundlegend *Tietje*, Internationalisiertes Verwaltungshandeln, 2001; ferner *Cassese*, New York University Journal of International Law & Politics 37 (2005), 663 ff.; *Kingsbury/Krisch/Stewart*, Law and Contemporary Problems 68 (2005), 15 ff.; *Krisch*, EJIL 17 (2006), 247 ff.; *Möllers*, ZaöRV 65 (2005), 351 ff.; *Möllers/Voßkuhle/Walter* (Hrsg.), Internationales Verwaltungsrecht, 2007. Zu erwähnen sind ferner die Beiträge von *Classen*, VVDStRL 67 (2008), 365 ff.; und *Biaggini*, VVDStRL 67 (2008), 413 ff.

⁶ *Ohler*, Die Kollisionsordnung des Allgemeinen Verwaltungsrechts, 2005; *ders.*, DVBl. 2007, S. 1083 ff.

⁷ Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de/finanzsystemstabilitaet/fs.php.

⁸ *Padoa-Schioppa*, Regulating Finance, 2004, 110.

⁹ *Alexander/Dhumale/Eatwell*, Global Governance of Financial Systems, 2006, 23 ff.; *Arner*, Financial Stability, Economic Growth and the Role of Law, 2007, 72; *Lastra*, Legal Foundations of International Monetary Stability, 2006, 138 ff.

¹⁰ Zu einem solchen bereichsspezifischen Ansatz siehe auch Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2007, 47 ff., 82 ff. 89 ff.

Die sektorspezifische Analyse schlägt sich insbesondere in unterschiedlichen Steuerungsmechanismen nieder. So ist beispielsweise die Liquiditätssteuerung, die Zentralbanken in ihrer Funktion als lender of last resort wahrnehmen, nach weithin vertretener Ansicht eine Aufgabe, die spezifisch gegenüber der Bankenbranche wahrgenommen werden muss.¹¹ Wie das im Ergebnis jedenfalls im Ansatz erfolgreiche staatliche Krisenmanagement im Herbst 2008 gezeigt hat, übernehmen ferner die Regierungen durch öffentliche Eigenkapitalhilfen und Bürgschaften eine eigenständige Rolle als lender of last resort, wenn die Liquiditätsversorgung der Zentralbanken nicht mehr genügt, um das Vertrauen auf den Interbankenmärkten wieder herzustellen. Dagegen liegen beispielsweise die Aufgaben der Geldwäschebekämpfung und der wirksamen Unterbindung der Terrorismusfinanzierung,¹² selbst soweit sie Auswirkungen auf die Finanzsystemstabilität haben können, in den Händen von Aufsichtsbehörden und Strafverfolgungsorganen, die dieser Aufgabe typischerweise mit verwaltungsrechtlichen und strafrechtlichen Mitteln nachkommen.¹³

¹¹ *Lastra*, Legal Foundations of International Monetary Stability, 2006, 113 ff.; *Padua-Schioppa*, Regulating Finance, 2004, 93 ff.

¹² Hierzu siehe *Ohler*, Die Verwaltung 2008, 405 ff.

¹³ *Alexander/Dhumale/Eatwell*, Global Governance of Financial Systems, 2006, 31 f.; *Ohler*, Europäische Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit, Kommentierung der Geldwäscherichtlinie, 2002, 283 ff. Zur Dimension siehe

Die Regelung des Zahlungsverkehrs, wiederum eine Aufgabe der Zentralbanken, vgl. Art. 105 Abs. 2 EGV, erfolgt dagegen weitgehend unabhängig von gesetzlichen Vorgaben, in der EU allein auf der Basis einer Leitlinie der EZB, die überhaupt keinen Außenrechtscharakter hat.¹⁴

2. Risikoquellen und Übertragungswege

Bereits angedeutet wurde, dass die Anzahl und Qualität der möglichen Risikoquellen auf den Finanzmärkten zugenommen haben. Deutlich wird dies z.B. in dem umfassenden Risikoansatz von Basel II, in welchem nicht nur, wie bereits in der Vergangenheit, Kreditrisiken, sondern darüber hinaus Marktrisiken und operationelle Risiken (letztere umfassend zu verstehen) regulatorisch erfasst werden. In tatsächlicher Hinsicht haben zudem die möglichen Übertragungswege systemischer Risiken auf internationaler Ebene zugenommen. Dazu zählen neben den Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabrechnungssystemen¹⁵ die verstärkte Bildung von Finanzkonglomeraten, internationale Finanzkonzernbildungen mit „hauseigenen“ Ansteckungsgefahren¹⁶ sowie die ho-

Schneider, in: Masciandaro (Hrsg.), Global Financial Crime, 2004, 97 ff.

