

Prof. Dr. *Christian Calliess*, LL.M.Eur
Lehrstuhl für Öffentliches Recht und Europarecht
Ad Personam Jean Monnet Chair
Freie Universität Berlin
Tel.: 030-83851456
europarecht@fu-berlin.de

Staat, Demokratie und Finanzmarkt
Zwischen Globalisierung, Privatisierung und Re-Regulierung

Diskussionspapier für
Berlin Kolloquium: Rethinking Law in a Global Context
Themenschwerpunkt "Private ordering and public authority"
am 16. April 2013

(Der vorliegende Beitrag greift zum Teil Überlegungen meines auf der Staatsrechtslehrertagung 2011 in Münster gehaltenen Vortrags mit dem Titel „Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung“, veröffentlicht in VVDStRL 71 (2012), S. 113, vertiefend auf.)

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einführung.....	3
B. Regulierungsverantwortung des Staates im Hinblick auf die Finanzmärkte.....	4
I. Verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen	4
II. Finanzmarktstabilität als Gemeinwohlbelang.....	5
III. Herausforderungen im Kontext der Finanzmarktregulierung.....	6
1. Die Globalisierung der Finanzmärkte	7
2. Die Komplexität des Regulierungsgegenstandes	8
C. Herrschaft der Märkte oder demokratische Herrschaft des Verfassungsstaates.....	10
I. Privatisierung der staatlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität.....	10
1. Hintergrund und Kontext	10
2. Das Beispiel der Baseler-Standardsetzung.....	11
3. Das Beispiel der Rating Agenturen.....	13
II. Ansätze zur Wiederherstellung der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers	16
1. Einführung	16
2. Rechtliche Begründung und Essentialia der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers	16
3. Überlegungen anhand konkreter Beispiele	17
4. Schlussfolgerungen	22
D. Inhaltliche Vorgaben für die Finanzmarktregulierung.....	23
I. Kontextverlust der Rechtsordnung.....	23
II. Schlussfolgerungen.....	26
III. Vorgaben des Vorsorgeprinzips	28
IV. Das Vorsorgeprinzip als Regulativ des vom Finanzmarkt ausgehenden Risikos für das Schutzgut der Finanzmarktstabilität	30
1. Vorsorgeorientierte Regulierungsdefizite	30
2. Vorsorgedefizite in den Risikomodellen.....	31
3. Vorschläge zur vorsorgeorientierten Erfassung von Finanzmarktrisiken	32
E. Ausblick.....	39

A. Einführung

Der Staat ist in der Defensive, er scheint von den Finanzmärkten getrieben. Das Primat der Politik geht in den Augen von Bürgern und Politikern verloren: Politik, so das nachvollziehbare Empfinden vieler, wirkt hilflos, ja fast schon machtlos. Politik hat – so wird es von FAZ Herausgeber Frank Schirrmacher in seinem gerade erschienenen Buch „Ego“ ausführlich beschrieben und von Dirk Kurbjuweit im Spiegel 2011 unter dem Titel „Ackermanns Herrschaft“ auf den Punkt gebracht – „einen neuen Souverän bekommen, das sind nicht mehr wir, das Volk, das eher auf milde Weise eingreift, das sind jetzt die Finanzmärkte, die gnadenlos herrschen“. Aber agieren die Finanzmärkte nicht eigentlich so, wie es eine freie Marktwirtschaft und auch der Bürger als Kapitalanleger von Ihnen erwartet? Gibt es nicht eine, wie es in unserer Zunft von Oliver Lepsius formuliert wurde, „Sehnsucht der Politik nach der Verantwortungslosigkeit des Marktes“, die sich in einem problematischen Vertrauen in die Gemeinwohlkompatibilität von Märkten und Wettbewerb und einer damit einhergehenden Rückzug des Staates in die als Forschungsthema entfaltete „Gewährleistungsverantwortung“ Ausdruck verschafft?

Die mit der Bewältigung der Finanzkrise, insbesondere der Bankenrettung verbundene zusätzliche Staatsverschuldung hat jedenfalls Staaten wie Island, Irland, Griechenland, Portugal, Spanien, Zypern und im Ansatz Italien – wenn auch aus unterschiedlichen Gründen – an die Grenzen ihrer haushaltspolitischen Leistungsfähigkeit und damit zugleich der demokratischen Gestaltungsfähigkeit geführt. In der Folge von durch Sparauflagen bedingter Finanzhilfen Dritter, etwa des IWF, der EU samt ihrer Mitgliedstaaten, verlieren ihre Parlamente weitgehend ihren Handlungsspielraum. Schon geht die Rede von der Fremdherrschaft, des Protektorats und Schlimmeren um. Andere Staaten, etwa die USA, Großbritannien, Japan oder auch Deutschland, werden in ihren haushaltspolitischen Möglichkeiten so stark eingeschränkt, dass kaum noch Raum für politische Gestaltung bleibt. Die damit verbundene Legitimationskrise wird durch eine in der Gesellschaft empfundene Gerechtigkeitslücke verstärkt, die in die Anfrage an den Gesetzgeber mündet, wie er höhere Steuern, Sparmaßnahmen mit dem Ziel der Haushaltskonsolidierung oder Einschnitte in die sozialen Sicherungssysteme legitimieren will, wenn im Zuge der Finanz- und Eurokrise gleichzeitig Milliarden für die Bankenrettung bereitgestellt und ausgegeben werden? Dem

Unwort der gesetzgeberischen „Alternativlosigkeit“ steht so gesehen das Unwort der „Systemrelevanz“ gegenüber.

Wenn man das Thema solchermaßen einkreist, dann wird deutlich, dass es um ganz grundlegende Fragen des Verfassungsrechts geht: Es geht um Verantwortlichkeiten, es geht um das Verhältnis von Staat und Markt, es geht um die Grenzen der Staatsverschuldung samt damit verbundener intra- und intergenerationeller Gerechtigkeitsfragen und es geht um die Funktionsfähigkeit der Demokratie in einer ökonomisierten und globalisierten Welt. Ausschnitte aus diesem komplexen Themenfeld wollen die nachfolgenden Ausführungen aufgreifen, wobei sie sich auf den Kern des Problems, die Defizite und Schwierigkeiten bei der Regulierung der Finanzmärkte, konzentrieren.

B. Regulierungsverantwortung des Staates im Hinblick auf die Finanzmärkte

I. Verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen

Trotz der Tatsache, dass der Begriff der sozialen Marktwirtschaft geradezu konstituierend für das Selbstverständnis und die daran anknüpfende identitätsstiftende Erzählung der Bundesrepublik Deutschland nach 1949 ist, wird im verfassungsrechtlichen Schrifttum heute ganz überwiegend davon gesprochen, dass dem Verfassungstext weder eine bestimmte Wirtschaftsverfassung noch ein Verfassungsauftrag zur Verwirklichung einer solchen entnommen werden kann. Dementsprechend hat auch das Bundesverfassungsgericht betont, dass das Grundgesetz „keine unmittelbare Festlegung und Gewährleistung einer bestimmten Wirtschaftsordnung“ enthält. Es überlasse die Ordnung „vielmehr dem Gesetzgeber, der hierüber innerhalb der ihm durch das Grundgesetz gezogenen Grenzen frei zu entscheiden hat“. Zu diesen Grenzen zählen im mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnis die über die Grundrechte verbürgte Wirtschaftsfreiheit (Art. 12 Abs. 1, 14 Abs. 1, 2 Abs. 1 GG) einerseits, sowie das Sozialstaats- und das Umweltstaatsprinzip (Art. 20 Abs. 1, 20a GG) und etwaige Schutzpflichten aus Grundrechten andererseits. Im Unterschied hierzu fand sich seit dem Vertrag von Maastricht in Art. 4 Abs. 1 EGV explizit die Verpflichtung auf den „Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“. Mit dem Vertrag von Lissabon hat – bislang wenig bemerkt – ein verfassungsrechtlicher Paradigmenwechsel stattgefunden, indem

die Art. 2 und 3 Abs. 3 und 5 EUV die EU nunmehr ausdrücklich als wertgebundene „soziale Marktwirtschaft“ definieren.

Schon hieraus, zuvorderst aber aus dem Demokratie- und dem Rechtsstaatsprinzip wird deutlich, dass Adressat der Gestaltungsverantwortung für „den Markt“ der Gesetzgeber ist. Angesichts der Tatsache, dass der Begriff der Regulierung unterschiedlich weit gefasst bzw. funktionspezifisch angereichert wird und er dementsprechend umstritten ist, wird hierunter – dem Vortragsthema korrespondierend – staatliche Rechtssetzung verstanden, die auf das Marktgeschehen ordnend einwirkt. Dies geschieht nicht nur im Interesse eines funktionierenden Wettbewerbs, sondern gerade auch vor dem Hintergrund der verfassungsrechtlich aufgegebenen Gemeinwohlverantwortung des Staates, im Zuge derer die unter Umständen gegenläufigen Rechtsgüter im skizzierten mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnis zum Ausgleich gebracht werden müssen.

II. Finanzmarktstabilität als Gemeinwohlbelang

In einer freien Marktwirtschaft besteht die Aufgabe des Finanzmarktes idealiter darin, unternehmerische Ideen und das dafür notwendige Kapital zusammenzubringen. Denn wenn Unternehmer nicht über das erforderliche Kapital verfügen, bleiben ihre potentiellen Innovationen samt Investitionsmöglichkeiten ungenutzt. Überdies werden auf dem Finanzmarkt auch Risiken verteilt, indem Kapitalgeber ihr Investitionsrisiko dadurch reduzieren können, dass sie es andere Marktteilnehmer mit entsprechender Risikopräferenz oder besseren Risikodiversifikationsmöglichkeiten gegen eine entsprechende Prämie weitergeben. Solchermaßen ist die effiziente Zuordnung von Kapital und Risiken geradezu Bedingung für Innovations- und Wettbewerbsfähigkeit sowie damit einhergehendem Wirtschaftswachstum, niedriger Arbeitslosigkeit, hohem Einkommen bei niedriger Inflationsrate.

Die diesbezügliche Verantwortung des Staates – auf der Staatsrechtslehrertagung 1967 unter dem Aspekt eines „Verfassungsauftrag zur Wachstumsvorsorge“ thematisiert – ist in dem Maße gewachsen, in dem er soziale Verantwortung übernommen hat. Insoweit findet über das Sozialstaatsprinzip eine verfassungsrechtlich vermittelte und legitimierte Koppelung statt, im Zuge derer – politisch betrachtet – das Schicksal der Wirtschaft über das Schicksal des

Gemeinwesens mitbestimmt. Finanzmarktstabilität – verstanden als Schockresistenz auf makroökonomischer Ebene, mit dem Ziel eben jene Zuordnung zu gewährleisten – ist so gesehen ein Gemeinwohlbelang, dem eine (durchaus prekäre) verfassungsrechtliche Verantwortung korrespondiert. Diesem Auftrag können unter bestimmten Voraussetzungen auch grundrechtliche Schutzpflichten korrespondieren. Dies gilt insbesondere dann, wenn der Staat seine Bürger – etwa im Rahmen der Altersversorgung (z.B. im Wege der sog. Riesterrente) – förmlich in den Finanzmarkt drängt. Im Zuge dieser Verantwortung hat der Staat dafür zu sorgen, dass Risikofaktoren wie z.B. konjunkturelle Schwankungen in Korrelation zu Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken in ein angemessenes Verhältnis zur Risikotragfähigkeit des Systems, basierend z.B. auf der Ertragslage von Unternehmen, ihrer Kapitalausstattung und Reserven sowie der Existenz von Sicherungseinrichtungen, gesetzt werden.

Aus ökonomischer Sicht wird diese Verantwortung dadurch unterstrichen, dass es sich bei der Finanzmarktstabilität um ein öffentliches Gut handelt. Einzelne können von den Vorteilen eines stabilen Finanzmarkts nicht ausgeschlossen werden, vielmehr kann ihr in ökonomischer Hinsicht individuell durchaus rationales Verhalten der Bereitstellung des Guts schaden. Es entstehen dann externe Effekte, etwa wenn wie im Falle systemrelevanter Banken die risikoreiche Geschäftspolitik einer einzelnen Bank einen Schock an den Finanzmärkten auslöst. Die Beispiele Lehman Brothers und Hypo Real Estate haben gezeigt, dass es individuell durchaus rational sein kann, ökonomische Entscheidungen zu treffen, die der Finanzmarktstabilität zuwiderlaufen, weil die Banken nur eine interne Kosten-Nutzenrechnung erstellen, die Risiken für das Finanzsystem aber nicht einkalkulieren (müssen). Die externen Effekte auf den Finanzmärkten resultieren somit aus einer „Divergenz von individuell rationaler und sozial optimaler Investitionsstrategie“. Vor diesem Hintergrund ist es der staatliche Gesetzgeber, der als Hüter des öffentlichen Guts Finanzmarktstabilität in der Lage ist, die externen Effekte durch Regulierung zu internalisieren. Er steht deswegen, aber auch nach der Wirtschaftsverfassung des Grundgesetzes, in der Verantwortung.

