

*Finanzmarktregulierung zwischen Innovation und Kontinuität  
in Deutschland, Europa und Russland*





Finanzmarktregulierung  
zwischen Innovation und  
Kontinuität in Deutschland,  
Europa und Russland

Herausgegeben von

Gregor Bachmann und Burkhard Breig

Mohr Siebeck

*Gregor Bachmann*, geboren 1966, Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Rechtstheorie an der Freien Universität Berlin.

*Burkhard Breig*, geboren 1969, Inhaber der Juniorprofessur für osteuropäisches Recht, insbesondere russisches Recht an der Freien Universität Berlin.

Das diesem Band zugrunde liegende Vorhaben wurde mit Mitteln des Bundesministeriums für Bildung und Forschung unter dem Förderkennzeichen RUS 11/03J gefördert. Die Verantwortung für den Inhalt dieser Veröffentlichung liegt bei den Autoren.

ISBN 978-3-16-152217-8

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel-Garamond gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

## Vorwort

Spätestens seit sich der Ausbruch einer Finanzkrise ab 2007 mit den ersten Bankenzusammenbrüchen in den USA und Europa abzeichnete, nehmen die Finanzmärkte und ihre staatliche Regulierung in der öffentlichen Diskussion wieder breiten Raum ein. Der Verlauf der Banken- und der Staatsschuldenkrise hat die Finanzmarktregulierung auf die Probe gestellt, hat Schwächen im bisherigen Regulierungsrecht und der Regulierungspraxis offengelegt und hat deutlich gezeigt, dass die Finanzmärkte und ihre staatliche Regulierung Grundfragen der Ordnung des Gemeinwohls berühren. Im Zusammenhang mit den Maßnahmen zur gegenseitigen „Rettung“ von Staaten vor der Zahlungsunfähigkeit wird sogar die Frage gestellt, inwieweit die bestehenden verfassungs- und völkerrechtlichen Instrumente für solche Maßnahme überhaupt ausreichen, oder ob es hierfür einer partiellen Neujustierung der Verfassungsordnung bedarf.

So ist die Idee entstanden, Fragen der Finanzmarktregulierung im Rahmen einer deutsch-russischen Konferenz zu behandeln. Beide Länder waren von der Krise unmittelbar betroffen und haben umfangreiche Maßnahmen zur Krisenbekämpfung unternommen. In beiden Ländern sind überdies nach der Krise Maßnahmen zum Umbau der staatlichen Bankenregulierung diskutiert und zum Teil auch schon umgesetzt worden. Den Organisatoren der Konferenz erschien es wichtig, diese zum Teil parallel, zum Teil aber auch in ganz unterschiedlichen Zusammenhängen verlaufenden Entwicklungen im Dialog zu betrachten und zu bedenken.

Die Konferenz konnte aufbauen auf eine langjährige Kooperation zwischen den Juristischen Fakultäten der Freien Universität Berlin und der Moskauer Staatlichen Lomonossov-Universität. Dass sich beide Zentralbanken (Europäische Zentralbank und Zentralbank der Russischen Föderation) beteiligt haben, verdankt sich einem langjährigen Kooperationsprojekt zum Erfahrungsaustausch beider Einrichtungen. Zusätzlich haben sich Referentinnen und Referenten aus dem Bundesministerium der Finanzen und aus anderen Hochschulen des deutschsprachigen Raums beteiligt.

In den Referaten hat sich gezeigt, dass, trotz der großen Unterschiede zwischen den Finanzsystemen und der Finanzmarktregulierung in Deutschland bzw. der EU einerseits und Russland andererseits, eine Vielzahl von Themen in beiden Ländern unter ähnlichen Vorzeichen diskutiert wird. Aus der russischen Zentralbank wurden Einblicke in die Reform der russischen Bankenaufsicht ge-

geben. Dort werden etwa derzeit die Eigenkapitalvorschriften an die Empfehlungen des Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht umgestellt. Das Land stellt sich die ehrgeizige Aufgabe, unmittelbar die Vorgaben von „Basel III“ zu übernehmen – ein Vorgang, der in der EU viele Jahre in Anspruch genommen hat und noch nicht abgeschlossen ist. Auch im Bereich der Restrukturierung von Banken wird in Russland die Entwicklung in der EU und ihren Mitgliedstaaten verfolgt und zum Teil in der eigenen Rechtsentwicklung rezipiert. Im direkten Vergleich wurden auf der Konferenz die deutsche / europäische und die russische Regelung des Verbots des Insiderhandels und der Marktmanipulation diskutiert. Auch diese Diskussion ist mit Blick auf die Verabschiedung der neuen Marktmissbrauchsverordnung der EU und das russische Gesetz gegen Insiderhandel und Marktmanipulation aus dem Jahr 2010 von hoher Aktualität.

Die Tagung wurde ermöglicht durch die großzügige Finanzierung durch das Bundesministerium für Bildung und Forschung im Rahmen des Deutsch-Russischen Jahres der Bildung, Wissenschaft und Innovation 2011/12 und durch Unterstützung der Rechtsanwaltskanzlei Noerr LLP, denen wir herzlich für die Förderung danken. Nicht zuletzt danken wir auch den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels-, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht sowie Rechtstheorie und der Juniorprofessur für osteuropäisches Recht des Fachbereichs Rechtswissenschaft der Freien Universität Berlin für den engagierten Einsatz über die gesamte Projektlaufzeit hinweg. Sie haben den reibungslosen Ablauf der Veranstaltung und die Herausgabe dieses Bandes erst möglich gemacht.

Alle Beiträge wurden für die Veröffentlichung aktualisiert. Die aus dem Russischen übersetzten Beiträge befinden sich auf dem Stand von Anfang 2013. Die anderen Beiträge befinden sich auf dem Stand von Anfang 2014.