¹⁴ *Häde*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV/EGV, 3. Aufl. 2007, Art. 105 EGV Rn. 42; *Papathanassiou*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch. 3. Aufl. 2007, § 14 Rn. 113 ff.

¹⁵ *Lastra*, Legal Foundations of International Monetary Stability, 2006, 141 ff.

¹⁶ *Derviz/Podpiera*, Cross-border lending contagion in multinational banks, ECB Working Paper Series, 2007, No. 807; *de Haas/van Leby-*

he Zahl und technische Bandbreite strukturierter Finanzinstrumente. Letzteres wurde vor allem in der gegenwärtigen internationalen Finanzmarktkrise bei Verbriefungen (ABS) von Darlehensforderungen aus dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt deutlich. Aber auch der Bereich der Kreditderivative, insbesondere der credit default swaps, muss in diesem Zusammenhang genannt werden.¹⁷

Übertragungswege im weiteren Sinne bestehen aber auch aufgrund internationaler Informationsflüsse (ebenso wie aufgrund mangelnder oder asymmetrischer Information), die das gegenseitige Vertrauen der Marktteilnehmer erschüttern sowie Ursache von Herdenverhalten sein können und in der Summe systemische Risiken auslösen oder verstärken.¹⁸ So lagen beispielsweise die Ursachen für den lang anhaltenden Zusammenbruch des Interbankenmarktes während der aktuellen Finanzmarktkrise im wechselseitigen Vertrauensverlust und der Schwierigkeit, die Vermögenspositionen

und damit verbundenen Risiken unter den Bedingungen extremer Unsicherheit angemessen zu bewerten.

3. Zielkonflikte

Das Ziel der Finanzsystemstabilität steht in einem latenten Spannungsverhältnis zu anderen öffentlichen Zielen. In rechtlicher Hinsicht nimmt im Umfang regulatorischer Eingriffe das Maß grundrechtlicher Freiheit der Marktteilnehmer ab. Konflikte mit dem kapitalmarktspezifischen Ziel des Anlegerschutzes können dann drohen, wenn Instrumente des Anlegerschutzes die Disziplinierungsfunktion des Marktes schwächen. So ist im Einzelfall nicht auszuschließen, dass die Einlagensicherung zum Zwecke des Anlegerschutzes die Risikobereitschaft einzelner Banken herausfordert und damit das Risiko von Fehlverhalten erhöht. In Hinblick auf das geldpolitische Ziel der Preisstabilität ist ganz grundsätzlich noch zu untersuchen, in welchem Verhältnis es zum Ziele der Finanzsystemstabilität steht.¹⁹

Wie die Interventionen der Zentralbanken während der Finanzmarktkrise zeigten, ließen sich Konflikte weitgehend dadurch vermeiden, dass die Liquiditätshilfen überwiegend sehr kurzfristig strukturiert waren und insofern keine oder nur geringfügige Auswirkungen auf die Geldmenge hatten. Ein weiterer grundsätzlicher Konflikt, der im moral hazard Problem der lender of last resort Funktion von Zentralbanken und Regierung

eld, Journal of Banking & Finance 30 (2006), 1927 ff. Gleichzeitig können aber Fehlanreize innerhalb eines solchen Konglomerats auch zusätzliche Risiken generieren: *Dietrich/Vollmer*, Banks internationalization strategies: The role of bank capital regulation, IWH Diskussionspapier 18/2006.

¹⁷ Allgemein hierzu *Brand*, BKR 2002, 243 ff.; *Zeising*, BKR 2007, 311 ff. Spezifisch zu ihren Gefahren *Sanio*, Kreditwesen 2008, 16 ff.; Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2007/2008, 93 ff.