III. Herausforderungen im Kontext der Finanzmarktregulierung

1. Die Globalisierung der Finanzmärkte

Im Hinblick auf seine Verantwortung sieht sich der Gesetzgeber jedoch mit dem vieldiskutierten Phänomen der Globalisierung konfrontiert. Die im wahrsten Sinne des Wortes grenzenlosen Märkte entziehen sich weitgehend der Regelungskompetenz der nationalen Gesetzgeber. Der Entterritorialisierung von Problemen steht der zur Problemlösung berufene Staat mit seiner Territorialhoheit weitgehend hilflos gegenüber. Insbesondere die Finanzmärkte bilden insoweit ein vielzitiertes Paradebeispiel: Hier führte die politisch gewollte Liberalisierung und Deregulierung zu einer ungeahnten Mobilität des Kapitals. In der Folge haben sich die Möglichkeiten der Anleger erhöht, ganz plötzlich aus Kapitalanlagen herauszugehen („Das Kapital ist scheu wie ein Reh“), worin wiederum ein maßgeblicher Faktor für die Instabilität der weltweiten Geld- und Gütermärkte begründet liegt. Angesichts immer mobilerer Investoren konkurrieren die Staaten überdies um investitionsfreundliche Standortbedingungen. Es gilt die Standort- sprich: Kostenfaktoren durch finanzmarktfreundliche Deregulierung zu verbessern. Die Staaten entwickeln eine angebotsorientierte Politik, die einen Regulierungs- bzw. Systemwettbewerb in Gang, der dann zumindest die Gefahr eines Race to the Bottom – was nicht zwingend einen Wettlauf zum Nullpunkt bedeuten muss – in sich birgt. Insoweit bestehende Zweifel werden durch die Wirklichkeit widerlegt: Obwohl die damals neugegründete Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) bereits 2002 in den Finanzmärkten Risiken identifiziert, die sich zu „systemischen Gefahren“ entwickeln könnten, wird die deutsche Regierung nicht aktiv. Die Politik will zu dieser Zeit den „Finanzplatz Deutschland“ stärken und die Entwicklung neuer Finanzprodukte fördern.

Wie in einem Brennglas spiegelt sich diese Entwicklung im Rahmen des Binnenmarkts der EU. Dieser zielt bekanntlich auf eine Verschmelzung der nationalen Märkte durch Wegfall aller Hindernisse für den grenzüberschreitenden Waren-, Dienstleistungs-, Kapital- und Personenverkehr (vgl. Art. 26 Abs. 2 AEUV). Die damit verbundenen transnationalen „Marktbürgerrechte“ der Grundfreiheiten (Art. 28 bis 37 sowie 45 bis 66 AEUV) entfalten eine – auf internationaler Ebene bislang unbekannte – Dynamik zugunsten der Wirtschaftsfreiheit der Marktteilnehmer. Von nationalen Parlamenten beschlossene Gesetze stehen im Lichte der Grundfreiheiten als potentielle Wettbewerbsverzerrung nicht nur „unter Verdacht“, sie können die grenzüberschreitenden Sachverhalte auch rein tatsächlich nicht erfassen. Die Kapitalverkehrsfreiheit liberalisiert im Unterschied zu den anderen

Grundfreiheiten nicht nur den unionsinternen Kapitalverkehr, sondern auch denjenigen mit Drittstaaten. In der Folge ist jede Begrenzung von Kapitalströmen nicht nur innerhalb der EU, sondern auch in die EU oder aus dieser heraus rechtfertigungspflichtig.

Im Zuge der Globalisierung löst sich die historisch gewachsene Trennung zwischen Innen- und Außensphäre des Staates auf, so dass die Staaten in den Außenbeziehungen nicht mehr die alleinigen Akteure sind, die als von der Gesellschaft getrennte, diese mediatisierende Einheiten, agieren. So lässt sich gerade im Bereich der Finanzmärkte beobachten, wie sehr der Staat rein faktisch gezwungen ist, mit den gesellschaftlichen Akteuren politisch zu kooperieren. Das klassische zwischenstaatliche Völkerrecht samt seinem internationalen Verwaltungsrecht wird dementsprechend durch ein sog. „transnationales“ Recht ergänzt, im Rahmen dessen sich private Regelung und staatliches Recht mitunter auf neuartige Weise miteinander vermischen.

2. Die Komplexität des Regulierungsgegenstandes

Die Rede vom „Markt“ verdeckt ebenso wie der Begriff der „Marktwirtschaft“, dass es keinen homogenen Markt, sondern vielmehr eine Vielzahl unterschiedlicher Märkte gibt. Die Legaldefinition des europäischen Binnenmarktes in Art. 26 Abs. 2 AEUV ist insoweit transparenter, wenn sie diesen als „Raum ohne Binnengrenzen, in dem der freie Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital“ gewährleistet ist, konkretisiert. Gütermärkte funktionieren anders als Dienstleistungsmärkte, die an begrenzte Ressourcen der Infrastruktur oder der Netze gebunden sind. Und diese unterscheiden sich wieder vom Arbeitsmarkt, auf dem erst in langfristiger Ausbildung und Berufserfahrung generiert werden muss. Handeln diese Märkte zumeist mit Realgütern, so wird im Rahmen von Kapital- bzw. Finanzmärkten mit Rechtskonstruktionen, etwa in Form von Finanzdienstleistungen, gehandelt. Wenn aber die Märkte zu ausdifferenziert sind, um nach einheitlichen Maßstäben, Erwartungen und daran anknüpfenden Gesetzen behandelt zu werden, dann ist es den jeweiligen Sachproblemen nicht angemessen, wenn politisch vom „Markt“ gesprochen wird. Vielmehr folgt jeder einzelne Markt seinen eigenen Gesetzmäßigkeiten. Auf diese muss der „Staat“ reagieren, ihnen muss der Gesetzgeber spezifisch Rechnung tragen. Tut er dies nicht, kann er seiner Verantwortung nicht gerecht werden.

Diese Einsicht gilt insbesondere für den Finanzmarkt, auf dem eben nicht Waren oder Arbeit sondern Finanzkonstrukte gegen Geld gehandelt werden. Als Beispiel mag die Börse als „Markt der Märkte“ dienen. Sie rekonstruiert die realwirtschaftlichen Märkte über Rechtskonstrukte (Aktien, Anleihen, Finanzderivate etc.) in Form eines artifiziellen Marktes neu. Dies gilt insbesondere, wenn die unmittelbare Rückbindung an die Realmärkte durch immer neue Finanzprodukte gelockert bzw. gelöst wird. So haben z.B. Finanzderivate, ursprünglich von einem finanziellen Grundgeschäft abgeleitete Instrumente, mit Finanzierung von Realgeschäften nur noch wenig zu tun. Je weiter diese Loslösung reicht, umso künstlicher und abstrakter wird der Finanzmarkt, der in der Folge immer stärker von der Realwirtschaft losgelösten Eigengesetzlichkeiten folgt.

Hinzu kommt, dass Geld und Kapital im globalisierten Finanzmarkt über Geld- und Kreditschöpfung volumenmäßig letztlich unbegrenzt vermehrbar sind. Das Geldvermögen wächst global betrachtet stärker als das Sozialprodukt oder das Sachvermögen. Bedingt durch makroökonomische Ungleichgewichte in den internationalen Handels- und Leistungsbilanzen, eine Politik des „billigen Geldes“ seitens staatlicher Notenbanken sowie die Liberalisierung und Internationalisierung der Finanzmärkte kommt es zu einem Überangebot von Kapital, das immer weniger in den Konsum oder reale Investitionen fließt, sondern vielmehr nach Anlagemöglichkeiten mit möglichst hohen Renditen sucht. Insoweit gibt es ein Mengenproblem, das wiederum ein Preisproblem auslöst. Marktwirtschaftlich betrachtet müsste ein steigendes Angebot eigentlich einen sinkenden Preis zur Folge haben. Wenn Geld in Immobilien, Aktien oder Rohstoffe investiert wird, dann steigen die Preise. Da der Finanzmarkt aber – im Unterschied zu den Realmärkten – in der Lage ist, seine Nachfrage durch immer neue renditeträchtige Finanzprodukte selbst zu generieren, ist insoweit das klassische Marktkorrektiv des sinkenden Preises außer Kraft gesetzt. In der Folge können sich spekulative Blasen bilden. Entsprechend sensibel reagieren die Akteure an den Finanzmärkten schon auf das geringste Rumoren. Die Schwankungen von Preisen, Kursen und Zinssätzen nehmen drastisch zu. Am solchermaßen fragilen Finanzmarkt verstärkt diese Unsicherheit wiederum das Wachstum von Finanzderivaten. Diese werden genutzt, um die mit der Finanzierung verbundenen Risiken handelbar zu machen. Sie sind zur Risikostreuung mit „Wetten auf künftige Preisänderungen“ verbunden. Die Risiken selbst werden dadurch jedoch aus den Finanzkontrakten herausgehalten.

Am Beispiel China-USA lässt sich diese Entwicklung illustrieren: Das chinesische Kapital drängte auf den amerikanischen Markt, der immer neue Anlagemöglichkeiten erfand. Eine davon waren die für die amerikanischen Verbraucher zunächst günstigen Immobilienkredite, die bis hinein in die sozial schwachen Schichten (sog. Subprime-Kredite) gestreut wurden. Deren Risiken wurden sodann in Form von Derivaten auf dem Finanzmarkt als Anlagemöglichkeit angeboten, was wiederum Kapital freisetzte. Ein wundersamer Kreislauf nie versiegenden Kapitals war damit etabliert: Immer neues Geld wurde mittels immer abstrakterer Finanzprodukte – und in der Folge immer höheren Risiken – spekulativ z.B. in die Immobilienmärkte gepumpt, so dass es dort (weil an den Realmärkten der Marktmechanismus von Angebot und Nachfrage funktionierte) zu erheblichen Überbewertungen, den sog. Spekulationsblasen, kam. Platzt eine solche Blase, dann hat dies gravierende Folgen nicht nur für die Finanzbranche selbst, sondern auch für die gesamte Realwirtschaft. Die Finanzkrise wird zur Wirtschaftskrise.

Weil also reine Rechtskonstrukte gehandelt werden, deren Rückbindung an die Realwirtschaft nur mittelbar über weitere Märkte möglich ist und über die Spekulation die Zeitdimension für wirtschaftlich rationales Handeln in die Zukunft verschoben wird, sind Finanzmärkte im Vergleich zu Gütermärkten besonders fragil und damit risikoaffin.

C. Herrschaft der Märkte oder demokratische Herrschaft des Verfassungsstaates

I. Privatisierung der staatlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität

1. Hintergrund und Kontext

Insbesondere aus den vorstehend skizzierten Herausforderungen der Globalisierung erklärt sich eine auffallend weitreichende Privatisierung von staatlicher Verantwortung im Bereich der Finanzmärkte. Will man diese Entwicklung in einem allgemeineren Kontext verorten, so kann man sie der in den Neunziger Jahren geführten staatswissenschaftlichen Debatte um einer „Überforderung des Staates“ zuordnen, oder sie aber als „Sehnsucht der Politik nach der

Verantwortungslosigkeit des Marktes“ brandmarken. Der durch Globalisierung einerseits und zunehmende Komplexität der zu regelnden Materien andererseits überlastete Staat soll durch Auslagerung in Form der Privatisierung entlastet werden, zumal der Markt, so die Erwartung, die in Rede stehenden Leistungen ohnehin ökonomischer, mithin effizienter, kostengünstiger und nachfragegerechter erbringen kann. An dieser Schnittstelle treffen sich die Politikwissenschaften auf interessante Weise mit der sog. neoliberalen Ökonomie, wenngleich auch aus unterschiedlichen Begründungszusammenhängen heraus. Diese sind von der Politik auf nationaler und europäischer Ebene (dankbar) aufgenommen worden, nicht zuletzt auch weil diese Form der Auslagerung von Verantwortung von politischen Begründungszusammenhängen entlastet, indem auf Expertenwissen, den Kompromisszwang auf internationaler Ebene oder die Anonymität des Marktes mit seinen Eigengesetzlichkeiten verwiesen werden kann.

Die Rechtswissenschaft hat diese Entwicklung, nicht zuletzt in Anlehnung an die eine Privatisierung ermöglichende Änderung der Art. 87e und Art. 87f GG, zum Teil aufgenommen und dem Staat insoweit eine Gewährleistungsverantwortung zugewiesen. Diese ist dadurch gekennzeichnet, dass der Staat durch Privatisierung und Deregulierung Raum für wettbewerbs- und marktbezogene private Tätigkeit gibt und sich auf die Schaffung von Leitplanken, die gemeinwohlkompatible Ergebnisse gewährleisten sollen, beschränkt. Im Zuge dessen entsteht nach erfolgter Deregulierung durch die Gewährleistungsverantwortung sichernde Re-Regulierung ein jeweils sachspezifisches, hochkomplexes Regulierungsrecht. Angestoßen durch die weltweite Liberalisierung der Finanzmärkte spiegelt sich diese Entwicklung mit ihren insoweit bestehenden Defiziten auch im Finanzmarktrecht. Dies wird am Beispiel der spezifischen Art und Weise des Vorgehens bei der Rechtssetzung deutlich, die ganz maßgeblich durch private Akteure mitgestaltet wird.