Berlin, im Dezember 2013

Gregor Bachmann/Burkhard Breig

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Abkürzungsverzeichnis .....	IX
<i>Gregor Bachmann</i> Globale Finanzmarktregulierung als Herausforderung des Rechts. Zu Strukturen und Problemen transnationaler Wirtschaftsrechtsetzung ..	1
<i>Elizaveta B. Lauts</i> Aktuelle Fragen der Finanzmarktregulierung im Lichte des Beitritts Russlands zur Welthandelsorganisation .....	29
<i>Dirk Zetzsche</i> Drittstaaten im Europäischen Bank- und Finanzdienstleistungsrecht ....	47
<i>Svetlana A. Karelina</i> Die Besonderheiten der Durchführung von Maßnahmen zur Vorbeugung der Insolvenz von Kreditorganisationen .....	141
<i>Franz C. Mayer und Christian Heidfeld</i> Die Vergemeinschaftung von Staatsschulden und das Recht. Eurobonds und Schuldentilgungsfonds unter verfassungs- und europarechtlichen Gesichtspunkten .....	155
<i>Dmitrij I. Dedov</i> Manipulation des Wertpapiermarktes .....	169
<i>Miriam Parmentier</i> Aktuelle Entwicklungen im deutschen und im europäischen Recht gegen Marktmissbrauch anhand des Schlüsselbegriffs der Insiderinformation .....	175

*Natalia V. Ilyutchenko*

Haftung für Finanzstraftaten: Aktuelle Entwicklung der Gesetzgebung .....	193
Autorenverzeichnis .....	199
Sachregister .....	201

# Globale Finanzmarktregulierung als Herausforderung des Rechts

## Zu Strukturen und Problemen transnationaler Wirtschaftsrechtsetzung

*Gregor Bachmann\**

### *Inhaltsübersicht*

I.	<i>Einleitung</i> .....	1
II.	<i>Internationale Standardsetzung: Mittel und Akteure</i> .....	2
	1. <i>Völkerrechtlicher Vertrag</i> .....	2
	2. <i>Standards internationaler Gremien und Organisationen</i> .....	3
	3. <i>Die Sonderrolle der Europäischen Union (EU)</i> .....	10
III.	<i>Probleme der Finanzmarktregulierung und alternative Lösungen</i> .....	11
	1. <i>Probleme</i> .....	11
	2. <i>Alternative Lösungen</i> .....	15
	3. <i>Konsequenz: Lernprozesse notwendig</i> .....	20
IV.	<i>Exemplarische Themen</i> .....	22
	1. <i>Vergütungsregeln</i> .....	22
	2. <i>Restrukturierung</i> .....	24
	3. <i>Regulierung des Derivatehandels</i> .....	26
V.	<i>Zusammenfassung</i> .....	26

## I. Einleitung

„Globale Märkte brauchen globale Regeln“ – wer wollte das bestreiten?<sup>1</sup> Nicht erst die Finanzkrise hat gezeigt, dass die Finanzmärkte einer internationalen Regulierung bedürfen. Die Gründe dafür liegen offen zu Tage. Auf der einen Seite ist der nationale Regelgeber aufgrund seiner begrenzten Regelsetzungs-

---

\* Erweiterte und um Fußnoten ergänzte Fassung meines Einführungsreferats vom 26. April 2012. Die Nachweise streben keine Vollständigkeit an.

<sup>1</sup> Zitat des Satzes etwa bei *Issing/Bluhm*, Anforderungen an eine neue Ordnung der Finanzmärkte, in: Hopt/Wohlmannstetter, Handbuch Corporate Governance von Banken, 2011, S. 77, 90.

kompetenzen (Territorialitätsprinzip) nicht in der Lage, global agierende Finanzunternehmen vollständig seinem Zugriff zu unterwerfen, auf der anderen Seite sind die Märkte so stark verflochten, dass unkoordinierte Eingriffe an einer Stelle unweigerlich zu Verwerfungen andernorts führen. Begünstigt wird diese Lage durch den Umstand, dass Kapital bekanntlich ein „scheues Reh“ ist, d.h. sich dem Zugriff missliebiger Regulierung schnell und leicht durch Flucht in andere Märkte und Jurisdiktionen entzieht.

So einsichtig dies alles ist, so schwer ist es, rechtlich dagegen zu halten. Denn einen Weltstaat, der durch seine Organe einheitliches Recht aufzustellen und durchzusetzen in der Lage wäre, gibt es nicht und wird es auf absehbare Zeit auch nicht geben. Dennoch fehlt es nicht an einem internationalen Regelsetzungsrahmen, der freilich nicht so leicht zu überschauen ist. Anliegen dieses einführenden Beitrags ist es daher, Mittel und Akteure globaler Finanzmarktregulierung etwas aufzuhellen.<sup>2</sup> Dazu ist zunächst die Vielfalt der Akteure und ihrer Instrumente zu beschreiben (unten II.). Anschließend ist der Blick auf mögliche Alternativen zu richten (unten III.). Am Ende steht die Erkenntnis, dass tragfähige Lösungen nur durch wechselseitige Lernprozesse zu erzielen sind.

## II. Internationale Standardsetzung: Mittel und Akteure

Unter den anerkannten Rechtsquellen des Völkerrechts spielen das Gewohnheitsrecht und die allgemeinen Rechtsgrundsätze bei der Finanzmarktregulierung keine Rolle. Nicht viel besser steht es um völkerrechtliche Verträge (unten 1.). Das besondere Augenmerk gilt daher den Rechtsakten internationaler Organisationen (unten 2.), unter denen die Europäische Union (EU) eine Sonderrolle einnimmt (unten 3.).

### 1. Völkerrechtlicher Vertrag

Klassisches Instrument internationaler Regelsetzung ist der völkerrechtliche Vertrag. Ob und wie dieser in nationales Recht transformiert werden muss, ist eine dogmatische Streitfrage, die hier nicht interessiert.<sup>3</sup> Entscheidend ist, dass durch die verbindliche Einigung souveräner Staaten ein Einheitsstandard entsteht, der ein verlässliches „level playing field“ für die Akteure schafft, und der auch auf Durchsetzung durch die nationalen Behörden und Gerichte rechnen darf.<sup>4</sup> Insofern bietet sich der völkerrechtliche Vertrag für die internationale Re-

<sup>2</sup> S. dazu auch *Nowrot*, Normative Ordnungsstruktur und private Wirkungsmacht, 2006, S. 139 ff.

<sup>3</sup> Dazu statt aller *Stein/von Buttlar*, Völkerrecht, 13. Auflage 2012, Rn. 173 ff.

<sup>4</sup> Ein gelungenes Beispiel ist der internationale Anti-Doping-Kodex (WADA-Code), der durch ein UNESCO-Übereinkommen in den Rang von Völkerrecht gehoben wurde, s. nä-

gulierung durchaus an. Doch warum spielt er im Bereich der Finanzmarktgesetzgebung kaum eine Rolle?