¹⁸ *Freixas/Giannini/Hoggarth/Soussa*, Journal of Financial Services Research 18 (2000), 63 ff.; *Banerjee*, The Quarterly Journal of Economics 107 (1992), S. 797-817.

¹⁹ *Padua-Schioppa*, Regulating Finance, 2004, 109 ff.

nur angedeutet ist, liegt im Verhältnis von Finanzsystemstabilität und wettbewerbsbezogener Marktfreiheit. Zu einer Wettbewerbsordnung gehört notwendig, dass Marktteilnehmer falsche Entscheidungen treffen, die sich nicht nur auf sie selbst, sondern gegebenenfalls auf Dritte auswirken können. Die Sanktion des Konkurses und damit das Ausscheiden vom Markt sind Teil der Wettbewerbsordnung, die auch auf den Finanzmärkten wirksam sein müssen. Werden diese Mechanismen in einer den Wettbewerb bedrohenden Weise eingeschränkt, wenn Instrumente zur Finanzsystemstabilität zum Einsatz kommen? Das moral hazard Problem schließlich taucht nicht nur im Hinblick auf den lender of last resort auf, sondern generell in Hinblick auf öffentliche Regulierungssysteme, die den Anspruch vollkommener Risikobewältigung erheben.²⁰ Solche Regulierungsansprüche sind problematisch, da sie insbesondere Fehlanreize bei den Marktteilnehmern setzen, auf Eigenverantwortung und Selbstdisziplin zu verzichten.

4. Relevanz der Instrumente

Das Ziel der Finanzsystemstabilität lässt mit den Mitteln der Krisenprävention, des Krisenmanagements und der Krisenbereinigung

verfolgen.²¹ Die dabei eingesetzten Instrumente lassen sich (grob) unter die Kategorien Transparenz, Marktdisziplin, Selbststeuerung (bzw. Selbstregulierung), aufsichtsrechtliche und geldpolitische Maßnahmen fassen.

a) Transparenz

Die Forderung nach Verbesserung der „Transparenz“ wurde nicht erst im Zuge der aktuellen Finanzmarktkrise vielfach erhoben. Verständlich ist dieser Ansatz vor dem Hintergrund, Informationsasymmetrien im Markt zu beseitigen und damit verloren gegangenes bzw. fehlendes Vertrauen wiederherzustellen. Tatsächlich verbergen sich hinter dem Schlagwort verbesserter Transparenz höchst unterschiedliche Ansätze. So kann es als Maßnahme zur Verbesserung der Transparenz angesehen werden, dass kapitalmarktnahe Unternehmen nach IFRS bilanzieren müssen, was aber Sonderregeln für Finanzinstrumente im Anlagebuch der Banken nicht ausschließt. Auch Anzahl und Qualität von Berichten an Aufsichtsbehörden und Zentralbanken müssen Transparenzanforderungen entsprechen. Als Transparenzregelung wird aber z.B. auch die Forderung beschrieben, dass institutionelle Investoren ihre Investmentstrategien gegenüber inländischen Unternehmen der Regierung des Gaststaates offen legen sollen, ansonsten ihnen außenwirtschaftsrecht-

²⁰ Für eine positive Analyse des Zusammenspiels von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden siehe *Freytag/Masciandaro*, in: Masciandaro/Quintyn (Hrsg.), *Designing Financial Supervision Institutions*, 2007, 211 ff.

²¹ *Lastra*, *Legal Foundations of International Monetary Stability*, 2006, 147 ff.; *Trichet*, Rede vor dem EP am 23. Januar 2008, www.ecb.int/press/key.

liche Folgen drohen. Ebenso wird die finanzpolitische Forderung, die Zweckgesellschaften, die im Rahmen von ABS-Transaktionen eingesetzt werden, in den Bankbilanzen zu konsolidieren, als Transparenzmaßnahme deklariert. Tatsächlich handelt es sich um eine materielle Änderung bilanzrechtlicher Regeln, die entsprechende eigenkapitalrechtliche Wirkungen bei den Banken nach sich zieht.