2. Das Beispiel der Baseler-Standardsetzung

Ein zentraler Akteur der privaten Standardsetzung ist der 1974 von den Zentralbanken und Bankaufsichtsbehörden der G-10 Staaten gegründete Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. Für ihn gibt keine Rechtsgrundlage in Form eines völkerrechtlichen Vertrags oder Verwaltungsabkommens, vielmehr ist er bis hinein in die Organisation und Arbeitsweise durch Informalität geprägt. In der Folge wird der Basler Ausschuss als informales

Behördenetzwerk im Bereich technischer Expertise kategorisiert. Er umfasst heute Mitglieder aus 27 Staaten. Ihre Aufgabe ist es, im internationalen Kontext die Regulierung der Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten zu gestalten, indem einheitliche Standards in der Bankenaufsicht erarbeitet werden. Auch wenn diese sich primär an die international tätigen Großbanken der Mitgliedstaaten richten, so sind diese doch mehr und mehr zu allgemein anerkannten Verhaltensstandards für die Finanzwirtschaft geworden. Die originär nicht rechtsverbindlichen Standards entfalten eine Rechtswirkung, wenn sie wie die bereits erwähnten Eigenkapitalregeln von Basel I (1988) und Basel II (2004) detailgenau vom europäischen Gesetzgeber in der Bankenrichtlinie adaptiert und im Zuge dessen dann in deutsches Recht gegossen werden. Auf diese Weise werden von Behörden erarbeitete Standards in staatliches Recht transformiert, ohne dass die Gesetzgeber hierauf inhaltlich Einfluss hätten nehmen können.

Wie problematisch das ist, zeigen die Basel II Regelungen, auf deren Entstehung die Regulierten massiv Einfluss nehmen konnten. Sie geben den Banken die Möglichkeit, die jeweils erforderliche Eigenkapitalunterlegung auf der Basis von bankinternen Risikomodellen zu berechnen. Von zusätzlicher Brisanz ist, wenn die Bankenrichtlinie insoweit vorsieht, dass die Kreditinstitute die Ratings von Rating-Agenturen verwenden, um die der Risikogewichtung entsprechende Eigenkapitalquote zu ermitteln. Bankeninterne Risikomodelle bergen daher die Gefahr, dass sie die Belange der Finanzmarktstabilität und des Anlegerschutzes nicht hinreichend berücksichtigen – wie sich in der Finanzkrise dann auch offenbarte.

Ganz ähnlich liegt die Problematik beim International Accounting Standard Board (IASB), einer 1973 von den relevanten Berufsverbänden gegründeten privatrechtlichen Organisation, die zum weltweit wichtigsten Standardsetzer im Bereich der Rechnungslegung geworden ist. Seine International Financial Reporting Standards (IFRS) werden ebenso wie die Basel-Standards durch die zuständigen Gesetzgeber rezipiert.

Die Bedeutung dieser Standardsetzer ist zusätzlich gestiegen, nachdem sie im Zuge der Finanzkrise von den G 20 mit der Umsetzung der auf ihren Treffen beschlossenen Maßnahmen „beauftragt“ wurden. Die G20 wurde zunächst als Beratungs- und nicht als Entscheidungsgremium geschaffen, dabei lag der politische Fokus auf dem Mandat eine

internationale Finanzstabilität. Die Declarations der G20 enthalten dementsprechend zwar nur generelle Beschreibungen der Regulierungsziele, die eigentliche Entwicklung der Standards wird an Organisationen wie das FSB, den IWF oder IOSCO delegiert, die dann wiederum im vorstehend geschilderten Sinne auf die Gesetzgebung der Staaten einwirken. Idealerweise sieht dieser Prozess so aus:

1. Auf dem Gipfel initiiert die G20 die Entwicklung bestimmter Standards und beauftragt damit eine internationale Organisation.
2. Die Internationale Organisation, die mit dem Entwurf befasst ist, verfasst diesen in Absprache mit der G20 und anderen relevanten Organisationen.
3. Das Baseler-Komitee und/oder das FSB übernimmt die veröffentlichten Standards, so dass diese dann in nationales und europäisches Recht umgesetzt werden können.
4. Die Mitgliedstaaten der G20 und die EU setzen die Standards um.
5. Die Qualität der Umsetzung und Einhaltung der Standards wird vom FSB evaluiert.

In der Praxis wird dieses Rechtssetzungsszenario vor allem aus Zeitgründen nicht immer eingehalten. Gleichwohl kann die G20 mit Hilfe dieses Kaskadensystems doch zum „Standard-Setter“ werden, indem sie Rechtssetzung induziert. So ist es der G20 zum Beispiel innerhalb eines Jahres gelungen, das Basel III-Abkommen anzustoßen. Der Baseler-Ausschuss hat dabei die von den G20 aufgezeigten Schwachstellen zur Kenntnis genommen und im Basel III-Abkommen Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors ergriffen, um den erkannten Defiziten von Basel II zu begegnen. Auch wurden Vorschläge der G20 in der Kapitaladäquanzrichtlinie (CRD) der EU umgesetzt, die wiederum durch das Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie ins deutsche Recht implementiert wurden. Des Weiteren wurden von der BaFin Rundschreiben an Banken und Versicherer mit der Aufforderung versandt, die durch den FSB im Auftrag der G20 erarbeiteten Standards zu befolgen; diese Rundschreiben wurden in die Instituts- und Versicherungs-Vergütungsverordnung des BMF aufgenommen, die am 13.10.2010 in Kraft getreten ist. Auch hat der deutsche Gesetzgeber, die vom FSB verlangte Offenlegung in § 285 Nr. 3 und 18 HGB mit aufgenommen.

3. Das Beispiel der Rating Agenturen

Wenn es um die Bewertung der Bonität von Finanzprodukten der Privatwirtschaft oder Staatsanleihen geht, dann vertrauen die privaten und staatlichen Akteure gleichermaßen den insoweit von den Rating-Agenturen gesetzten Standards. Indem die Agenturen ein allgemein akzeptiertes Verständnis von Kreditwürdigkeit entwickeln und begründen, lösen sie Anpassungsprozesse aus, die dazu führen, dass sie im Ergebnis zu internationalen Standardsetzern werden. In der Folge sind die Rating-Agenturen nicht mehr nur bloße Informationsintermediäre, sondern vielmehr wird die im Hinblick auf das Schutzgut der Finanzmarktstabilität so bedeutsame Aufgabe der Gewährleistung von Transparenz mit ihnen mehr oder weniger umfassend privatisiert. Die damit verbundene Teilprivatisierung der Aufsicht wird deutlich, wenn man sich die Aussage des Präsidenten der BaFin in Erinnerung ruft, wonach sich die Bankenaufsicht auf die Ratings verlassen können müsse, da eine eigenständige Beurteilung mit Blick auf den Wissensvorsprung der Agenturen notwendig defizitär bleibe: „Der Gedanke, wir sollten uns in Konkurrenz zu den Ratingagenturen ein eigenes Urteil über diese Risiken bilden ist absurd.“

Umso problematischer ist es daher, wenn Rating-Agenturen – etwa bei der Entwicklung der erwähnten strukturierten Finanzprodukte (CDOs) – auch beratend tätig sind; sie bewerten dann im Nachhinein eigentlich nur ihre eigene Arbeit. Ihre Ratings begründen dann zumindest die Besorgnis der Befangenheit. Ein Indiz hierfür ist, dass die Rating-Agenturen im Rahmen der Finanzkrise trotz der sich abzeichnenden Kreditausfälle an den sehr guten Ratings vor allem für strukturierte Finanzprodukte festhielten. Erst sehr spät korrigierten sie sich und nahmen – im Interesse ihrer Reputation und damit ihres Selbsterhalts – eine bislang nie dagewesene drastische Herabstufung der Bonitätsbewertungen vor.

Als nicht nur ökonomisch, sondern auch politisch besonders problematisch haben sich im Rahmen der Eurokrise die Bewertungen der Staatsanleihen durch die Rating-Agenturen herausgestellt, indem sie mit ihren Bewertungen die Rahmenbedingungen für das Handeln der Wähler, der Regierung und der Investoren prägen. Im Falle Griechenlands wurde z.B. deutlich, dass es bei der Bonitätsbewertung von Staaten nicht nur um die Ermittlung und Bewertung von wirtschaftlichen Risiken geht, sondern größtenteils um die Abschätzung politischer Risiken geht.

Trotz der vorstehend geschilderten Defizite nimmt das geltende Recht auf die Ratingergebnisse als Voraussetzung für bestimmte Investitionen (z.B. institutioneller Anleger wie Pensionsfonds und Versicherungen, die im Bereich der Altersvorsorge (Riesterrente) tätig sind) Bezug. In vielen nationalen Rechtsordnungen sind Ratings als feste Determinante im Recht der Bankenaufsicht, Wertpapier und Versicherungsrecht verankert, so dass sie auch eine öffentliche Regulierungsfunktion wahrnehmen. Diese gesetzlich vorgesehene Kopplung von Rating und zulässiger Anlage findet sich z.B. in den USA seit 1991 bei der Beurteilung der Bonität von Geldmarktfonds, sie spielt dort ferner bei der Anpassung von Mindestkapitalvorschriften mit Blick auf Kreditrisiken sowie bei der Intensität der aufsichtsrechtlichen Transparenzerfordernisse, die an Finanzprodukte gestellt werden, eine Rolle. In ganz ähnlicher Weise sind die Ratings aber auch Grundlage für Beurteilungen der Aufsichtsbehörden in der EU. So macht z.B. die Bankenrichtlinie der EU Vorgaben für die Eigenkapitalausstattung der Banken, die sich – zurückgehend auf Basel II – bei der Risikogewichtung von Kreditforderungen im Rahmen der erwähnten bankinternen Risikomodelle an deren Ratings zu orientieren haben. Insoweit darf die Bankenaufsicht nur Ratings von anerkannten Agenturen akzeptieren, diese bedürfen insoweit einer Zulassung. Voraussetzung hierfür ist, dass die Ratingmethode Objektivität, Unabhängigkeit und Transparenz gewährleistet, sie kontinuierlich überprüft wird und die erstellten Ratings zuverlässig und transparent sind. Die Anerkennung ist jedoch nicht mit einer staatlichen Aufsicht verbunden.

Durch die staatlich induzierte Inbezugnahme von Ratings wird den Agenturen eine Art Qualitätssiegel verliehen, das weit über den Charakter der Ratings als wirtschaftliche Meinungsäußerung eines privaten Akteurs hinausgeht. Wenn dann staatlicherseits nicht einmal Mindestvoraussetzungen für die Verfahren zur Erstellung von Ratings formuliert werden und eine daran anknüpfende staatliche Aufsicht fehlt, dann zeigt sich hierin nicht nur ein problematisches Vertrauen des Gesetzgebers in die Selbstregulierung des Finanzmarktes, sondern vielmehr werden die staatlichen Institutionen ihrer Gewährleistungsverantwortung nicht gerecht. Dies gilt umso mehr, als auf dem oligopolistischen Ratingmarkt, der letztlich nicht einmal aus drei, sondern wegen vielfältiger Verflechtungen nur aus zwei Anbietern besteht, kein echter „Wettbewerb durch Reputation“ stattfinden kann, also insoweit ein Marktversagen evident ist.

II. Ansätze zur Wiederherstellung der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers

1. Einführung

Mit der vorstehend beschriebenen „Privatisierung“ sind ökonomische Steuerungserwartungen an den Markt verknüpft, die den Staat entlasten sollen. Sowohl die Standardsetzung im Rahmen eines informalen Fachbehördennetzwerks (Baseler Ausschuss) als auch die rein private Entwicklung von Standards (Rating-Agenturen) haben auf den ersten Blick den Vorteil, dass eine durch die Globalisierung der Finanzmärkte gestellte Aufgabe ohne langwierige Verhandlungen über einen völkerrechtlichen Vertrag und ohne die Notwendigkeit der Gründung einer Internationalen Organisation mit entsprechenden Souveränitätsverlusten der Staaten gelöst werden kann. Spezifisches Expertenwissen samt der institutionalisierten (durchaus ambivalenten) Zusammenarbeit in Fachbruderschaften erleichtert die Zusammenführung von Interessen, die fachliche Reputation verschafft Akzeptanz und die fehlende formelle Bindungswirkung der Beschlüsse hält diese flexibel und innovationsoffen. So schwierig jede Form der Rechtssetzung angesichts der Komplexität der globalisierten Finanzmärkte erscheint und so verständlich daher das Vertrauen bzw. die Hoffnung war, dass sich marktwirtschaftliche Leistungserbringung mit öffentlichen Zwecken verbinden lässt und Märkte im Einklang mit dem Gemeinwohl agieren, so deutlich wird jedoch, dass mit der Finanzmarktkrise eine neue Epoche beginnen muss, die die staatliche Verantwortung für die Finanzmarktstabilität wiederherstellt.

Gerade die vorstehenden Ausführungen haben deutlich werden lassen, dass die beschriebene Form der Privatisierung von Verantwortung sich nicht mit der staatlichen Verantwortung für die Finanzmarktstabilität vereinbaren lässt. Insoweit mögen sich die Finanzmarktakteure jeder für sich ökonomisch rational verhalten haben, die vielfältigen systemischen Risiken wurden insoweit aber nicht in den individuellen Risikomodellen verarbeitet. Vielmehr wurden sie zum Teil sogar individuell rational zu spekulativen Geschäften genutzt.