Die Antwort lautet, dass die Einigung auf einen verbindlichen Standard, der womöglich auch noch die hochtechnischen Details vorgibt, in sensiblen Bereichen auf zwischenstaatlicher Ebene schlicht nicht gelingt.<sup>5</sup> Ohne Zwischenschaltung besonderer Organe, in denen Experten sachnah und flexibel agieren können, erweist sich das Instrument des völkerrechtlichen Vertrages im internationalen Kontext als ebenso unhandlich wie im nationalen Kontext das parlamentarische Gesetz.<sup>6</sup> Seine Bedeutung im Wirtschaftsrecht liegt denn auch eher darin, supranationale Agenturen zu kreieren, die ihrerseits den Finanzmarkt zähmen sollen.

## 2. Standards internationaler Gremien und Organisationen

Überstaatliche Gremien wie IWF oder Baseler Ausschuss stehen häufig in der öffentlichen Kritik. Bemängelt wird z.T. der Inhalt ihrer Standards, z.T. ihre schwache Legitimation. Dabei werden die Rahmenbedingungen, unter denen diese und andere Standardsetzer agieren, nicht immer hinreichend gewürdigt. Inwieweit sie überhaupt dazu in der Lage sind, für eine gerechte Finanzmarktarchitektur zu sorgen, bleibt meist unerörtert. Die Frage verdient daher hier genauere Aufmerksamkeit.

### a) Resolutionen und soft law

Die Leistungsfähigkeit internationaler Organisationen hängt entscheidend von den Handlungsformen ab, die ihnen zur Verfügung stehen. Deren Wirkung entscheidet einerseits darüber, inwieweit der betreffenden Organisation die nötige Effektivität zur Regulierung des Finanzmarktes eignet, andererseits, in welchem Umfang sie dafür der demokratischen Legitimation bedarf.

Traditionell setzen internationale Organisationen Standards, indem sie entsprechende Beschlüsse (Resolutionen) fassen. Verbindlich sind diese aber allenfalls für ihre eigenen Organe, nicht hingegen für die Mitgliedstaaten oder für Dritte.<sup>7</sup> Zur globalen Rechtsetzung bedienen sich internationale Organisatio-

---

her *Adolphsen*, in: Bumke/Röthel, Privates Recht, 2012, S. 93, 101 f.; *Schmidt*, Internationale Dopingbekämpfung, 2009, S. 50 ff.

<sup>5</sup> Eingehend *van Aaken*, Transnationales Kooperationsrecht nationaler Aufsichtsbehörden als Antwort auf die Herausforderung globalisierter Finanzmärkte, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Hrsg.), Internationales Verwaltungsrecht, 2007, S. 219, 222 ff.; speziell zum Derivatemarkt auch *Lehmann*, Recht der Finanzinstrumente, 2011, S. 300, 309.

<sup>6</sup> Vgl. *Windbichler*, Bindungswirkung von Standards im Bereich Corporate Governance, in: Th. Möllers (Hrsg.), Geltung und Faktizität von Standards, 2009, S. 19, 33.

<sup>7</sup> Zu den Resolutionen der UN nur *Hobe*, Einführung in das Völkerrecht, 9. Aufl. 2008, S. 202 ff.; zum Beschluss als Rechtsakt der EU s. Art. 288 Abs. 4 AEUV und dazu *Ruffert*, in: Calliess/Ruffert (Hrsg.), EUV – AEUV, 4. Aufl. 2012, Art. 288 Rn. 85 ff.

nen daher regelmäßig des sog. *soft law*. Mit dem unscharfen Begriff meint man Standards guten Verhaltens, die in erster Linie persuasiv wirken wollen.<sup>8</sup> Diese richten sich z.T. an Staaten, wie etwa die bekannten Baseler Bankenstandards, z.T. aber auch an Privatpersonen, namentlich an multinationale Unternehmen. Bekannte Beispiele aus dem Bereich der Wirtschaft sind die Arbeits- und Sozialstandards der internationalen Arbeitsorganisation (ILO), der sog. *Global Compact* der Vereinten Nationen oder die OECD-Leitsätze für multinationale Unternehmen.<sup>9</sup> Jüngeren Datums und für den Finanzmarkt relevanter sind die *Principles for Responsible Investment* (PRI) der UN.

Wegen ihrer Unverbindlichkeit sind Standards in zweifacher Hinsicht bedingt. Zum einen sind sie darauf angelegt, im einhelligen Konsens beschlossen zu werden, um ihre moralische Durchschlagskraft zu erhöhen. Zum anderen sind sie darauf angewiesen, von den Adressaten durch verbindlichen Rechtsakt (Gesetz, Satzung etc.) umgesetzt zu werden. Dieses doppelte Bedingtheit hat einen zweifachen Verwässerungseffekt zur Folge: Einmal tragen schon die Inhalte der Standards Kompromisscharakter, zum anderen werden sie nicht immer voll oder unverändert umgesetzt. Dieser Umstand trägt maßgeblich dazu bei, dass es trotz großer Anstrengungen und immer wiederkehrender Krisen nicht gelungen ist, ein universelles Finanzregime zu schaffen.

#### b) Die herkömmlichen Standardsetzer

Die Zahl internationaler Organisationen und ihrer Zusammenschlüsse wächst und ist selbst mit Hilfe des Internets nur noch schwer überschaubar.<sup>10</sup> Informelle Gruppen, die den Begriffsrahmen der internationalen Organisation sprengen, treten hinzu. Ohne Anspruch auf Vollständigkeit werden hier einige wichtige Gremien, die man teilweise unter die Sammelbezeichnung *International Financial Regulatory Organizations* (IFROs) fasst, kurz vorgestellt. Ausgeblendet bleiben aus Raumgründen Organisationen aus dem Bereich der Versicherungsaufsicht, der Rechnungslegung sowie der Geldwäschebekämpfung.<sup>11</sup>

<sup>8</sup> Vgl. nur *Hobe* (Fn. 7), S. 205 ff.; näher und mit differenzierter Analyse *Windbichler* (Fn. 6), S. 19, 25 ff.; monografisch *Arndt*, *Sinn und Unsinn von Soft Law*, 2011.

<sup>9</sup> Statt aller *Stein/von Buttlar* (Fn. 3), Rn. 491.

<sup>10</sup> Einen guten Überblick verschafft hier wie auch sonst wikipedia. Auf einen Nachweis der leicht zu findenden Artikel zu den nachgenannten Organisationen wird hier aus Platzgründen verzichtet.