Generell leidet die Diskussion um Transparenzregeln unter der problematischen Annahme, dass durch die bloße quantitative Erhöhung von Berichtspflichten in der Sache Licht in komplexe unternehmerische Entscheidungen gebracht wird. Es liegt zunächst ein Prinzipal-Agent-Problem vor, das durch Transparenzregeln bestenfalls verringert, nicht aber beseitigt wird. Ein weiteres Problem dürfte in der Verarbeitungskapazität der Empfänger liegen, die naturgemäß immer begrenzt ist, ebenso wie die Fähigkeit, das erlangte Wissen in eigene Entscheidungen einfließen zu lassen. Das zeigt sich beispielhaft bei komplexen Finanzprodukten wie Forderungsverbriefungen. Sie sind ihrer wirtschaftlichen Struktur nach so anspruchsvoll und in der rechtlichen Umsetzung so technisch, dass die Transparenzforderung bereits vom Gegenstand her nur eingeschränkt zu verwirklichen ist. Insofern stößt dieser Ansatz immer an mehrere Grenzen: inhaltliche Relevanz der offen gelegten Daten sowie Verarbeitung und Be-

rücksichtigung der Daten bei der Entscheidungsfindung des Empfängers.

b) Marktdisziplin

Eng mit dem Transparenzziel verbunden ist das Instrument der Marktdisziplin. Marktdisziplin wird institutionell durch die Rechnungslegung von kapitalmarktnahen Unternehmen, die Bonitätseinschätzung von Ratingagenturen, die Tätigkeit von Analysten und schließlich die Entscheidungen individueller Anleger bewirkt. In allen Bereichen lassen sich die positiven Wirkungen, aber zugleich die Grenzen der Marktdisziplin erkennen, beispielhaft sei nur auf die aktuelle, schon vor dem G 20 Treffen im November 2008 geführte Diskussion um die Beaufsichtigung von Ratingagenturen hingewiesen.²²

c) Aufsichtsrechtliches Instrumentarium

Schließlich kommt, soweit nicht Instrumente der Selbstregulierung im Einzelfall angemessen sind, das breite Spektrum aufsichtsrechtlicher Maßnahmen in Betracht, um das Ziel der Finanzsystemstabilität zu verwirklichen. Hier hat, insbesondere im Gefolge von Basel II, eine Debatte erst begonnen. Ungeachtet dessen ist hervorzuheben, dass das Thema nunmehr von der Rechtswissenschaft „entdeckt“ worden ist, womit

²² Vorschlag der Kommission für eine Verordnung über Ratingagenturen, KOM(2008) 704 endg; *Blaurock*, ZGR 2007, 603 ff.; *Dell'Arciccia/Igan/Laeven*, The US subprime mortgage crisis: A credit boom gone bad?, VOX, 4. Februar 2008; *Deipenbrock*, WM 2007, 2217 ff.; *Sanio*, Kreditwesen 2008, 16 ff.

zugleich ein Dialog mit den Wirtschaftswissenschaften seinen Anfang gefunden hat.²³ Neben der Angemessenheit der aufsichtsrechtlichen Instrumente stellt sich insbesondere die Frage nach der Zuordnung von Regulierungskompetenzen an bestimmte Behörden. Einerseits kann eine supranationale Zentralisierung der Aufsicht (insbesondere in Hinblick auf die Eigenkapitalüberwachung von Banken) dazu beitragen, Informationsdefizite auf Seiten der Regulatoren abzubauen. Auch erschwert eine Zentralisierung die regulatorische Arbitrage seitens der Banken. Andererseits werden zentrale Aufsichtsstrukturen möglicherweise den länderspezifischen Besonderheiten in den jeweiligen Finanzsystemen weniger gerecht, behindern einen Wettbewerb der Institutionen und somit das Finden sogenannter best practices; schließlich verdrängen sie auch eine marktkonforme Selbstregulierung.²⁴

²³ *van Aaken*, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Hrsg.), Internationales Verwaltungsrecht, 2007, 219 ff. *Herdegen*, Internationales Wirtschaftsrecht, 7. Aufl. 2008, § 13 Rn. 29 ff.; *Ohler*, in: Derleder/Knops/Bamberger (Hrsg.), Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht, 2. Aufl. 2009, § 63 (im Erscheinen); *Rost*, Die Herausbildung transnationalen Wirtschaftsrechts auf dem Gebiet der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte, 2007, 100 ff.; *Scott*, International Finance: Law and Regulation, 2004, 191 ff.; aus interdisziplinärer Perspektive überdies *Macht*, Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und Basel II, 2007.