2. Rechtliche Begründung und Essentialia der demokratischen Verantwortung des Gesetzgebers

Aus dem Demokratieprinzip folgt, dass primär der Gesetzgeber für die Sicherung der Finanzmarktstabilität zuständig ist. Im Zuge der Wesentlichkeitstheorie hat er insbesondere alle grundrechtsrelevanten Maßnahmen zur Sicherung der Finanzmarktstabilität zu treffen, die im mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnis von Eingriffen in die Wirtschaftsfreiheit einerseits und Schutzpflichten hinsichtlich der Anleger reichen. Wie gezeigt, rezipiert der Gesetzgeber im Kontext der Globalisierung allerdings Standards, die entweder im Wege der transnationalen Behördenkooperation (z.B. Baseler Ausschuss) oder gar rein privat (z.B. Rating-Agenturen) zustande gekommen sind. Insofern als sich der Gesetzgeber bei seiner Entscheidung auf solche externen Standards stützt, entfalten diese eine faktische Bindungswirkung. Zwar folgt aus dem Demokratieprinzip ein Gebot staatlicher Letztverantwortung für das Entscheidungsergebnis, damit sind jedoch nicht die externen Vorarbeiten erfasst. Die „Eins-zu-Eins“ Transformation bzw. Adoption extern erarbeiteter Standards in Rechtsregeln führt so betrachtet zu einem problematischen Auseinanderfallen von materieller Entscheidungsverantwortung und rechtlicher Bindungswirkung. Die damit verbundenen Legitimationsdefizite werden noch dadurch verstärkt, dass diese für die Finanzmarktstabilität zentrale Rechtsetzung weitgehend intransparent ist. Die Herstellung von Transparenz ist aber, wie gezeigt wurde, das Untermaß, das der Staat im Rahmen der Gewährleistungsverantwortung schuldet. Hinzu kommt, dass es der informellen Standardsetzung an legitimierungssichernden Verfahrensregelungen wie Repräsentativität und demokratischer Allgemeinheit und Gleichheit fehlt, so dass die insoweit entwickelten Legitimationsmodelle am Maßstab der deliberativen Demokratietheorie hieran scheitern müssen. Nicht zuletzt ist es unter Gesichtspunkten der Legitimation bedenklich, wenn im Rahmen der Aufsicht Regeln vollzogen werden, die auf Standards basieren, an denen die Akteure der transnationalen Regelsetzung mitgewirkt haben.

3. Überlegungen anhand konkreter Beispiele

a) Basler Ausschuss

Wenn die Standardsetzung des Basler Ausschusses mit Blick auf die damit verbundenen Vorteile weiter vom Gesetzgeber genutzt werden können soll, dann bedarf diese einer stärkeren Einbettung in demokratisch und rechtsstaatlich strukturierte Legitimationszusammenhänge. Zunächst bedarf die Mitwirkung deutscher Behördenvertreter

in transnationalen Behördennetzwerken mit Blick auf die von Art. 20 Abs. 2 S. 2 GG geforderte personelle Legitimation einer klaren und hinreichend bestimmten gesetzlichen Ermächtigung. Diesen Anforderungen genügt § 4 BBankG, wenn es um die Beteiligung der Bundesbank im Basler Ausschuss geht, nicht.

Überdies ist es verfassungsrechtlich geboten, aber auch sinnvoll und praktikabel, den Basler Ausschuss in Formen des Rechts zu institutionalisieren, ohne dass die beschriebenen Vorteile seiner Arbeit verloren gehen. Insoweit bestehen interessante Parallelen zum Umweltrecht, das sich im Rahmen der Gefahrenabwehr und der Risikovorsorge technischer Standards (z.B. in Form von Grenzwerten, vgl. die TA-Luft) bedient, die von sachverständigen Gremien erarbeitet und vom Gesetzgeber explizit zur Grundlage der Genehmigungsentscheidung einer Anlage gemacht werden (vgl. z.B. § 6 BImSchG). Insoweit hat der Gesetzgeber, nicht zuletzt in Reaktion auf die Rechtsprechung des BVerfG, bestimmte Verfahrensanforderungen entwickelt, die vorliegend Impulse geben können.

Wenn man anerkennt, dass eine Institution wie der Basler Ausschuss zwar informale und unverbindliche Standards setzt, diese aber durch die Gesetzgeber aufgenommen und in Gesetze transformiert werden (müssen), dann handelt es sich um eine „Gesetzgebung über Bande“, die es erlaubt von „administrativer Normsetzung“ (Christoph Möllers) zu sprechen. In der Folge müssen diese Formen der Kooperation in transnationalen Behördennetzwerken im Wege eines „Völkerverwaltungsrechts“ verfahrenstechnisch verrechtlicht werden. Transparenzpflichten gegenüber der Öffentlichkeit und den nationalen Parlamenten, damit einhergehende Begründungspflichten und Dokumentationspflichten, ferner Anforderungen an die fachliche Qualifikation der Standardsetzer sowie schließlich eine Öffnung des Willensbildungsprozesses, die gewährleistet, dass alle von der Problemlösung Betroffenen adäquat vertreten oder zumindest gehört werden, definieren insoweit maßgebliche Elemente.

Sind diese Verfahrensanforderungen beim Zustandekommen von Standards nicht erfüllt, so darf sie der Gesetzgeber weder in Bezug nehmen, noch in eine Rechtsnorm transformieren. Diese Folge könnte ein Anreiz für die Standardsetzer sein, sich entsprechenden Reformen zu unterwerfen. Was aber gilt bis dahin mit Blick auf die bestehenden Standards? Und was gilt mit Blick auf ihre Indienstnahme im Rahmen des „Kaskadensystems“ bei der Umsetzung der G 20 Beschlüsse? Bleibt man konsequent, so wären die geltenden Standards rechtswidrig und

Standardsetzer wie der Basler Ausschuss fallen als Akteure künftig aus. Dieses Ergebnis wäre aber mit Blick auf die Finanzmarktstabilität zumindest problematisch.

Nicht zuletzt deswegen ist über Alternativen nachzudenken, die beim Rezeptionsvorgang ansetzen. Diskutiert wird insoweit eine „steuernde Rezeption“, im Zuge derer der Gesetzgeber die Standards erst nach einer inhaltlichen Auseinandersetzung übernimmt. Entsprechende Vorgaben hat das BVerfG im Umweltrecht für die Risikovorsorge im Bereich des Atomrechts formuliert. Angesichts der Wissensdefizite des Gesetzgebers und seiner dadurch bedingten Überforderung werden im Schrifttum insoweit Zweifel erhoben. Diesen könnte man allerdings dadurch begegnen, dass dem Rezeptionsakt des Gesetzgebers eine unabhängige Sachverständigenberatung vorgeschaltet wird, die das „Für und Wider“ der Rezeption transparent macht und einen Entscheidungsvorschlag erarbeitet. Auch solche Ansätze sind aus dem Umweltrecht unter dem Stichwort der „nachvollziehenden Amtsermittlung“ bekannt und können Anregungen zur konkreten Ausgestaltung geben. Übertragen auf den Gesetzgeber, könnte man insoweit von einer nachvollziehenden Gesetzgebung sprechen, im Zuge dieser die demokratische Letztverantwortung für die gesamte Entscheidung übernehmen kann. Dieser Ansatz deckt sich mit Erwartungen an den Gesetzgeber, die das BVerfG in seinem Urteil zum europäischen Haftbefehl hinsichtlich der Umsetzung von Rahmenbeschlüssen bzw. Richtlinien formuliert hat: Statt eines automatischen Nachvollzugs ist ein autonomer Nachvollzug geboten.)

b) Rating-Agenturen

Im Grundsatz können die vorstehenden Überlegungen zu den Baseler Standards auch auf die private Standardsetzung durch die Rating-Agenturen übertragen werden: Da es den Ratings nach bisheriger Rechtslage zum einen an vorwirkenden staatlichen Verfahrensanforderungen im obigen Sinne fehlt und es zum anderen keine Elemente einer nachvollziehenden Gesetzgebung gibt, ist eine rechtliche Adoption von Ratings, also ihre Inbezugnahme als Maßstab der Bonität einer Finanzanlage in Gesetzen, als Verstoß gegen das Demokratieprinzip zu werten.

Im Zuge der Finanzkrise sind jedoch Reformen angestoßen worden, die die vorstehend geschilderten Defizite beseitigen sollen. Wenn die Informationen der Rating-Agenturen im

auf Transparenz angewiesenen Finanzmarkt Legitimität beanspruchen wollen, vor allem aber wenn ihre Ratings vom Gesetzgeber in Bezug genommen werden, dann müssen sie möglichst neutral und objektiv sein. Mit Blick auf die geschilderten, insoweit bestehenden Defizite wird der Umgang mit Interessenskonflikten in der RatingVO durch organisatorische, operationelle und mitarbeiterbezogene Anforderungen. Insbesondere dürfen die Analysten nicht am bewerteten Unternehmen beteiligt sein, es darf keine Beratertätigkeit mehr erbracht werden, und es sind „nur“ noch bestimmte Nebendienstleistungen erlaubt.

Ungeregelt bleibt jedoch das Ausgangsproblem der Interessenskonflikte, das im Geschäftsmodell gründet: Solange der Emittent einer Anlage das Rating bezahlt, können die weiteren Vorschriften die Interessenskonflikte nur bis zu einem bestimmten Grad reduzieren. Vor diesem Hintergrund bieten sich zwei Lösungen an:

Zum einen könnte die Ratingform der vom Investor bezahlten sog. Unsolicited Ratings, die auf keinem konkreten Auftrag beruhen, ausgebaut werden. Insoweit wäre es auch denkbar, das Auftragsrating beizubehalten, wobei der Auftrag dann aber nicht vom Emittenten kommen sollte, sondern von den Aufsichtsbehörden. Schließlich wäre auch vorstellbar, dass die Bezahlung der Rating-Agenturen durch eine den Emittenten auferlegte, allgemeine Pflichtabgabe erfolgt.

Zum anderen wäre es denkbar, die Ratingtätigkeit auf öffentliche Institutionen zu verlagern, etwa die einzelnen Finanzaufsichtsbehörden der Länder oder eine europäische Rating-Agentur. Der große Vorteil einer europäischen Rating-Agentur, wäre mangels Gewinnerzielungsabsicht ihre Objektivität. Indem die bisherige enge Verknüpfung der Rating-Agenturen mit dem anglo-amerikanischen Rechtskreis gelockert werden würde könnten regionale bzw. länderspezifische Besonderheiten besser berücksichtigt werden, so dass die Gefahr einer falschen oder nicht korrekten Einordnungen von Informationen sinkt.

Gleichwohl berücksichtigt diese Lösung die Eigenheiten des Ratingmarktes nicht hinreichend. Auch eine europäische Rating-Agentur braucht Marktakzeptanz. Einerseits könnte eine „staatliche“ Zuordnung deren Reputation stärken, andererseits liegt hierin, zumindest wenn es um Staatsanleihen geht, da hier die Unabhängigkeit von nationalen und europäischen Interessen nicht gewährleistet werden kann. Bei einer „staatlichen“ Agentur ist überdies die Gefahr, dass sich die Investoren „blind“ auf die Ratingergebnisse verlassen noch höher als bei

einem gewinnorientierten privaten Unternehmen. Sinnvoller erscheint es daher, die Etablierung zusätzlicher privater Agenturen auf dem Markt zu fördern. So könnten z.B. Kreditversicherer wie Euler-Hermes, Coface und Atradius in das Ratinggeschäft einsteigen.

Demgegenüber hat die in ihrer RatingVO zunächst erst einmal einen anderen Weg beschritten, indem für alle mit Sitz in der Union tätig werdenden Rating-Agenturen, deren Ratings zu regulatorischen Zwecken von den in Art. 4 I RatingVO genannten Institutionen verwendet werden sollen, künftig einer Registrierungspflicht unterliegen sollen. Eine Registrierung von Rating-Agenturen ist grundsätzlich - insbesondere auf Grund der damit möglichen Qualitätssicherung von Ratings für aufsichtsrechtliche Zwecke - zu befürworten. Darüber hinaus könnte sie ein Aufbrechen des Monopols bewirken, da die Registrierung als staatliches „Gütesiegel“ die Marktbarriere der Reputation senken könnte. Das setzt jedoch voraus, dass das Registrierungsverfahren auch dem Inhalt nach diesen Ansprüchen gerecht wird und tatsächlich eine Aufsichtsfunktion übernimmt. Es gibt jedoch weder eine allgemeine Registrierungspflicht in Form eines Erlaubnisvorbehalts. Immerhin wurde mit der Schaffung eines Europäischen Systems für die Finanzaufsicht (European System of Financial Supervision, ESFS) der Weg für eine europaweite Aufsicht geebnet, so dass die Registrierung, Überprüfung und Aufsicht über Rating-Agenturen mit Sitz in der EU nunmehr mit der European Securities and Markets Authority (ESMA) aus einer Hand erfolgt.

Ratings von Staatsanleihen haben nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch eine gesellschaftliche Dimension. Die politischen Auswirkungen der Bewertung von Staatsanleihen für die jeweiligen Länder aber auch für die Europäische Union und den Euro werfen die Frage auf, ob die Bewertung von Staatsanleihen nicht vom Rating „normaler“ Finanzprodukte abgekoppelt werden sollte. Wenn insoweit eine unabhängige internationale oder europäische Agentur gefordert wird, stellt sich wiederum die Frage, wie diese finanziert und besetzt werden muss, damit ihre Glaubwürdigkeit vom Markt akzeptiert wird. Vorschläge das Rating von Staatsanleihen beim Europäischen Rechnungshof oder gar bei der Europäischen Zentralbank zu institutionalisieren, erscheinen aus diesem Grunde ebenfalls nicht erfolgsversprechend.