<sup>11</sup> Zu nennen sind u.a. die Internationale Vereinigung für Versicherungsaufsicht (IAIS), der Internationale Rechnungslegungsstandard Ausschuss (IASB) sowie die Financial Action Task Force on Money Laundering.

## aa) G8 und G20

Zu beginnen ist mit Gruppierungen, bei denen es sich nicht um internationale Organisationen im völkerrechtlichen Sinne handelt. Prominenteste unter ihnen ist die sog. Gruppe der Acht (G8), in der sich sechs westliche Industrienationen (Deutschland, USA, UK, Kanada, Frankreich, Italien), Japan sowie – seit 1998 – Russland zusammengetan haben, um sich in unterschiedlichen Konsultationsforen über Fragen von globalem Belang auszutauschen und abzustimmen. Ursprünglich mit Blick auf Währungsschwankungen und Ölkrise gegründet, nimmt die Gruppe heute Sachfragen aus allen Bereichen der Politik in den Blick.

Zu den G8 ist seit 1999 als wichtiges weiteres Gremium die Gruppe der 20 (G20) getreten, welche neben den G8-Mitgliedern (einschließlich Russlands) die weiteren BRIC-Staaten (neben Russland: Brasilien, Indien und China) sowie andere Schwellenländer umfasst. Die G20, die inzwischen 40 Arbeitsgruppen eingerichtet hat, aber noch über kein dauerhaftes Sekretariat verfügt, spielt deshalb eine besondere Rolle, weil sie sich u.a. der Finanzmarktregulierung angenommen hat und dazu stärkeren Einfluss auf den sog. Baseler Ausschuss nimmt, auf den ich noch näher zu sprechen komme.<sup>12</sup> Als eine Art ständigen Arbeitsausschuss haben die G20 dazu den sog. *Financial Stability Board* gegründet, der damit in die Rolle einer kleinen Weltfinanzmarktaufsicht schlüpft. Auch hierauf wird noch näher einzugehen sein.

## bb) IWF und Weltbank

Der Internationale Währungsfonds (IWF) ist eine Sonderorganisation der Vereinten Nationen, dem ursprünglich die Rolle zufiel, das System der stabilen Wechselkurse von Bretton-Woods (1944) zu verwalten.<sup>13</sup> Nach dessen Preisgabe im Jahr 1973 kommt dem IWF ebenso wie der mit ihm verwandten Weltbank heute vornehmlich die Aufgabe zu, Kredite an Mitgliedstaaten zu vergeben. Dem IWF gehören mit 187 Mitgliedern beinahe alle UN-Staaten (derzeit 193) an, doch richtet sich das Stimmengewicht nicht nach Köpfen, sondern nach Kapitalanteilen, was den reichen Industriestaaten die Kontrolle sichert. Deswegen und wegen des mit der Kreditvergabe einhergehenden Zwangs, den heimischen Markt für Importe zu öffnen und zu liberalisieren („*Washington Konsens*“), sind IWF und Weltbank stark in die Kritik geraten.<sup>14</sup> Die unmittelbare Regulierung der Finanzmarktakteure ist nicht Sache von IWF und Weltbank, doch wirken sie durch Auflagen an Kreditnehmer indi-

---

<sup>12</sup> Vgl. nur *Guericke*, Regulierungsinitiativen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht in Reaktion auf die Subprime-Krise und die Finanzmarktkrise – Basel III, in: Hopt/Wohlmannstetter (Fn. 1), S. 281 ff.

<sup>13</sup> Hierzu und zum Folgenden *Stein/von Buttlar* (Fn. 3), Rn. 476 ff.

<sup>14</sup> Exemplarisch und mit zahlreichen Beispielen *Grefe/Greffrath/Schumann*, Attac – Was wollen die Globalisierungskritiker?, 2002, S. 27 ff.; *Lafontaine*, Die Wut wächst, 2002, S. 175 ff.

rekt auf deren Finanzpolitik ein und erheben ihre Stimme zudem in anderen internationalen Gremien.

#### cc) UNCITRAL

Ebenfalls zur UN-Familie gehörend, aber weniger im Kreuzfeuer der Kritik stehend, ist die UN-Kommission für internationales Handelsrecht (*United Nations Commission on International Trade Law* – UNCITRAL). Das Mandat der 1966 gegründeten und heute aus sechzig Mitgliedstaaten bestehenden Organisation beschränkt sich auf eine Harmonisierung des privaten Handelsrechts. Zu diesem Zweck hat UNCITRAL verschiedene, z.T. recht erfolgreiche Modellgesetze entwickelt, insbesondere zum Schiedsrecht, zum internationalen Warenkauf (CISG), zum Transportrecht und zum Zahlungs- und Wertpapierrecht. Bei der Erstellung von Entwürfen bezieht UNCITRAL neben Experten und Vertretern von Staaten auch zwischenstaatliche Einrichtungen und Nichtregierungsorganisationen ein. Im Bereich der Finanzmarktregulierung hat sich UNCITRAL bislang nicht hervor getan.

#### dd) OECD

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (*Organisation for Economic Cooperation and Development*, OECD) besteht seit 1961 und vereint heute 30 Staaten aus dem Bereich der sog. *high income countries*.<sup>15</sup> Ihr Auftrag ist es, durch die wirtschaftliche Zusammenarbeit ihrer Mitglieder sowie den Dialog mit anderen Ländern und Nichtregierungsorganisationen einen Beitrag zur Entwicklung der Weltwirtschaft zu leisten. Wiewohl die OECD keine Normsetzungsgewalt besitzt, ist ihr persuasiver Einfluss nicht zu unterschätzen. Durch sogenannte Ländervergleiche motiviert sie etwa Mitgliedstaaten dazu, innenpolitische Anstrengungen z.B. im Bereich der Bildungspolitik zu unternehmen, um nicht zu den „Schlusslichtern“ der Entwicklung zu gehören. Ob dies immer zu sinnvollen Ergebnissen führt, steht auf einem anderen Blatt.<sup>16</sup>

Während die an multinationale Unternehmen adressierten Verhaltensleitätze einen gewissen Bekanntheitsgrad erlangt haben, wurde die Rolle, welche die OECD im Bereich der Kapitalmarktregulierung spielt, bislang kaum beleuchtet. Erwähnung verdienen hier insbesondere die Corporate-Governance-Grundsätze, die sich nicht an die Unternehmen selbst, sondern an die nationalen Gesetzgeber richten. Die OECD hat die Finanzkrise genutzt, um

<sup>15</sup> Hierzu und zum Folgenden nur *Stein/von Buttlar* (Fn. 3), Rn. 452 ff.