²⁴ *Repullo*, Journal of Money, Credit, and Banking 32 (2000), 580 ff.; *Kahn/Santos*, European Economic Review 49 (2005), 2107 ff.

II. Internationale Finanzarchitektur

Die unter dem Stichwort „internationale Finanzarchitektur“ nicht erst seit der aktuellen Finanzkrise lebhaft diskutierten Herausforderungen und Probleme betreffen verschiedene rechts-, wirtschafts- und sozialwissenschaftliche Forschungsansätze.²⁵

1. Internationale Ebene

In einem übergreifenden Sinne scheint sich dabei der (global) Governance-Begriff als Ausgangspunkt der Analyse und zentraler methodischer Ansatz herauszubilden. Sofern internationale – also nicht regionale/europäische – Finanzmarktstrukturen zur Debatte stehen, sind in der aktuellen Forschung zwei zentrale Themenkreise von besonderem Interesse:

- die Struktur und Arbeitsweise der sog. Bretton-Woods-Institutionen sowie
- Herausforderungen, die sich aus der zunehmenden Bedeutung sog. neuer internationaler Akteure auf globalisierten Finanzmärkten ergeben.

Auf die Bretton-Woods-Institutionen bezogen ist zu konstatieren, dass jedenfalls mit Blick auf Weltbank und IWF in erster Linie wirt-

²⁵ Siehe aus der bisherigen Forschung beispielhaft *Alexander/Dhumale/Eatwell*, Global Governance of Financial Systems, 2006, 84 ff.; *Gramlich*, AVR 2000, 399 ff.; *Kempen*, ZEuS 2000, 13 ff.; *Lastra* (Hrsg.), The Reform of the International Financial Architecture, 2001; *Peuker*, in: Grote/Marauhn (Hrsg.), The Regulation of International Financial Markets, 2006, 237 ff.; *Torres*, JIEL 2007, 443 ff.; *Voigt*, in: Grote/Marauhn (Hrsg.), The Regulation of International Financial Markets, 2006, 277 ff.

schafts- und sozialwissenschaftliche Analysen vorliegen. Das hat seinen Grund u.a. in dem bis Ende der 1990er Jahre dominierenden informellen Charakter der Arbeitsweise dieser beiden Organisationen. Erst die internationale Finanzkrise in den Jahren 1997/98 zwang den IWF und die Weltbank, den für die Stabilität des internationalen Finanzsystems maßgeblichen Regeln eine verstärkte rechtliche Geltungskraft zuzuweisen.²⁶

Eine eigentliche juristische Analyse des hierdurch erfolgten institutionellen Wandels der beiden Organisationen ist bislang jedoch kaum erfolgt. Damit im Zusammenhang stehen auch Fragen, die sich auf die für die Finanzmarktstabilität wichtigen Entscheidungsstrukturen²⁷ sowie die Rolle von Entwicklungs- und Schwellenländern in IWF und Weltbank ergeben. Der zweite Fragenkomplex – neue Akteure – betrifft im Kern das Phänomen, dass weit über die genannten internationalen Organisationen hinausgehend eine nahezu unüberschaubare Anzahl gouvernementaler, intermediärer und nicht-gouvernementaler internationaler und regionaler Institutionen Steuerungsfunktionen im internationalen Finanz- und Währungssystem wahrnehmen. Die

rechtliche Erfassung dieser Institutionen bereitet regelmäßig Schwierigkeiten, was gerade vor dem Hintergrund der Einordnung der internationalen Finanzmarktstabilität als (globales) öffentliches Gut nicht unproblematisch ist. Auf der Grundlage bereits vorliegender Forschungsergebnisse²⁸ sind hier im interdisziplinären Dialog zahlreiche weitere Fragen zur rechtsnormativen Ausgestaltung der heutigen und zukünftigen internationalen Finanzmarktarchitektur zu beantworten. Das in der “Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy” der G 20 vom 15. November 2008 formulierte Arbeitsprogramm und seine Umsetzung im Jahr 2009 werden dabei intensiv zu beachten sein.