Angesichts dieser vielfältigen Schwierigkeiten sind die diskutierten und mitunter auf den Weg gebrachten Reformen keine Lösung des Legitimationsproblems. Vor diesem Hintergrund

bietet sich eine simple Alternative an: Der Gesetzgeber könnte die bestehende Kopplung zwischen Ratings und Finanzanlagen lösen, indem er einfach all jene gesetzlichen Vorschriften streicht, die die Risikoabschätzung der Rating-Agenturen adoptieren und zur verbindlichen Vorgabe von finanzmarktrelevanten Entscheidungen machen. In der Folge dürften die betroffenen Investoren auch auf alternative Informationsquellen vertrauen und wären nicht ohne jeden Spielraum an die „Meinungen“ der Rating-Agenturen gebunden. Mit Blick auf die Meinungsfreiheit, auf die sich die Rating-Agenturen für ihre Tätigkeit gegenüber staatlichen Eingriffen zu berufen pflegen, wäre dies möglicherweise auch die Verhältnismäßigkeitsprinzip gebotene Alternative.

In die entstehende Lücke könnte eine der „Stiftung Warentest“ vergleichbare Institution einspringen, die am Markt befindliche Finanzprodukte – durchaus unter Rückgriff auf die Informationen der Rating-Agenturen – einem Testverfahren unterwirft und eigenständig bewertet. Diese öffentlich organisierte Gegenkontrolle der Ratings könnte bei Emittenten und Rating-Agenturen einen Anreiz setzen, mehr Informationen über das jeweilige Finanzprodukt und seine Risikobewertung zur Verfügung zu stellen. Auf Basis dieser Testergebnisse wäre dann auch eine gesetzliche Koppelung zulässig, die im Interesse des Verbraucherschutzes verhindert, dass institutionelle Anleger wie Pensionsfonds in risikoträchtige Anlagen investieren.

4. Schlussfolgerungen

Im Zuge der vorstehend geschilderten „Privatisierung“ von Rechtsetzung im internationalen Kontext, kommt der Gesetzgeber in eine neue Rolle. Ihm obliegt es, sich die verschiedenen Formen des informell zustande gekommenen transnationalen Rechts im Wege einer nachvollziehenden Gesetzgebung zu Eigen zu machen. Hierfür bedarf er eines zwischengeschalteten, institutionalisierten Sachverständigen, der einen autonomen Nachvollzug ermöglicht. Eine „blinde“ Inkorporation, wie im Falle der Baseler Regelungen, oder Adoption, wie bei den Ratings, korrespondiert weder der staatlichen (Gewährleistungs-) Verantwortung für die Finanzmarktstabilität, noch ist sie mit den Vorgaben des Demokratieprinzips vereinbar. Dies bedeute für den deutschen Bundestag, dass er sich immer mehr als rezipierender Gesetzgeber verstehen muss. Insoweit hat er allerdings eine aus dem Demokratieprinzip fließende Rezeptionsverantwortung, der er durch geeignete prozedurale

Vorkehrungen genügen muss. Letztere müssen darauf hinauslaufen, dass am Ende eine autonome materielle Rezeption ermöglicht wird.

D. Inhaltliche Vorgaben für die Finanzmarktregulierung

I. Kontextverlust der Rechtsordnung

Ursächlich für die vorstehend konstatierten Steuerungsschwierigkeiten ist nicht nur die vorstehend beschriebene Komplexität der Finanzmärkte an sich. Vielmehr spielen auch der angesichts immer neuer Finanzprodukte latente Wissensvorsprung der wirtschaftlichen Akteure, die dem korrespondierenden Informations- und Wissensdefizite des Gesetzgebers samt der Ungewissheit über den „richtigen“ Steuerungsansatz, die damit verbundenen Folgen sowie schließlich der immense Durchsetzungs- und Kontrollaufwand eine Rolle.

Die Situation ähnelt derjenigen im Umweltschutz: Hier sind es zum einen die Ökologie als komplexes, diffiziles und dynamisches System und zum anderen neue Technologien (z.B. Atomenergie, Grüne Gentechnik, Nanomaterialien) hinsichtlich deren Folgen Ungewissheit herrscht, die das Recht mit neuen, veränderten und teilweise nur sehr schwer zu bewältigenden Herausforderungen konfrontieren. Im Naturhaushalt sind die Wirkungs- und Wanderungsketten von umweltbelastenden Schadstoffen im einzelnen nur sehr begrenzt vorhersehbar. Ihre akkumulativen, synergetischen und antagonistischen Wechselwirkungen führen zu einer strukturellen Unübersichtlichkeit der Zusammenhänge, die es oftmals unmöglich macht, Unmittelbarkeit, Zurechenbarkeit, Verantwortlichkeit und Schuld im rechtlichen Sinne festzustellen. Verstärkt werden diese Schwierigkeiten noch durch die in der Regel langen Latenzzeiten zwischen den schadensauslösenden Ursachen und den erkennbaren Schadensfolgen. Weil lineare Kausalketten selten feststellbar sind, können kleine Ursachen große Wirkungen erzeugen und negative Trends selbst dann noch andauern, wenn die Primärursachen längst entfallen sind. Hinzu kommen Informations- und Erkenntnisdefizite, wenn Maßnahmen der Umweltbeobachtung in der Regel medial getrennt bzw. unkoordiniert erfolgen bzw. bislang geltende Risikoabschätzungen und -bewertungen häufig einer Veränderung unterworfen sind. Altbekannte Gegenstände des täglichen Gebrauchs, z.B. Asbest oder Formaldehyd, stellen sich plötzlich als schädlich dar, oder andere, vielleicht auch

neue Bewertungsmethoden gebieten einen erweiterten rechtlichen Schutzzumfang. Dies ist der praktische Hintergrund auf den das Umweltrecht als Teil der Rechtsordnung stößt.

Die Parallelen zum Regelungsgegenstand Finanzmarkt sind verblüffend. Dies lässt sich am Beispiel der im Zentrum der Finanzkrise stehenden Derivate Collateralized Debt Obligations (CDOs) illustrieren. Nicht von ungefähr werden diese als „synthetische Wertpapiere“, als moderne „Finanzchemie“ oder gar „neue Finanztechnologie“ bezeichnet. Die CDOs entstanden zunächst aus den Erfahrungen der Finanzkrise in Asien, wurden dann aber im Wege der „Technik“ der Verbriefung und der Strukturierung zur Lösung des bankentypischen Zielkonflikts zwischen Rendite und Sicherheit fortentwickelt. Ausgangspunkt waren sog. Credit Default Swaps (CDS), eine Art Kreditversicherung, die es den Banken erlaubt die nunmehr versicherten Außenstände buchhalterisch als getilgt (als „gehedgt“) zu behandeln. Dieses Geld belastet also die Eigenkapitalregeln der Banken nicht mehr und kann nunmehr erneut als Kredit vergeben und sodann als CDS versichert werden usw. Überdies wurden die bis dahin nicht handelbaren Kredite durch Verbriefung über eigens dafür errichtete Zweckgesellschaften (im Fachjargon Conduits und Structured Investment Vehicles (SIVs), von anderen „Schattenbanken“ genannt) in Form eines Wertpapiers handelbar gemacht. Jene Zweckgesellschaften (z.B. die in Irland ansässige Depfa der Hypo Realstate), die kein Eigenkapital benötigten und amerikanischen wie europäischen Banken letztlich dazu dienten, die Eigenkapitalregeln samt Aufsichtsrecht zu umgehen, refinanzierten ihre Geschäfte relativ kurzfristig am Finanzmarkt. Dieser Aspekt und die fehlende Transparenz hinsichtlich der Größe dieses „Schatten-Banksystems“ begründeten ein Systemrisiko, dessen Bedeutung für die Finanzkrise gar nicht unterschätzt werden kann. Im Zuge dieser Verbriefung entstanden Hypothekepakete, in denen – kaum überraschend – vor allem Kredite mit einem relativ hohen Kreditausfallrisiko „verpackt“ wurden. Dafür bekamen die Käufer relativ hohe Zinsen. In der Folge dieser Ausgliederung von Risiken liegt die Haftung für Zahlungsausfälle bei der Zweckgesellschaft bzw. bei den Investoren, den Erwerbern der Pakete. Schon diese Entwicklung war revolutionär.

Doch damit nicht genug: Viele institutionelle Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds) fielen aber als Käufer aus, weil sie aufgrund gesetzlicher Vorgaben nicht in riskante Anlagen investieren dürfen. Die zweite „revolutionäre“ Neuerung bestand daher in der „Technik“ der Strukturierung, im Zuge derer die verbrieften Kredite in Pakete mit verschiedenen

Risikoklassen (sog. Tranchen) unterteilt wurden. Im Hinblick auf das Ausfallrisiko wurde von den Produktentwicklern auf mathematischer Basis eine Hierarchie der Risikoübernahme geschaffen: Zunächst haften die Käufer der risikoreichen Tranche „Equity“, sodann die Käufer der weniger risikoreichen Tranche „Mezzanine“ und schließlich die Käufer der vorgeblich risikoarmen Tranche „Senior“. Bevor es also für letztere gefährlich wird, müssen die Kredite auf den Vorstufen ausgefallen sein – was rein rechnerisch für unwahrscheinlich gehalten wurde. Diese Form der Strukturierung samt Risikohierarchie war Grundlage für die CDOs, mit denen eine Zweitverbriefung, eine Drittverbriefung usw. ermöglicht wurde. Da schon die Erstverbriefung in Paketen den Nachteil hat, dass der Erwerber kaum noch in der Lage ist, die Bonität der zugrundeliegenden Papiere mit vertretbarem Aufwand selbst zu beurteilen, wurde im Rahmen der fortlaufenden Verbriefungstechnik eng mit den Rating-Agenturen zusammengearbeitet, die mit Blick auf die den Paketen immanente Risikohierarchie diese mit Bestnoten bewerteten. Auf diese Weise wurde „Landwein“ in „Qualitätswein“ umgewandelt. Die Kreditrisiken sind jedoch nach wie vor existent, sie sind in Form der CDOs jedoch „wie Würste verarbeitet, in Scheiben geschnitten und verkauft“ worden. In der Folge konnten die CDOs nunmehr von institutionellen Anlegern erworben werden. Aufgrund ihres guten Ratings gepaart mit hohen Zinsen erfreuen sich die CDOs großer Nachfrage. Wurden im Jahre 2000 noch CDOs im Wert von 150 Milliarden Dollar verkauft, liegen die Verkäufe ab 2006 über der Billionengrenze. In der Folge bilden sich CDOs von CDOs von CDOs samt Gesellschaften, die sich immer weiter vom eigentlichen Kreditnehmer entfernen. In später entdeckten E-Mails fragen sich die Analysten der Rating-Agenturen, wann „dieses Kartenhaus zusammenbricht“; es ist von einem „Schneeballsystem“ und einer „Lizenz zum Gelddrucken“ die Rede. Aufgrund dessen weiß eigentlich niemand mehr so genau, wer hier wen gegen welches Risiko absichert. Zu Recht wird von Finanzexperten daher immer wieder darauf hingewiesen, dass die Finanzkrise noch lange nicht überstanden ist.

Eine vergleichbare Rolle spielen die Derivate, diesmal in Form der CDS, im Rahmen der Verschuldenskrise in der Eurozone, speziell in Griechenland. Im Falle eines Staatsbankrotts wären daher nicht nur europäische, sondern auch amerikanische Banken betroffen. Insoweit spielen die offiziell gehaltenen Staatsanleihen nur eine begrenzte Rolle. Vielmehr sind 15 Großbanken aus den USA im CDS-Markt engagiert, die im Falle eines Staatsbankrotts fällig würden. Um wie viele CDS es geht, auf welche Höhe sie sich belaufen und ob sie ausgelöst

werden könnten ist völlig unklar, da der auf 1,4 Billionen Dollar bezifferte globale Derivatemarkt nach wie vor unreguliert ist. Verbergen sich die auf eine Gesamtsumme zwischen 5 und 80 Milliarden Dollar geschätzten CDS im Falle Griechenlands nur in den Bilanzen einiger weniger US-Banken, oder wären auch Versicherungen und Hedgefonds betroffen? Niemand weiß es, schon gar nicht die Aufsichtsbehörden und Notenbanken.

II. Schlussfolgerungen

Im Ergebnis akkumulieren sich die als „toxisch“ bezeichneten CDOs ebenso wie die CDS – vergleichbar einer gefährlichen Chemikalie in der Umwelt – unsichtbar und unbekannt irgendwo in der Finanzwelt. Beispielhaft wird hieran deutlich, wie wenig sich Finanzkrisen mit einer hinreichend sicheren Wahrscheinlichkeit vorhersagen lassen. Die ständige Entwicklung neuer Finanzprodukte und vielfältigen Verflechtungen zwischen den am Finanzmarkt tätigen Akteuren machen es praktisch unmöglich, ex-ante alle nur denkbaren kausalen Verknüpfungen zwischen Ursache und Wirkung zu prognostizieren. Unübersichtlichkeit, respektive Nichtwissen, Ungewissheit, mangelnde Vorhersehbarkeit, lange Latenzzeiten, unbekannte Kausalitäten: Die parallelen Beschreibungen der Regelungsgegenstände sprechen für sich. Viele weitere Beispiele für Parallelen lassen sich finden.