<sup>16</sup> So suggerieren die OECD-Studien seit Jahren einen angeblich niedrigen Akademikerstand in Deutschland, ohne dabei die Besonderheiten des deutschen Bildungssystems zu berücksichtigen. Auch die bekannten PISA-Studien sind nicht über jeden Zweifel erhaben.

diese Grundsätze weiter zu vermarkten.<sup>17</sup> Resonanz hat sie dabei u.a. bei der EU-Kommission gefunden, deren Vorschläge z.T. von den OECD-Standards inspiriert sind.<sup>18</sup> Dies ist nicht unproblematisch, weil die OECD-Grundsätze am angelsächsischen Board-Modell orientiert sind und deshalb nur bedingt für solche Länder taugen, die traditionell über ein entwickeltes, aber anders akzentuiertes Corporate Governance Muster verfügen.

ee) Baseler Ausschuss (BCBS)

Im Rampenlicht der internationalen Bankenregulierung steht der 1974 von den G10-Notenbankgouverneuren<sup>19</sup> errichtete *Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht* (*Basel Committee on Banking Supervision*, BCBS). Er ist bei der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) loziert, stellt im Unterschied zu dieser aber keine internationale Organisation i.e.S. dar.<sup>20</sup> Der Baseler Ausschuss verantwortet die nach ihm benannten Baseler Grundsätze, welche Leitlinien für die Eigenkapitalunterlegung von Kreditinstituten enthalten. Wiewohl diese Standards kein bindendes Recht sind, wird erwartet, dass die Mitglieder sie in nationales Recht umsetzen und zumindest für ihre international agierenden Institute verbindlich werden lassen.<sup>21</sup> Die Standards wurden erstmals im Jahr 1988 als sog. Baseler Akkord (Basel I) veröffentlicht und nach einer mehrjährigen Überarbeitung im Jahr 2006 als neues Regelwerk (Basel II) verabschiedet. Nach der Finanzkrise erfolgte eine erneute Anpassung, die 2010 in den dritten Baseler Akkord (Basel III) mündete.<sup>22</sup>

Die Baseler Grundsätze liefern ein gutes Beispiel für die Schwierigkeiten der internationalen Finanzmarktregulierung, denn sie demonstrieren anschaulich die Hürden der Konsensfindung, Legitimation und Umsetzung. Erleichtert wurde die Konsensfindung ursprünglich durch den vergleichsweise kleinen

<sup>17</sup> Vgl. OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis*, 2010; OECD, *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, 2009; *Kirkpatrick*, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, 2009.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu den Aktionsplan: *Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagiertere Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen* v. 12.12.2012, COM(2012) 740 final. Zu den vorangegangenen Grünbüchern *Bachmann*, WM 2011, 1301 ff.

<sup>19</sup> Die G10 wurden 1962 mit dem Ziel gegründet, dem IWF zusätzliche Geldmittel zur Verfügung zu stellen. Sie umfassen neben den (ehemaligen) G7-Mitgliedern die Länder Belgien, Niederlande, Schweden, Schweiz.

<sup>20</sup> *Emmenegger*, *The Basel Committee on Banking Supervision – A secretive Club of Giants?*, in: R. Grote et al. (Hrsg.), *The Regulation of International Financial Markets – Perspectives for Reform*, 2006, S. 224, 226, 233 ff.; *dies.*, *Grundsätze guter Unternehmensführung von Banken aus Sicht des Basler Ausschusses und der FINMA*, in: *Hopt/Wohlmannstetter* (Fn. 1), S. 405 ff. Eingehend *Macht*, *Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht und Basel II – Bankenregulierung auf einem internationalen level playing field*, 2007.

<sup>21</sup> *Guericke* (Fn. 12), S. 281, 282.

<sup>22</sup> Detailliert zum Inhalt *Guericke* (Fn. 11), S. 288 ff.

Kreis der beteiligten Länder sowie den Umstand, dass die Grundsätze nicht in einem schwerfälligen Rechtsetzungsverfahren, sondern „am runden Tisch“ der von den jeweiligen Regierungen entsandten Experten festgelegt wurden. Dies trug dazu bei, dass die Grundsätze von vielen, wenn auch nicht von allen Staaten umgesetzt wurden, bewirkte aber auch, dass ihre Legitimation zunehmend Zweifel provozierte.<sup>23</sup> Die Legitimationsbasis ist durch die Ausweitung der Repräsentanz auf 43 Institutionen aus 27 Ländern inzwischen erweitert worden. Dies hat die Konsensfindung erschwert, ohne die demokratischen Zweifel verstummen zu lassen.

Besondere Probleme bereitet die Umsetzung. Während einige Staaten hier weit vorangeschritten sind, hinken andere noch hinterher. Früh umgesetzt und zum Teil sogar überboten wurden die neuen Standards etwa in der Schweiz. Verständlicherweise stößt man sich dort daran, dass andere Länder mehr als zwei Jahre nach dem Basel-III-Akkord noch nicht soweit sind.<sup>24</sup> Zu den Nachzüglern gehört die EU, welche die Grundsätze, wie zuvor schon den Basel-II-Akkord, in Richtlinienform gießt. Dies hat den Vorteil, dass die Standards dann weitgehend einheitlich in Europa gelten. Nachteilig ist, dass die Konsensfindung innerhalb der EU die Schwierigkeiten auf Baseler Ebene dupliziert.<sup>25</sup> Betrübtlich für die erstrebenswerte Harmonisierung ist ferner, dass die USA die Einführung der Standards auf unbestimmte Zeit verschoben haben. Dort steht man ebenso wie in einigen Schwellenländern vor der Herkulesaufgabe, zeitgleich die Basel-II- und die Basel-III-Grundsätze implementieren zu müssen. Mit der VR China ist immerhin ein „player“ dabei, der die pünktliche Umsetzung signalisiert hat.<sup>26</sup>

#### ff) IOSCO

Weniger bekannt als der Baseler Ausschuss, aber ebenfalls bedeutsam ist die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (*International Organization of Securities Commissions*, IOSCO), in welcher sich Behörden von mehr als 100 Ländern untereinander abstimmen.<sup>27</sup> Auch hier handelt es sich, dem Namen zum Trotz, nicht um eine „echte“ internationale Organi-

<sup>23</sup> Vgl. nur *Ch. Calliess*, Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtsetzung, VVDStRL 71 (2012), 113, 132 ff.; *Höfling*, Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, in: DJT (Hrsg.), Gutachten F für den 68. Deutschen Juristentag, 2010, F 38.