2. Europäische Institutionen

Auf der europäischen Ebene liegt der Schwerpunkt der regulatorischen Bemühungen nach wie vor auf der Harmonisierung des mitgliedstaatlichen Aufsichtsrechts mit dem Instrument der Richtlinie. Inhaltlich zielt das europäische Aufsichtsrecht zunächst auf die Erleichterung der grenzüberschreitenden Niederlassung sowie der Erbringung von Dienstleistungen durch das Prinzip des europäischen Passes, d.h. der Pflicht zur gegenseitigen Anerkennung von Zulassungsentscheidungen und laufenden Aufsichtsmaßnahmen. Demge-

²⁶ Bayne/Woolcock, in: dies. (Hrsg.), *The New Economic Diplomacy - Decision-Making and Negotiation in International Economic Relations*, 2. Aufl., 2007, 333 (338 f.).

²⁷ Tietje, in: Dicke/Fröhlich (Hrsg.), *Wege multilateraler Diplomatie – Politik, Handlungsmöglichkeiten und Entscheidungsstrukturen im UN-System*, 2005, 12 ff.

²⁸ Fratianni/Savona/Kirton, *Governing Global Finance*, 2002; Alexander/Dhumale/Eatwell, *Global Governance of Financial Systems*, 2006; Rost, *Die Herausbildung transnationalen Wirtschaftsrechts auf dem Gebiet der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte*, 2007.

mäß kooperieren die Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten auf der Grundlage des Herkunftslandsprinzips, bei dem die Behörden des Aufnahmestaates nur über verminderte Zuständigkeiten verfügen. Eine Fokussierung auf die organisatorische Sicherung von Finanzsystemstabilität liegt diesem Modell nicht zugrunde. Insbesondere schreibt das europäische Recht jenseits des Erfordernisses einer behördlichen Zulassung für Institute und der Eigenkapitalanforderungen nicht fest, welche konkreten Aufsichtsinstrumente die nationalen Behörden vorhalten müssen, um wirksam ihren Aufsichtsaufgaben nachzukommen. Die Ausgestaltung des hoheitlichen Aufsichtsinstrumentariums mit seinen Befehls- und Zwangsmitteln liegt daher dezentral in der alleinigen Verantwortung der Mitgliedstaaten. In dieser Logik liegt es, dass die nationalen Behörden lediglich auf der Basis sog. Memoranda of Understanding (MoU) kooperieren, die aber nicht die Zuständigkeiten und Befugnisse der Behörden kraft nationalen Rechts erweitern.²⁹

Vor diesem Hintergrund geht es um Fragen, die die künftige institutionelle Ausgestaltung der europäischen Aufsichtsstrukturen betreffen. Dazu gehört u.a. die Auseinandersetzung mit der Möglichkeit verstärkter zentraler Elemente der Finanzmarktaufsicht, seien sie bei der

EZB oder einer anderen europäischen Einrichtung angesiedelt. Ferner geht es um die Frage, wie die rechtlichen Grundlagen der über die EU hinausreichenden internationalen Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden gestärkt werden kann (z.B. in den supervisory colleges).