Dies bestätigt auch der interdisziplinäre Blick in die Soziologie. Hier wird der Umgang mit der neuen Unübersichtlichkeit unter dem Begriff der Risikogesellschaft diskutiert. Insoweit geht es zuvorderst um das Phänomen der selbstgeschaffenen, gesellschaftlichen Zivilisationsrisiken. Die „neuen Risiken“ weisen im Unterschied zu den klassischen Risiken, die sich durch Punktualität, Individualität und Konkretheit definieren, einen globalen, kollektiven und diffusen Charakter auf. Sie sind nicht mehr erfahrbar, sondern bedürfen der Vermittlung durch Experten, auf deren wissenschaftlichen Analysen und Annahmen sich die Gesellschaft verlassen muss. Wenn aber die Risiken praktisch unsichtbar sind, dann verschwinden sie auch aus dem gesellschaftlichen und politischen Bewusstsein. In dieser Situation richten sich die Erwartungen an den Staat, von dem Vorkehrungen zum Schutz der betroffenen Gemeinwohlbelange erwartet werden. Der Gesetzgeber muss das jeweilige Risiko in seine Regelungen aufnehmen und sichtbar machen, er muss Risikovorsorge betreiben.

Diese Erkenntnisse zur Risikogesellschaft lassen sich über das Umweltrecht hinaus auch auf das Finanzmarktrecht übertragen.

Nichtwissen, Ungewissheit und Unkontrollierbarkeit stellen insoweit jedoch besondere Herausforderungen an den Gesetzgeber. Dies gilt umso mehr, als oftmals das Ausmaß eines Risikos ebenso wie die Maßstäbe seiner Ermittlung wissenschaftlich im Streit zwischen Experten und Gegenexperten stehen. Dem korrespondieren divergierende Risikomodelle, zwischen denen sich der Gesetzgeber im Rahmen seines Prognosespielraums entscheiden muss. Insoweit bestanden jedoch verschiedene, zum Teil vermeidbare Prognosedefizite. So orientiert sich das geltende Aufsichtsrecht zwar am Ziel der Finanzmarktstabilität und nimmt als einen der insoweit zentralen Aspekte zu Recht die Eigenkapitalvorschriften der Banken in den Blick (vgl. §§ 10 ff. KWG). In diesem Kontext soll durch eine möglichst genaue Bestimmung der Risiken, die den jeweiligen Aktiva einer Bank innewohnen, die erforderliche Eigenmittelausstattung der Bank den Realitäten entsprechend bemessen werden. Ein zentrales Defizit besteht insoweit hinsichtlich der Prognosegrundlagen, da das geltende Recht zwar die Risiken der einzelnen Bank, nicht aber deren Verflechtungen im Finanzmarkt samt deren Wechselwirkungen einbezieht.

Überdies beruhte das von den Banken gewählte und von der Finanzaufsicht akzeptierte Risikomodelle, mit dessen Hilfen die die Finanzmarktrisiken operationalisierbar gemacht werden sollen, auf teilweise falschen bzw. zu optimistischen Annahmen, so dass das Risiko, das sich in der Finanzkrise realisierte, nicht wahrgenommen und somit nicht in den Risikomodelle antizipiert werden konnte. So stützte man sich im Rahmen der hierbei zum Einsatz kommenden Finanztheorie zu einseitig auf ein mathematisches Fundament der Nobelpreisträger Black, Scholes und Merton, dass mit den Wahrscheinlichkeiten der Gauß'schen Normalverteilung arbeitet, obwohl dieses Modell zwischenzeitlich in der Wissenschaft durch Mandelbrot und in der Praxis durch den Zusammenbruch des legendären Hedge-Fonds „Long Term Capital Management LP“ im Zuge der russischen Schuldenkrise in Frage gestellt war. Dennoch verließen sich die Finanzmarktakteure einschließlich der Finanzaufsicht unverändert auf die tradierten Risikomodelle, obwohl diese „weder die Marktrisiken, noch die Ausfallrisiken der Kreditversicherer, noch die Korrelationen der verschiedenen Risiken angemessen erfasst hatten“, weil z.B. die Informationen über die von des

Zweckgesellschaften ausgehenden Systemrisiken unberücksichtigt blieben. Infolgedessen blieb das Risiko für die Anleger nicht nur unsichtbar, es wurde überdies verharmlost.

Kurz gesagt stößt der überkomplexe Finanzmarkt auf ein unterkomplexes Aufsichtsrecht. Ohne Frage ist die Bewältigung dieser Komplexität eine große Herausforderung, zumal die Rechtsordnung nur unzureichend auf den Umgang mit Nichtwissen und Ungewissheit vorbereitet ist, da das in ihr vorherrschende Steuerungsmodell zumeist auf den tradierten Eingriffsmustern regulativer Politik beruht. Andererseits ist diese Herausforderung nicht neu. Sie reflektiert den aus der Umweltpolitik bekannten Kontextverlust der Rechtsordnung, der ähnlich wie im Umweltrecht durch die Entwicklung eines spezifischen Finanzmarktrisikorechts kompensiert werden könnte. Insoweit obliegen dem Gesetzgeber die erwähnten verfassungsrechtlichen Schutzpflichten für die Finanzmarktstabilität. Es gilt daher, das klassische Instrumentarium der Gefahrenabwehr durch das Vorsorgeprinzip zu ergänzen, so dass im mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnis ein Ausgleich zwischen den Schutzpflichten einerseits und der Wirtschaftsfreiheit andererseits hergestellt wird.

III. Vorgaben des Vorsorgeprinzips

Das Vorsorgeprinzip ist im deutschen Umweltrecht nicht nur einfachgesetzlich, sondern auch als Ausprägung des Staatsziels Umweltschutz in Art. 20a GG als Rechtsprinzip etabliert. Explizit ordnet Art. 191 Abs. S. 2 AEUV seine Geltung für das europäische Umweltrecht an, wo es in zahlreichen Rechtakten eine Konkretisierung erfahren hat. Kommission und EuGH betrachten es darüber hinaus als allgemeines Rechtsprinzip des gesamten Unionsrechts. Das zunächst einmal an den Gesetzgeber adressierte Vorsorgeprinzip legitimiert staatliches Handeln schon bei Vorliegen eines Risikos. Im Unterschied zur konkreten Wahrscheinlichkeit, wie sie im Bereich der Gefahrenabwehr verlangt wird, genügt beim Risiko die bloße Möglichkeit eines Schadenseintritts. Dies führt dazu, dass der zulässige Eingriffszeitpunkt vorverlagert und ein staatliches Handeln auch unterhalb der Gefahrenschwelle ermöglicht wird. Das Vorsorgeprinzip ist insbesondere dann anwendbar, wenn wissenschaftliche Beweise nicht ausreichen, keine eindeutigen Schlüsse zulassen oder unklar sind, gleichzeitig aber aufgrund einer vorläufigen Risikoabschätzung begründeter Anlass zur Besorgnis besteht, dass es möglicherweise zu Schädwirkungen kommt. Gerade

weil sich Risikoentscheidungen im Bereich der Ungewissheit bewegen, sind insoweit auch wissenschaftliche Mindermeinungen hinreichend.

Fehlt es insoweit an Erkenntnissen oder stehe diese im Expertenstreit, so impliziert das Vorsorgeprinzip eine „Beweislastumkehr“, die für den Gesetzgeber bei der Rechtssetzung Handlungslegitimation und Gestaltungsauftrag ist. Diese kann jedoch sowohl aus erkenntnistheoretischen Gründen als auch mit Blick auf die Grundrechte nicht pauschaler Natur sein. In der Folge wirkt das Vorsorgeprinzip nach dem rechtlichen Muster einer *widerlegbaren Gefährlichkeitsvermutung*. Ist also ein Vorsorgeanlass im obigen Sinne begründet worden, so ist es Sache des Risikoverursachers, die angestellte Vermutung über bestimmte Ursache-Wirkung-Beziehungen zu widerlegen und den daraus hergeleiteten Besorgnisanlass zu erschüttern. Aus seinem Einflussbereich stammt das Risiko, und in seinem Einflussbereich liegen die Tatsachenfragen, die sich nicht aufklären lassen und damit den Vorsorgeanlass begründen. Daher hat derjenige, in dessen Einflussphäre die Ungewissheit entstanden ist, aufgrund seiner Sachnähe einen Wissensvorsprung, der sinnvollerweise genutzt werden muss.

Um eine rechtsstaatlich bedenkliche „Vorsorge ins Blaue hinein“ zu vermeiden und einen akzeptanzsichernden Ausgleich zwischen Chancen und Risiken neuer Produkte zu ermöglichen knüpft das Vorsorgeprinzip ein Tätigwerden des Gesetzgebers freilich an bestimmte Vorgaben: So muss zunächst der durch die abstrakte Besorgnis gekennzeichnete Vorsorgeanlass näher bestimmt werden. Zur wissenschaftlichen Risikoermittlung, im Rahmen derer – unter Berücksichtigung von Mindermeinungen – Risikodaten generiert und wissenschaftlich bewertet werden, tritt eine normative Risikobewertung des Gesetzgebers hinzu, die darüber entscheidet, ob ein Risiko gesellschaftlich noch hingenommen werden soll. Wurde so der Vorsorgeanlass bestimmt, können im Rahmen des Risikomanagements Maßnahmen zum Umgang mit den Risiken getroffen werden. Diese müssen sich mit Blick auf die Innovationschancen sichernde Wirtschaftsfreiheit an der abstrakten Besorgnis orientieren und daher im Hinblick auf den möglichen Schaden vor allem verhältnismäßig sein.

In Umsetzung dessen können verschiedene rechtliche Instrumente des Risikomanagements, die jeweils unterschiedlich intensive Regulierungsstufen abbilden, in Erwägung gezogen werden. Dazu zählen eine Meldepflicht für risikoträchtige Produkte, eine diesbezügliche

Kennzeichnungspflicht, mit dem Ziel dem Verbraucher die Wahl zu lassen, wie er mit der bestehenden Ungewissheit hinsichtlich möglicher Schäden umgeht, eine Registrierungspflicht, eine generelle Zulassung durch Erstellen von Positivlisten, ein Zulassungsverfahren auf der Grundlage des vorstehenden Konzepts des Vorsorgeprinzips, die Einführung einer Gefährdungshaftung oder die Durchführung einer Bedarfsprüfung, im Zuge derer – nach einer Abwägung zwischen sozio-ökonomischem Nutzen und Restrisikos – das Produkt generell verboten werden kann. Darüber hinaus bleibt das Risikomanagement im Rahmen des Vorsorgeprinzips – gerade wegen der notgedrungen ja immer nur vorläufigen Risikobewertung – auf eine prozedurale Umsetzung angewiesen. Erforderlich sind insoweit Institutionen, die eine kontinuierliche Überprüfung der unter dem Vorsorgeprinzip getroffenen Risikobewertungen gewährleisten, indem sie neue Erkenntnisse – nicht zuletzt aus der Risikobegleitforschung – an den Bewertungsprozess herantragen und so die gewählten Risikomodelle in Frage stellen.

IV. Das Vorsorgeprinzip als Regulativ des vom Finanzmarkt ausgehenden Risikos für das Schutzgut der Finanzmarktstabilität

1. Vorsorgeorientierte Regulierungsdefizite

Im Hinblick auf die Gefährdung der Finanzmarktstabilität durch die Risikogeneigntheit vieler Aktivitäten am Finanzmarkt sind im Rahmen der Rechtssetzung vielfältige Vorgaben des Vorsorgeprinzips nicht beachtet worden. Zwar wird mitunter konstatiert, dass sich die geltende Finanzmarktregulierung nicht auf gefährliche oder risikoreiche Geschäftsgegenstände beschränke, sondern sogar darüber hinaus das konkrete Vertragshandeln samt begleitendem Informationshandeln umfasse. Dies führe zu einer intensiven Präsenz der marktregulierenden Instanzen im Alltagsgeschäft der Finanzmarktakteure. Auch hätten sich die typischen Instrumente der Wirtschaftsaufsicht von der klassischen gefahrenabwehrrechtlichen Eingriffsschwelle weit in den Risikobereich vorverlagert, so dass von einer „Risikoaufsicht“ und einem außergewöhnlich dichtem und ausdifferenziertem Instrumentenarsenal in der Finanzmarktaufsicht gesprochen wird. Und in der Tat zeigt der Überblick, dass man im Finanzmarktrecht nicht von einer Regulierungslücke sprechen kann. Jedoch zeigt sich bei näherem Hinsehen, dass sich rund 90 Prozent der Finanzmarktregulierung auf den realwirtschaftlich relevanten Bankenbereich bezieht, in dem

aber gerade die systemrelevanten Großbanken nur noch 10 Prozent ihrer Gewinne erzielen. Es gibt also ein Regulierungsdefizit im Hinblick auf jene „neuen“ rein abstrakten, spekulativen Finanzprodukte (z.B. die geschilderten CDOs) und Finanzunternehmen (z.B. Investmentbanken, Hedgefonds), die einen Großteil der Gewinne am Finanzmarkt erwirtschaften, sich gleichzeitig aber von der Realwirtschaft völlig gelöst haben und allein dem Zweck verpflichtet sind, durch Spekulation Geld mit Geld zu verdienen. Es ist dieser Bereich des Finanzmarktes der mit seinen geschilderten Risiken ursächlich für die in Rede stehenden Finanzkrisen gewesen ist.