<sup>24</sup> Nach den Worten des Direktionspräsidenten bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) *Thomas Jordan* ist dies „höchst bedauerlich“, s. Börsenzeitung v. 23.11.2012, S. 4.

<sup>25</sup> Der Baseler Ausschuss hat die Umsetzungsdefizite der EU in ungewöhnlich scharfer Form kritisiert, s. Börsenzeitung v. 2.10.2012.

<sup>26</sup> Vgl. Börsenzeitung vom 23.11.2012, S. 3.

<sup>27</sup> Internetauftritt: [www.iosco.org](http://www.iosco.org). Aus der Literatur z.B. *Möllers*, ZaöRV 65 (2005), 351, 359 ff.; *B. Rost*, Die Herausbildung transnationalen Wirtschaftsrechts auf dem Gebiet der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte, 2007, S. 136 ff.

sation im völkerrechtlichen Sinn. Aus dem deutschsprachigen Raum sind in der IOSCO die BaFin (Deutschland), die FMA (Österreich) und die FINMA (Schweiz) vertreten. Auch die russische Finanzaufsicht FFMS (Федеральная служба по финансовым рынкам) ist repräsentiert. IOSCO koordiniert ihre Arbeit mit dem Baseler Ausschuss und der Internationalen Vereinigung für Versicherungsaufsicht im sog. Gemeinsamen Forum (*Joint Forum*). Bedeutsam sind ihre Grundsätze zur Regulierung von Wertpapiermärkten, die sich u.a. in den einschlägigen EU-Rechtsakten widerspiegeln.

### c) Das Financial Stability Board (FSB)

Neben die bereits etablierten Institutionen ist als Antwort auf die Finanzkrise das ebenfalls in Basel angesiedelte *Financial Stability Board (FSB)* getreten. Ob die Abkürzung glücklich gewählt ist, mag man aus russischer Sicht bezweifeln.<sup>28</sup> Dessen ungeachtet hat sich das 2009 geschaffene FSB, welches mittlerweile 73 (!) Arbeitsbereiche umfasst, heute zum Nervenzentrum der internationalen Finanzmarktregulierung entwickelt. Seine Besonderheit besteht darin, dass im FSB neben den 24 wichtigsten Industrienationen die oben erwähnten Organisationen (IWF, Weltbank, BIZ, BCBS, OECD, IOSCO und weitere) sowie die EU repräsentiert sind. Die wichtigsten Mitgliedstaaten werden zudem nicht nur durch ihre Regierung in Gestalt der Finanzministerien, sondern auch durch die jeweilige Zentralbank und ihre oberste Finanzaufsichtsbehörde vertreten.<sup>29</sup>

Grundlage des FSB ist eine 2009 von den G20-Staaten getroffene, unverbindliche völkerrechtliche Vereinbarung in Gestalt einer Charta, die 2012 erneuert wurde. Sie steckt die Ziele und die Organisation des FSB ab, welches aus dem 1999 von den G7 etablierten Financial Stability Forum (FSF) hervorgegangen ist und diesem eine festere Struktur gibt.<sup>30</sup> Eine wesentliche Aufgabe des FSB besteht darin, die Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung zu optimieren und die Arbeit der vorhandenen internationalen Standardsetzer zu koordinieren.<sup>31</sup> Zu diesem Zweck hat das FSB deren wichtigste Standards identifiziert und wirbt für ihre globale Akzeptanz. Eigene Standards kann das FSB setzen, wenn dafür ein Bedarf erkennbar wird, den die Regeln der anderen Organisationen nicht abdecken.<sup>32</sup>

<sup>28</sup> Im Russischen steht die Abkürzung FSB für den Föderalen Sicherheitsdienst (Федеральная служба безопасности), den Nachfolger des sowjetischen KGB.

<sup>29</sup> Dies gilt etwa für Deutschland, Russland, UK und USA.

<sup>30</sup> Zum FSF etwa *Rost* (Fn. 27), S. 196 ff.

<sup>31</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 1 und Abs. 2 der Charta vom Juni 2012.

<sup>32</sup> Vgl. Art. 2 Abs. 3 der Charta: „The FSB should, as needed to address regulatory gaps that pose risk to financial stability, develop or coordinate development of standards and principles, in collaboration with the SSBs [Standard Setting Bodies] and others, as warranted, in

### 3. Die Sonderrolle der Europäische Union (EU)

Eine besondere Rolle nimmt die Europäische Union (EU) ein. Bei ihr handelt es sich um eine (echte) internationale Organisation, allerdings um eine solche, die mit besonderen Rechtsetzungsorganen und -kompetenzen ausgestattet ist und sich dadurch deutlich von anderen, eher losen Staatenverbindungen unterscheidet.<sup>33</sup> Grundlagen für eine unionsweite Finanzmarktregulierung enthalten die sie konstituierenden Rechtsakte jedoch allenfalls in Bruchstücken. So gehört zu den im dritten Teil des AEUV aufgelisteten Politiken zwar die Wirtschafts- und Währungspolitik (Titel VIII, Art. 119–144 AEUV). Ausdrückliche Kompetenzen zur Finanzmarktgesetzgebung sind dort aber nicht enthalten. Lediglich Art. 127 Abs. 6 AEUV gestattet die Übertragung von „besonderen Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute“ auf die Europäische Zentralbank (EZB). Ob davon auch die Übertragung zentraler Felder der Bankenaufsicht auf die EZB („Bankenunion“) erfasst wird, ist umstritten.<sup>34</sup>

Ist eine solche Übertragung auf die EZB erfolgt, kann man sich als Annexkompetenz auch die Befugnis zur Regulierung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen selbst vorstellen. Die zentralen Rechtsakte der EU im Rahmen der Finanz- und Kapitalmarktgesetzgebung sind aber nicht auf Art. 127 AEUV, sondern auf die allgemeine Rechtsangleichungskompetenz gem. Art. 114 AEUV gestützt.<sup>35</sup> Dies betrifft etwa die Rating-Verordnung, die Marktmissbrauchsverordnung, das Leerverkaufsverbot oder die Eigenmittelrichtlinien (CRD). Drittstaaten unterliegen naturgemäß nicht der Rechtsetzungsgewalt der EU, doch besteht – wie im Falle der Schweiz – z.T. ein faktischer Anreiz, sich an den europarechtlichen Vorgaben zu orientieren. Im Übrigen treffen die Rechtsakte regelmäßig eigene Aussagen zum Umgang mit Drittstaaten.<sup>36</sup>