III. Finanzmärkte und Realwirtschaft

1. Wirtschaftswissenschaftliche Perspektive

Finanzsysteme haben die Aufgabe, die einzelwirtschaftlichen Ersparnisse letztlich in einzelwirtschaftliche Sachkapitalinvestitionen zu lenken. Wechselwirkungen zwischen diesen Bereichen können aber – wie gerade die aktuellen Entwicklungen eindrücklich zeigen – in beide Richtungen auftreten, d.h. übergreifende Risiken oder Schocks gehen nicht nur von der Finanzwirtschaft, sondern auch von der Realwirtschaft aus. Daher beeinflusst die Stabilität des Finanzsystems nicht nur die realwirtschaftliche Entwicklung, sondern auch umgekehrt. Beispielsweise erhöht eine (unerwartete) Deflation die reale Schuldenlast von Unternehmen und Banken und führt diese so in finanzielle Notlagen; die hierdurch ausgelösten Akzeleratoreffekte verstärken dann noch die realwirtschaftliche Kontraktion. Als weiteres Beispiel ließe sich hier das Problem international operierender Staatsfonds nennen, die in inländische Unternehmen investieren,³⁰ was sowohl die

²⁹ van Aaken, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Hrsg.), Internationales Verwaltungsrecht, 2007, 219 ff.; Ohler, ebda., 259 ff.

³⁰ Hildebrand, The challenge of sovereign wealth funds, VOX, 21. Januar 2008; James, The IMF's Next Mission?, Project Syndicate, 2007; Tru-

Frage nach der realwirtschaftlichen Bedeutung, aber auch nach den Implikationen für die Finanzsystemstabilität aufwirft.

Das Verhältnis zwischen Real- und Finanzwirtschaft lässt sich entweder mikroökonomisch anhand konkreter Marktakteure (z.B. Verhältnis zwischen Banken und Verbrauchern bzw. Banken und Unternehmen) oder makroökonomisch anhand bestimmter Finanzinstrumente bzw. Geschäftstypen untersuchen, die Finanzinstitute und andere Wirtschaftsteilnehmer verbinden. Generell besteht das Problem, dass einerseits mit den verfügbaren Methoden die realwirtschaftlichen Folgen von Banken- und Finanzkrisen auch nach deren Eintreten schwer absehbar sind, andererseits aber auch unklar ist, welche makroökonomischen Fehlentwicklungen das Finanzsystem über seine Grenzen hinaus belasten könnten. Beide Aspekte sind bedeutsam für eine angemessene Reaktion der Zentralbanken und Aufsichtsbehörden. Daher besteht dringender Bedarf an theoretisch fundierten Modellen, die in der Lage sind, die Auswirkungen ungewöhnlich ungünstiger Fehlentwicklungen in der Gesamtwirtschaft oder in Teilen des Finanzsystems auf dessen Stabilität quantitativ abzuschätzen. Für

man, Sovereign Wealth Fund Acquisitions and Other Foreign Government Investments in the United States: Assessing the Economic and National Security Implications, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, 14. November 2007.

das hierzu notwendige Verständnis des Verhältnisses der Wirtschaftssektoren zueinander sind daher zugleich strukturelle Analysen erforderlich, die bestimmte Allokationsfunktionen der Finanzmärkte und ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft auch unter besonderer Berücksichtigung von Randrisiken (sogenannter tail risk) und Risikokorrelationen in den Blick nehmen.

Die bisherigen Erfahrungen aus der aktuellen Finanzmarktkrise haben diese Problematik wieder deutlich gemacht. Insbesondere das plötzliche Versiegen von Markt- und Finanzierungsliquidität hat die zentrale Bedeutung von Liquiditätsrisiken für die Finanzsystemstabilität eindrucksvoll aufgezeigt.³¹ Zugleich führte die Liquiditätskrise zu einer Verknappung des Kreditangebots und erschwerte die externe Finanzierung. Grundsätzlich entstehen Liquiditätskrisen, wenn Anlagen nicht zu einem gewünschten Zeitpunkt aufgelöst, veräußert oder beliehen werden können. Insbesondere Veräußerung und Beleihbarkeit hängen maßgeblich vom Ausmaß der mit den finanziellen Beziehungen verbundenen Anreiz- und Durchsetzungsprobleme ab. Banken helfen, diese Probleme zu überwinden und bieten damit sowohl im Aktiv- als auch im Passivgeschäft eine Absicherung gegenüber Liquiditätsrisiken an; naturgemäß gehen sie hierbei selbst Liquiditätsri-

³¹ *Ferguson/Hartmann/Panetta/Portes*, International Financial Stability, Geneva Reports on the World Economy 9, International Center for Monetary and Banking Studies, CEPR, 2007.

siken ein.³² Hier stellt sich das Problem, welche Finanzinstrumente sich angesichts der intensiven globalen Integration der Finanzsysteme herausbilden müssen, um bei einer hierdurch möglichen Ausnutzung zusätzlicher Diversifikationsvorteile die erforderlichen Anreize für Banken zu gewährleisten³³ und zugleich die bei integrierten Finanzmärkten erhöhten Gefahren von Ansteckungseffekten über direkte Finanzverflechtungen³⁴ und indirekte Marktinterdependenzen³⁵ abzuwenden.