2. Vorsorge-defizite in den Risikomodellen

Im Vordergrund stehen unter Vorsorgegesichtspunkten die erwähnten, mit der Gauß'schen Wahrscheinlichkeit operierenden Risikomodelle des Finanzmarkts, die trotz zahlreicher Krisen, die nach den auf ihnen basierenden Prognosen gar nicht hätten auftreten dürfen, nicht in Frage gestellt werden. In der Folge bleiben die wirklichen Risiken und ihr Ausmaß unsichtbar, sie werden entgegen dem Vorsorgeprinzip vom Recht nicht rezipiert. Zum einen gewährleistet der geltende rechtliche Rahmen nicht, das abweichende Risikomodelle von Mindermeinungen zur Kenntnis genommen und verarbeitet werden müssen. Das alleinige Abstellen auf das „Modell der Mehrheit“ ist nicht mit dem Vorsorgeprinzip, das für einen Vorsorgeanlass gerade auch eine widerlegbare Mindermeinung ausreichen lässt, vereinbar. Zum anderen fehlt es an unabhängigen Institutionen, die die mit einem Risikomodelle gewählte Risikobewertung kontinuierlich überprüfen und darüber hinaus die Berücksichtigung alternativer Risikomodelle verlangen können. Daraus resultieren Defizite im Rahmen der Aufsicht, aber auch Informationsdefizite auf Anlegerseite.

Auf ihnen basierten z.B. die vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht formulierten sog. Basel II Standards für die Eigenkapitalreserven von Finanzinstitutionen. Sie erlaubten den Banken in beträchtlichem Umfang eigenen Risikomodelle zu entwickeln, anhand derer diese die Ausfallrisiken mittels bankinterner Ratings selbständig bewerteten. Abgesehen von dem darin liegenden Interessenkonflikt kommen die für die Finanzmarktstabilität relevanten systemischen Risiken, zu denen gerade auch die Risiken einer Bank für das Finanzsystem insgesamt und damit die Wirtschaft und den Steuerzahler zählen, bei der Risikomodellierung und beim Risikomanagement der Banken zu kurz. Auch wenn die in diesem Rahmen

getroffenen Bewertungen der Banken einer Genehmigungspflicht durch die Finanzaufsicht unterliegen (§§ 58 ff. SolvV), so ist die Berücksichtigung alternative Risikomodelle weder von den Baseler Regelungen noch wird sie von der Finanzaufsicht verpflichtend verlangt.

Im Sinne des Vorsorgeprinzips hat das Finanzmarktrecht daher überdies sicherzustellen, dass dem Anleger die Ambivalenz der von den Finanzdienstleistern jeweils gewählten Risikomodelle sichtbar gemacht wird. Dies gilt insbesondere dort, wo die staatlichen Institutionen eine aus den Grundrechten fließende Schutzpflicht haben, wenn sie – wie z.B. im Rahmen der Altersvorsorge – die Bürger an den Finanzmarkt verweisen. Insoweit muss der Anleger auf den rechtlichen Rahmen vertrauen können. Im Rahmen des Untermaßverbots hat der Gesetzgeber insoweit für einen effektiven Schutz zu sorgen.

Vor diesem Hintergrund könnten und sollten die Rating-Agenturen eine wichtige kompensatorische Funktion übernehmen. Ihnen kommt im Finanzmarkt idealiter die Rolle eines sog. Informationsintermediäres zu, der die zwischen dem Emittenten und dem Investor bestehenden Informationsasymmetrien überwinden soll. Problematisch ist insoweit der Umstand, dass derzeit vom Emittent des Finanzprodukts bezahlte Auftragsratings (sog. Solicited Ratings) die Haupteinnahmequelle der Rating-Agenturen sind. Rating-Agenturen stellen selber keine Nachforschungen an oder unterziehen die Angaben ihrer Kunden einer Überprüfung. Dies führt dazu, dass ein Rating selten über die Informationen hinausgeht, die ein Emittent preisgibt. Die detaillierten Berichte, die das Ratingverfahren, die verwendeten Kriterien und ihre Gewichtung enthalten, erhalten nur der Emittent oder eine geringe Anzahl von zahlenden Investoren; im übrigen werden immer nur die Ratingergebnisse veröffentlicht. In der Folge besteht für die Anleger insgesamt keine Vergleichsmöglichkeit hinsichtlich der einzelnen Ratings.

3. Vorschläge zur vorsorgeorientierten Erfassung von Finanzmarktrisiken

a) Verbesserte Transparenz durch Reform der Rating-Agenturen

Legt man das Vorsorgeprinzip samt der skizzierten Maßnahmenhierarchie zugrunde, dann gilt es zunächst die für Risikolagen prekären Informations- und Transparenzdefizite zu beheben. Um die erwähnten Informationsasymmetrien am Finanzmarkt zu kompensieren, kommt den

Rating-Agenturen als Informationsintermediären und Übersetzern von Risiken eine zentrale Bedeutung zu. Zu Recht setzen viele Reformvorschläge hier an. So einigten sich auf dem Weltfinanzgipfel am 15. November 2008 einigten sich die Staats- und Regierungschefs im Rahmen der G 20 auf eine stärkere Kontrolle der Einhaltung des sog. ISOCO-Kodex als Mindeststandard durch die Rating-Agenturen. Zu diesem Zweck und darüber hinaus sollten die Staaten bis zum 31. März 2009 Reformen durchführen, die die Vermeidung von Interessenskonflikten anstreben, den Investoren eine größere Transparenz ermöglichen und bei der Bewertung eine Unterscheidung nach Produktarten vorsehen. Des Weiteren sollen Rating-Agenturen, die Ratings veröffentlichen, registriert werden. Auf dem Nachfolgegipfel am 2. April 2009 wurde die Implementierung des in Washington gefassten Aktionsplanes nochmals hervorgehoben.

Die Umsetzung der auf G20 Ebene formulierten Ziele in Bezug auf Rating-Agenturen erfolgte in der Europäischen Union durch die Ratingverordnung Nr. 1060/2009. Der Anwendungsbereich der Verordnung erstreckt sich gem. Art. 2 I auf Rating-Agenturen mit Sitz in der EU. Ratings aus Drittstaaten – meist den USA - können unter den Voraussetzungen des Art. 4 III-VI RatingVO übernommen werden. Das US-amerikanische Recht stimmt größtenteils mit den Kernforderungen der Verordnung überein, so dass davon ausgegangen werden kann, dass der US-amerikanische Rechtsrahmen gleichwertig im Sinne der EU-Ratingverordnung einzustufen ist.

b) Verbesserte Transparenz durch Etablierung eines Kredit- und Finanzproduktregisters

Eine dem Vorsorgeprinzip widersprechende systemrelevante Intransparenz besteht überdies im Hinblick auf die Akteure und die Produkte des Finanzmarkts.

Als Akteure betätigten sich neben den regulären Banken, Investmentbanken, Hedgefonds, Kreditversicherer und die erwähnten, im Kontext der Finanzkrise besonders problematischen Zweckgesellschaften. Insoweit als viele dieser Akteure keiner bzw. einer unzureichenden staatlichen Überwachung unterlagen, entstand jenes für die Finanzmarktstabilität so risikoträchtige Informationsdefizit, das vorstehend am Beispiel der CDOs und der in diesem Kontext tätigen Zweckgesellschaften, den sog. Schattenbanken, aufgezeigt wurde.

Insbesondere letztere sind als Ableger der Banken einer entsprechenden Aufsicht, zu unterwerfen. Da diese allerdings international, zumindest aber europaweit organisiert sein müsste, begegnet dieser Ansatz Schwierigkeiten, so dass Zweckgesellschaften, wenn sie der Umgehung der Aufsicht dienen, auch nach nationalem Recht generell verboten werden könnten. Ergänzend sollten alle Banken und Versicherungen verpflichtet werden, ihre Großkredite an eine internationale Institution zu melden. Vorbild könnte das in Deutschland bei der Bundesbank geführte Kreditregister sein, dem alle Banken ihre Kreditengagements über 1,5 Millionen Euro melden müssen. Da sich Hedgefonds und Zweckgesellschaften in der Regel zu einem erheblichen Teil bei regulären Banken refinanzieren, würden auf diese Weise die globalen Kreditverpflichtungen transparenter. Eine solche internationale „Banken-Schufa“ würde eine wichtige Grundlage für ein globales Frühwarnsystem bei Finanzkrisen darstellen.

Ähnlich wie es im Bereich des Umwelt- und Gesundheitsschutzes beim Einsatz neuer Technologien (z.B. Chemikalienrecht, Grüne Gentechnik, Nanomaterialien) in Produkten den Ansatz gibt, diese im Hinblick auf das ihnen immanente Risiko zentral zu registrieren, könnte mit Blick auf die immer neuen, von Spezialisten entwickelten sog. innovativen Finanzprodukte eine Registrierungspflicht einführen. Die Registrierung hätte im Detail bei der zuständigen Aufsichtsbehörde zu erfolgen. Ergänzend könnte die relevanten Finanzprodukte in einer allgemeinverständlichen Zusammenfassung unter Angabe der möglichen Risiken in einem öffentlich zugänglichen Finanzproduktregister erfasst werden.

c) Verbesserte Erfassung systemischer Risiken durch inhaltliche Regulierung

aa) Problemstellung

Transparenz und Information als prozedurale Instrumente der Risikovorsorge stoßen jedoch auch am Finanzmarkt an innere Grenzen. Zwar lassen sich fehlende, ungleiche oder falschen Informationen im dargestellten Umfang durch rechtliche Vorgaben und Standardsetzung reduzieren. Prävention durch Information setzt aber den „idealen Marktmenschen“, den viel zitierten „homo oeconomicus“, voraus, der jedoch in der Realität so nicht existiert. In der Folge kann sich Information schnell auch als Illusion entpuppen, wenn ihr Empfänger von ihrer Komplexität überfordert ist, nicht in der Lage ist, sein Wissen marktgerecht umzusetzen oder die objektivierende Standardisierung defizitär ist, weil sie innovative Finanzprodukte

verfehlt bzw. zu ungewollten Fehlinformationen führt. Letzteres war z.B. bei den CDOs der Fall, im Hinblick auf die die Informationen zwar nicht falsch aber insoweit unvollständig waren, als sie das Risikoszenario nicht voll nachzeichneten, insbesondere die systemischen Risiken vernachlässigten. Im Zuge dessen ist Information insbesondere dann durch inhaltliche Regulierung zu ergänzen. Insoweit soll der Versuch unternommen werden, zwei Relevanz- oder auch Risikokriterien zu formulieren, die materielle Anhaltspunkte geben, wann eine inhaltliche Regulierung erforderlich ist.

bb) Kriterium der Systemrelevanz

Ein zentrales Kriterium für inhaltliche Regulierung könnten systemische Risiken, also mögliche Gefahren für das Schutzgut Finanzmarktstabilität, sein. Insoweit geht um jenes vorstehend bereits skizzierte Gefahrenpotential, das aus der Korrelation von einzelnen Risiken resultiert. Jene mögen isoliert betrachtet begrenzt und überschaubar erscheinen, aber durch die Verflechtungen im Finanzmarkt können – wie im Rahmen der Finanzkrise geschehen – Kettenreaktionen ausgelöst werden, die die Finanzmarktstabilität und daran anknüpfend die gesamte Wirtschaft bedrohen. Insoweit spiegelt die Debatte um die systemrelevanten Banken nur einen Ausschnitt der Problematik wider. Insoweit gebietet eine dem Vorsorgeprinzip korrespondierende Sicherung der Finanzmarktstabilität: Je mehr systemische Risiken ein Finanzprodukt bzw. –unternehmen im Krisenfall produziert, desto intensiverer inhaltlicher Regulierung kann es mit Blick auf die Wirtschaftsfreiheit unterworfen werden.

cc) Kriterium des Realwirtschaftsnutzens

Ein weiteres Kriterium könnte insoweit die Nähe einer Leistung der Finanzwirtschaft zur Realwirtschaft und damit zum Wohlstand der Gesellschaft sein. Das klassische Bankgeschäft, definiert durch die direkte Kundenbeziehung zwischen Einleger und Bank auf der einen Seite und zwischen Kreditnehmer und Bank auf der anderen Seite, dient der Realwirtschaft unmittelbar, indem es die volkswirtschaftliche Funktion erfüllt, diese mit Zahlungsmitteln und Kapital zu versorgen. Bereits vorstehend wurde aber gezeigt, dass sich die Finanzmärkte immer weiter von ihrer zentralen Aufgabe, Finanzmittel in Form von Krediten und Eigenkapital zur Finanzierung realwirtschaftlicher Investitionen zur Verfügung zu stellen, entfernt haben. Vielfältige rein abstrakte Finanzprodukte und -dienstleistungen, vor allem

jene, mit denen die Großbanken einen Gutteil ihrer exorbitanten Gewinne erwirtschaften, dienen fast ausschließlich dem Selbstzweck des Finanzmarkts. Dazwischen liegen jene Finanzinstrumente, die mittelbar dem realwirtschaftlich orientierten Finanzgeschäft dienen, indem sie Risiken, denen realwirtschaftliche Finanzgeschäfte zugrundeliegen, wie z.B. die Absicherung von Zinsänderungsrisiken, Laufzeitkongruenzen und Währungsrisiken. Insoweit sind derivative Finanzinstrumente wie z.B. Swaps sinnvoll und notwendig, um ungleichgewichtige Risiken der Finanzmarktakteure auszugleichen. Gerade weil hier die Abgrenzung zwischen jenen völlig abstrakten und jenen mittelbar dem Finanzmarkt dienenden Finanzprodukten schwierig ist, empfiehlt sich eine verstärkte Regulierung und Kontrolle. Insoweit gebietet eine dem Vorsorgeprinzip korrespondierende Sicherung der Finanzmarktstabilität: Je mehr sich ein Finanzprodukt bzw. –unternehmen von der Realwirtschaft entfernt und rein spekulativ ausgerichtet ist, desto intensiverer inhaltlicher Regulierung kann es mit Blick auf die Wirtschaftsfreiheit unterworfen werden.