Eine immer größere Rolle im europäischen Finanzmarktrecht spielen untergesetzliche Rechtsakte. Im Rahmen des sog. Lamfalussy-Verfahrens, das sich als Weiterentwicklung des Komitologieverfahrens darstellt, erfolgt dabei eine abgestufte Rechtsetzung, bei der nur noch die Grundaussagen von den eigentlichen Legislativgremien (Rat und Parlament) getroffen werden, während die Detailregelungen (Ausführungs- und Durchführungsrechtsakte) von der Kommission im Zusammenwirken mit Expertenausschüssen und den europäischen

---

areas which do not fall within the functional domain of another international standard setting body, or on issues that have cross-sectoral implications.“

<sup>33</sup> Statt vieler *Stein/von Buttlar* (Fn. 3), Rn. 436a.

<sup>34</sup> Vgl. dazu *Häde*, in: *Calliess/Ruffert* (Hrsg.), *EUV/AEUV*, Art. 127 AEUV Rn. 56 m.w.N.; stark kritisch *van Roosebeke*, *Die EZB ist die falsche Adresse für eine EU-Bankenaufsicht*, *Börsenzeitung* Nr. 232 v. 30.11.2012, S. 5.

<sup>35</sup> Überblick bei *Veil*, in: *ders.* (Hrsg.), *Europäisches Kapitalmarktrecht*, 2011, § 2 Rn. 1 ff.

<sup>36</sup> Vgl. dazu näher das Referat von *Zetzsche* (in diesem Band), S. 47 ff.

Finanzaufsichtsbehörden (EBA, ESMA, EIOPA) erlassen werden.<sup>37</sup> Der Inhalt der Detailregelungen ist dabei oftmals von den Experten und Aufsichtsbehörden bestimmt und wird von der Kommission nur noch „abgesegnet“.<sup>38</sup> Rechtlich unverbindliche Leitlinien können die Aufsichtsgremien sogar aus eigenem Antrieb und ohne besondere Grundlage verlautbaren.<sup>39</sup>

Obwohl der Lissabonner Vertrag mit Art. 290 AEUV und Art. 291 Abs. 2–4 AEUV eine ausdrückliche Grundlage für die exekutive Rechtsetzung schafft und dieser gewisse, dem deutschen Art. 80 GG ähnliche Schranken setzt, begegnet die Literatur ihr doch z.T. mit Skepsis. Zwar erkennt man an, dass die Einbringung von Expertenwissen sowie die Beschleunigung und Flexibilisierung in einem technischen und durch ständigen Wandel geprägten Gebiet wie dem Finanzmarktrecht unabdingbar sind.<sup>40</sup> Im selben Atemzug wird aber die abnehmende demokratische Legitimation mit Sorge gesehen. Beklagt wird zudem, dass der zunehmende Umfang und die Detailtiefe der europäischen Regeln keinen Raum mehr für die wissenschaftlich-dogmatische Durchdringung des Rechts lassen.<sup>41</sup> Weil Dogmatik die innere Stimmigkeit des Rechts herstellt, kann man auch darin eine Legitimationseinbuße sehen.

### III. Probleme der Finanzmarktregulierung und alternative Lösungen

Die Vielfalt der skizzierten Akteure, von denen keiner mit dem Anspruch auf globale Verbindlichkeit auftreten kann, kreierte Probleme. Diese sind nun genauer zu diagnostizieren, bevor der Blick auf mögliche Lösungsansätze geworfen werden kann.

#### 1. Probleme

##### a) Kompromisszwang und Umsetzungsschwäche

Ein Standardproblem jedweder kollektiven Regelsetzung ist der Zwang zur Kompromissfindung. Genau genommen stellt sich dieses nicht erst im internationalen Kontext, sondern schon auf nationaler Ebene, wenn in Parteien, Ko-

<sup>37</sup> Näher dazu *H.C. Röhl*, in: Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle (Hrsg.), *Grundlagen des Verwaltungsrechts*, Band II, 2. Aufl. 2012, § 30 Rn. 70 ff.; *Veil* (Fn. 35), § 2 Rn. 22 ff.; *Weber-Rey/Baltzer*, in: Hopt/Wohlmannstetter (Fn. 1), *Verlautbarungen der EU und der BaFin zur internen Governance von Banken*, S. 431, 439 ff.

<sup>38</sup> Vgl. *Walla*, in: *Veil* (Fn. 35), § 6 Rn. 57 ff.

<sup>39</sup> Vgl. z.B. Art. 16 ESMA-VO. Allerdings dürfen die Delegationsvoraussetzungen des Art. 290 AEUV nicht durch den Gebrauch derartiger Leitlinien unterlaufen werden, s. *Ruffert*, in: *Calliess/Ruffert* (Fn. 7), Art. 290 Rn. 1 a.E.

<sup>40</sup> *Veil* (Fn. 35), § 2 Rn. 44.

<sup>41</sup> Vgl. *Mülbert*, *ZHR* 176 (2012), S. 369, 377 ff.

litionen und Parlamenten um Lösungen gerungen wird, die nicht für jedermann offen zutage liegen. Selbst in vergleichsweise technischen Bereichen, die der naturwissenschaftlichen oder ökonomischen – und damit rationalen – Analyse gut zugänglich sind, gibt es stets mehrere Regulierungsansätze, die sich manchmal nur in der Intensität oder in der Kombination des Mitteleinsatzes unterscheiden, bisweilen aber auch konträr gegeneinander stehen. So sehr man sich daher insbesondere nach gravierenden Krisen einig ist, dass „etwas getan“ werden muss, und so rasch man sich möglicherweise auf einen Grundkonsens einigt, so sehr verlaufen Regulierungsbemühungen dann doch im Sande, weil die politische Einigung auf einen konkreten Standard oder dessen uniforme Durchsetzung nicht gelingt.