2. Rechtswissenschaftliche Perspektive

Aus der Perspektive des internationalen bzw. transnationalen Wirtschaftsrechts wurden Finanzmärkte und Realwirtschaft lange Zeit als getrennte Rechtsbereiche aufgefasst. Ökonomisch ist ein solches Trennungsmodell schon immer problematisch gewesen. Auch politisch ist seit einiger Zeit anerkannt, dass die Verflechtungen zwischen Finanzmärkten und Realwirtschaft im Ordnungsgefüge des internationalen Wirtschaftssystems Beachtung finden müssen. Am deutlichsten wurde dies in der Ministererklärung zum Abschluss der Uruguay-Runde

v. 15.12.1993 „Contribution of the World Trade Organization to Achieving Greater Coherence in Global Economic Policymaking“ artikuliert. Inwieweit das seither immer wieder formulierte Ziel einer größeren Kohärenz im internationalen Wirtschaftssystem indes tatsächlich und rechtlich umsetzbar ist, ist bis heute wissenschaftlich nicht geklärt. Auf der Grundlage bereits vorliegender Forschungsansätze³⁶ ist damit zu untersuchen, ob und wie im Interesse der internationalen Finanzmarktstabilität, erstens, Kohärenz in den Tätigkeiten der Bretton-Woods-Organisationen IWF und Weltbank als auch der WTO³⁷ sowie, zweitens, in einem darüber hinausgehenden Sinne unter Einschluss der zahlreichen „neuen“ Akteure im internationalen Finanz- und Wirtschaftssystem realisiert werden kann. Das betrifft institutionelle Fragen der Zusammenarbeit, materiellrechtliche Aspekte der inhaltlichen Kohärenz der jeweiligen Steuerungsinstrumentarien sowie in einem übergreifenden Sinne maßgebliche konstitutionelle Grundlagen im Sinne der Art. 55, 56 UN-Charta.³⁸

Hieraus ergeben sich konkrete Forschungsfragen u.a. im Hinblick auf Wechselkurspolitiken und Zahlungs-

³² *Diamond/Rajan*, *Journal of Political Economy* 109 (2001), 287 ff.

³³ *Bhattacharya/Chiesa*, Optimal credit risk transfer, monitored finance and real investment activity, Discussion Paper 6584, CEPR, 2007; *Dietrich/Vollmer*, Banks internationalization strategies: The role of bank capital regulation, IWH Diskussionspapier 18/2006.

³⁴ *Allen/Gale*, *Journal of Political Economy* 108 (2000), 1 ff.

³⁵ *Fecht*, *Journal of the European Economic Association* 2 (2004), 969 ff.

³⁶ *Tietje*, *Journal of World Trade* 36 (No. 3, 2002), 501 ff; *Zapatero*, *Penn State International Law Review* 24 (2006), 595 ff.

³⁷ *Ahm*, *Journal of World Trade* 34 (No. 4, 2000), 1 ff.; *Siegel*, *American Journal of International Law* 96 (2002), 561 ff.

³⁸ *Tietje*, in: *Liber amicorum Jost Delbrück*, 2005, 783 ff.; *Nowrot*, *Normative Ordnungsstruktur und private Wirkungsmacht*, 2006, 497 ff.

bilanzprobleme im Recht von IWF und WTO, die rechtliche Stellung institutioneller Investoren im internationalen Wirtschaftsrecht sowie den Einfluss des internationalen Investitionsschutzrechts auf den internationalen Kapitalverkehr in Wechselwirkung zur Realwirtschaft.