dd) Schlussfolgerungen anhand von Beispielen

Jedes Finanzinstrument könnte anhand der beiden vorstehend genannten Kriterien der Systemrelevanz und dem Nutzen für die Realwirtschaft zu untersucht werden und hiernach einer vorsorgeorientierten inhaltlichen Regulierung nach den herausgearbeiteten Maßstäben unterworfen werden. Diese kann sowohl das Instrument selbst als auch sein Umfeld (z.B. die mit diesem arbeitende Institution) umfassen. Sie kann von Warnhinweisen in Form einer Kennzeichnungspflicht, über Zulassungsverfahren in Form von präventiven Verboten mit Erlaubnisvorbehalt samt Beweislastumkehr bis hin zu generellen Verboten für risikoträchtige Finanzmarktaktivitäten reichen. Im Lichte der primär grundrechtlich und grundfreiheitlich verbürgten Wirtschaftsfreiheit der Finanzmarktakteure ist im Rahmen der jeweiligen Risikorechtssetzung auf die Verhältnismäßigkeit der jeweiligen Maßnahmen zu achten, wobei auch die Vorgaben des mehrpoligen Verfassungsrechtsverhältnisses, konkretisiert in einer mehrpoligen Verhältnismäßigkeitsprüfung, zu berücksichtigen sind.

Vor diesem Hintergrund könnte die Tätigkeit von Hedgefonds, die nur dem Zweck dienen, durch Spekulation Geld mit Geld zu verdienen, indem sie auf Preisänderungen an den Devisen-, Aktien-, Immobilien- und Rohstoffmärkten „wetten“, verboten oder aber zumindest in ihrem Tätigkeitsfeld massiv beschränkt werden. Die bisherige Deregulierungspolitik

verletzt mit Blick auf die skizzierten Schutzpflichten des Gesetzgebers für die Finanzmarktstabilität das Untermaßverbot. Gleiches gilt (bzw. galt) für Instrumente wie die ungedeckten Leerverkäufe, den Handel mit ungedeckten CDS, das Verleihen von Aktien zu Spekulationszwecken, die Finanzspekulation mit Rohstoffzertifikaten und den Handel mit verbrieften Kreditforderungen, insbesondere wenn es um hochkomplexen Mehrfachverbriefungen, etwa die als Beispiel herausgegriffenen CDOs, geht.

Sofern unter Berücksichtigung der beiden Kriterien eine Zulassung unverhältnismäßig erscheint, etwa weil die systemischen Risiken des Finanzprodukts überschaubar sind und ein mittelbarer Nutzen für die Realwirtschaft nachgewiesen werden kann, kommt eine Risikowarnpflicht in Form einer Kennzeichnungspflicht in Betracht.

Die beiden Risikokriterien erfassen aber auch Finanzunternehmen. Hierzu zählen neben den bereits problematisierten Hedgefonds vor allem auch die systemrelevanten Banken. Sie erbringen als Geschäftsbanken einerseits die erwähnten der Realwirtschaft dienende Finanzdienstleistungen, sind andererseits aber über das Investmentbanking und die Gründung der bereits erwähnten Zweckgesellschaften, für die sie vollumfänglich haften, in teilweise hochabstrakte, spekulative und damit riskante Finanzgeschäfte eingebunden. Dies befördert Systemrelevanz, da sich die Bank einerseits in Geschäftsfeldern betätigt, die mit systemischen Risiken behaftet und daher besonders risikoträchtig sind, andererseits aber im Falle ihrer Insolvenz über das einzelne Institut hinaus bedrohliche Wirkungen für das für Zahlungsverkehr und Kreditwesen einer Volkswirtschaft zentral bedeutsame Bankensystem insgesamt ausgehen. Damit einher geht die zusätzliche Gefahr eines „moral hazard“ dergestalt, dass eine systemrelevante Bank sich ebenso wie ihre Gläubiger auf ein von der Allgemeinheit finanziertes staatliches Bail Out im Krisenfall verlassen kann, mit der Folge, dass sie nach der „Too-big-to-fail“-Doktrin umso risikogener am Finanzmarkt agieren kann. Die solchermaßen begründete wechselseitige Abhängigkeit von Staat und Bank setzt auf diese Weise förmlich noch einen Anreiz, durch internes oder externes Wachstum systemrelevant zu werden.

Insoweit werden verschiedene Lösungswege diskutiert. Das klassische Wettbewerbsrecht orientiert sich am Kriterium der marktbeherrschenden Stellung, kann aber nicht berücksichtigen, dass Systemrelevanz nicht nur durch Größe (in Form von Marktanteilen),

sondern gerade auch durch Verflechtungen entsteht. In Betracht kommt daher nur eine im Einzelfall festzustellende Systemrelevanz, wie sie nach den Basel II Regelungen und der sie umsetzenden europäischen Bankenrichtlinie im Rahmen Aufsicht bereits gefordert ist. Die insoweit diskutierten Instrumente der umgestaltenden und entziehenden Entflechtung – für letztere ist umstritten, ob es sich um eine Enteignung handelt – lassen sich unter dem Aspekt der Risikovorsorge für die Finanzmarktstabilität als Eingriff in das Eigentumsgrundrecht rechtfertigen.

Allerdings bestehen insoweit auch Alternativen, die weniger eingriffsintensiv sind: Insoweit werden zum Beispiel zwischen Aufsichtsbehörden und systemrelevanten Banken zu vereinbarende sog. Bankentestamente diskutiert, die einen Plan für eine geordnete Krisenbewältigung formulieren. Zeigen diese Pläne, dass die betreffende Bank für einen effizienten Umgang mit einer Krisensituation zu verschachtelt ist, koppelt sich daran die Möglichkeit, durch Hoheitsakt eine Komplexitätsreduktion durch vorsorgliche Entflechtung in die Wege zu leiten. Eine relativ einfach einzubauende und damit vorzugswürdige „Risikobremse“, stellt die Berücksichtigung von systemischen Risiken bei der Einlagensicherung und bei der Festlegung der Eigenkapitalanforderungen dar.

Im Hinblick auf die vorstehend problematisierte Rolle, die systemische Risiken negierende Risikomodelle im Rahmen der Finanzkrise spielten, ist schließlich eine öffentliche Institution erforderlich, die die systemischen Risiken der Finanzmärkte nach neuesten wissenschaftlichen Erkenntnissen objektiv ermittelt und erfasst. Von besonderer Bedeutung ist insoweit die Vorgaben des Vorsorgeprinzips, dass – entgegen dem extrem ausgeprägten „Herdentrieb“ des Finanzmarktes – auch die Ergebnisse von Mindermeinungen Berücksichtigung finden. Die so definierten systemischen Risiken müssten sodann verpflichtend in alle Risikomodelle der Akteure am Finanzmarkt eingespeist werden. Darüber hätten die Aufsichtsbehörden zu wachen, die bislang aus Gründen der Überforderung die Risikomodelle der Banken, z.B. bei der Bestimmung des notwendigen Eigenkapitals, akzeptierten bzw. auf die Bewertungen der Rating-Agenturen vertrauen mussten. Dementsprechend muss eine Reform der Finanzaufsicht diese strukturellen Defizite in der Risikoanalyse beseitigen, indem diese stärker in die Bewertung der Risiken eingebunden wird und die von den Banken entwickelten Risikomodelle anhand eigener Modell im Verbund mit einem wissenschaftlichen Beirat überprüft. Im Zuge dessen bedürften die zuständigen

Aufsichtsbehörden, in Deutschland die BaFin, mehr Personal, das überdies marktgerecht bezahlt werden müsste.

Einen Schritt in die richtige Richtung stellen insoweit die Forderungen der G 20 nach einem kohärenten Aufsichtskonzept unter dem Aspekt systemischer Risikopotentiale dar, die im Rahmen der europäischen Reform der Finanzmarktaufsicht umgesetzt wurden. Einen Ansatz im hiesigen Sinne bietet in diesem Kontext der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) dar, der Systemrisiken abwendet und eindämmt sowie einen „nachhaltigen“ Beitrag des Finanzsektors im Rahmen des Wirtschaftswachstums gewährleisten soll.

E. Ausblick

Die in den westlichen Gesellschaften historisch entwickelte Symbiose zwischen Staat, Markt und Demokratie gerät in einer entgrenzten Welt unter Druck. Nachdem im Zuge der Globalisierung zunächst das Ende des Staates und der Demokratie thematisiert wurden, zeichnet sich im Kontext der Finanzkrise jedoch ab, dass der demokratische Verfassungsstaat mehr denn je gefordert ist. Denn der Markt bedarf des Vertrauens der Bürger, die freie Marktwirtschaft bedarf aufbauend auf dem darauf gegründeten gesellschaftlichen Konsens immer wieder der Legitimation.

Die Folgen einer Finanz- und Wirtschaftskrise sowie die damit einhergehenden Verwerfungen in der Gesellschaft sind jedoch geeignet, diese Legitimation auszuhöhlen. Dies erkannte bereits der Vordenker des freien Marktes, *Adam Smith*. Neben seinem Hauptwerk „Der Wohlstand der Nationen“ hat er ein weniger bekanntes Werk mit dem schönen Titel „Theorie der ethischen Gefühle“ verfasst. In diesem zeigt er, dass die Marktgesetze nicht alles erklären und dass es nicht ausreicht, egoistische Interessen zu verfolgen, um eine Gesellschaft zu schaffen und zu erhalten. Es bedarf, wie *Adam Smith* es nennt, der „fellow feelings“, dem Gefühl, einer menschlichen Gemeinschaft anzugehören. Daraus entspringt Vertrauen, das wiederum eine Zivilgesellschaft, verstanden als dynamische Bürgerschaft, zwischen Familienstrukturen und Staat hervorbringt. Diese ist – wie der amerikanische Wissenschaftler *Francis Fukuyama* ausführt – Voraussetzung für den Markt und den wirtschaftlichen Erfolg einer Gesellschaft. Um diese Voraussetzungen zu gewährleisten, ist der (Finanz-)Markt auf

Staat und Gesetzgeber angewiesen, allein dessen Rechtsetzung vermag die Voraussetzungen des Marktes zu gewährleisten. Finanzmarktrechtsetzung hat so gesehen eine Marktermöglichungsfunktion.

In einer globalisierten Welt kann die Aufgabe der Rechtsetzung freilich nicht adäquat vom Nationalstaat allein geleistet werden. Um seine Entgrenzung zu kompensieren, muss dieser sich – wie im Staaten- und Verfassungsverbund der EU – als Mitglied-Staat verstehen. Das bedeutet im Ergebnis Verzicht auf Souveränität, mit dem Ziel gemeinsam Souveränität über die entgrenzten Märkte zurückzugewinnen. Gleichwohl bleiben europäische oder notfalls auch nationale Alleingänge eine Option, die nicht von vornherein zum Scheitern verurteilt sein muss. Ebenso wie im Umweltrecht – erinnert sei z.B. an die aus Gründen des globalen Standortwettbewerbs zunächst heftig umstrittene EU-Gesetzgebung zum Chemikalienrecht (REACH) – können sich auch im Finanzmarktrecht hohe Standards letztlich als Wettbewerbsvorteil herausstellen: Durch Rechtsetzung gewährleistete Finanzmarktstabilität kann für Anleger durchaus ein Grund sein, in der EU oder in Deutschland zu investieren.

Die beschriebenen, ganz unterschiedlichen Formen jener „Privatisierung“ der Verantwortung für die Finanzmarktstabilität stehen mitunter in Widerspruch zu Vorgaben des Demokratieprinzips und der staatlichen Gewährleistungsverantwortung. So mögen sich die Finanzmarktakteure jeder für sich ökonomisch zwar rational verhalten, die vielfältigen systemischen Risiken werden jedoch bislang nicht in ihren individuellen Risikomodellen verarbeitet. Aus der Marktermöglichungsfunktion von Finanzmarktrechtsetzung sollte der demokratische Gesetzgeber den Mut schöpfen, erkannten Rechtsetzungsdefiziten auf den Finanzmärkten zu begegnen. Denn gelingt dem Gesetzgeber die Wiederherstellung des Primats der Politik nicht, dann droht eine nicht nur die freie Marktwirtschaft, sondern auch den demokratischen Verfassungsstaat erfassende Legitimationskrise. Rechtsetzung zur Sicherung der Finanzmarktstabilität hat daher im Lichte des Vorsorgeprinzips zu erfolgen, Finanzmarktrecht ist konsequent als Risikorecht auszugestalten.