Bei der Finanzmarktregulierung ist dies nicht anders. In den Worten eines ehemaligen EZB-Direktors:

„Obwohl in wichtigen Punkten ein internationaler Konsens erzielt werden konnte, lässt die Umsetzung der dafür erforderlichen Maßnahmen noch sehr zu wünschen übrig. Dies liegt nicht zuletzt an der Schwierigkeit der Materie. Alleine am Beispiel von höheren und umfassenderen Eigenkapitalvorschriften offenbart sich die Komplexität, Reformvorhaben, über die im Prinzip Einigkeit besteht, international umzusetzen.“<sup>42</sup>

Die naheliegende Antwort besteht darin, diejenigen Elemente, die der Einigung oder Umsetzung im Wege stehen, zu eliminieren. Genau dies geschieht in der internationalen Regulierung. Durch Verlagerung der Standardsetzung in exekutive und/oder exklusive Expertenforen wird der Kreis der Entscheider so verdichtet, dass blockierende Elemente ausfallen. Den politischen Spitzen bleibt der Grundkonsens überlassen, der auf abstrakter Ebene schneller zu finden ist. Geleitet in das Gewand des bloß faktisch Verbindlichen („*soft law*“), fällt die Einigung auf einen gemeinsamen Standard nochmals leichter. So gesehen erreicht die internationale Finanzmarktregulierung zumindest in Teilbereichen das, was aus globaler Sicht wichtig ist: Die Etablierung universeller Regeln. Wenn gleichwohl „weiße Flecken“ auf der Regulierungslandkarte verbleiben, weil Dissens nicht immer überwunden werden kann, ist dies im System ein hinzunehmender Schönheitsfehler.

#### b) Konzeptualisierungsschwächen

Gelingt es den internationalen Standardsetzern also durchaus, am globalen Regulierungsteppich zu weben, bereitet dessen begriffliche Erfassung Kopfzerbrechen. Wie schon gesehen, fügen sich weder die Standardsetzer noch ihre Regelwerke in den tradierten Kanon des Staats- und Völkerrechts ein. Diese – nicht neue – Erkenntnis hat eine Vielzahl von Unternehmungen auf den Plan gerufen, das Phänomen verbal begreifbar zu machen. Großer Beliebtheit erfreuen sich

---

<sup>42</sup> *Issing/Bluhm* (Fn. 1).

dabei Vokabeln wie „transnational“, „Netzwerk“ und „Governance“, die, einzeln oder kombiniert, die Erkenntnis ausdrücken wollen, dass das herkömmliche Verständnis staatlich-souveräner Rechtsetzung auf die Standardsetzung durch die oben beschriebenen Akteure nicht passt.<sup>43</sup>

An diesen und ähnlichen Beschreibungen überzeugt, dass sie die Realität einer Ordnung, in der die überkommenen Dichotomien (öffentliches Recht – Privatrecht; verbindliches Recht – unverbindliche Regel etc.) verschwimmen und die klassischen Akteure ihre Konturen verlieren, besser reflektiert als herkömmliche Kategorien. Dies ändert aber nichts daran, dass es sich um bloße *Beschreibungen* handelt, welche die Sachprobleme – namentlich die Frage nach der Legitimation der Normsetzer – weder lösen noch wegdefinieren können.<sup>44</sup> Wer Rechtswissenschaft nicht lediglich als beschreibende Wissenschaft versteht und Dogmatik nicht auf Begriffsbildung reduziert, kann hier nicht stehen bleiben. Die Frage, die gestellt werden muss, lautet, wie die Rechtsetzungs- und Rezeptionsverfahren gestaltet sein müssen, um den hervor gebrachten Standards das Attribut der Legitimität zusprechen zu können. Damit gelangen wir zum letzten und zentralen Kritikpunkt.

### c) Legitimationsdefizit

Die Legitimationsdefizite supranationaler Standardbildung sind oft beklagt worden. Hintergrund der Klage ist die klassische Vorstellung der im demokratischen Prozess nationalstaatlicher Prägung verwirklichten Volkssouveränität, bei der die am Ende stehende Norm durch eine ununterbrochene Legitimationskette mit dem Souverän, der Summe der Normunterworfenen, verbunden ist.<sup>45</sup> Diese idealisierte Form demokratischer Rechtsetzung, die schon im nationalen Kontext manche Trübung erfährt, spiegelt sicherlich nicht die Realitäten der Normsetzung in „transnationalen Netzwerken“ wider. Doch wie soll dem erkannten Legitimationsdefizit abgeholfen werden?

Verschiedene Antworten sind denkbar: Die erste lautet: „Gar nicht!“. Vertreter dieser abstinenten Sichtweise vertrauen darauf, dass sich legitimierende Strukturen auf Dauer von selbst heraus bilden werden, weil die handelnden Akteure einem Legitimationsdruck ausgesetzt sind, der teils von den Staaten, teils von den Betroffenen ausgeht. Die Akteure werden daher von sich aus faire Strukturen etablieren (müssen). Dieser Ansatz einer „spontanen“ Ord-

<sup>43</sup> Guter Überblick bei Rost (Fn. 27), S. 42 ff., 68 ff.; ferner Nowrot (Fn. 2), S. 641 ff., 658 ff. Zum rechtstheoretischen Hintergrund Hanschmann, in: Buckel/Christensen/Fischer-Lescano (Hrsg.), *Neue Theorien des Rechts*, 2. Aufl. 2009, S. 375 ff.

<sup>44</sup> Ch. Möllers, *ZaöRV* 65 (2005), 351, 382; sinnverwandt Bachmann, *Private Ordnung*, 2006, S. 43 f.

<sup>45</sup> Zu diesen sowie anderen Legitimationskonzepten eingehend A. Peters, *Elemente einer Theorie der Verfassung Europas*, 2001, S. 645 ff.; Schliesky, *Souveränität und Legitimität von Herrschaftsgewalt*, 2004, S. 230 ff., 588 ff.

nung kann auf die Erfolge der sog. *lex mercatoria* verweisen, d.h. einer ausgeglichenen transnationalen Handelsrechtsordnung, die ohne äußere Vorgaben entstanden ist. *Lex mercatoria* wird denn auch oft als Vorbild für andere grenzüberschreitende Regelungsbereiche (Technik, Sport, Internet u.a.) herangezogen.<sup>46</sup> Mit den künstlich geschaffenen, hochkomplexen Regulierungsstandards internationaler Gremien lassen sich diese, aus der Schiedspraxis heraus erwachsenen Handelsusancen aber allenfalls lose vergleichen. Der überwiegende Teil der Literatur schielt daher nach anderen Lösungen.

Die zweite Antwort sieht ebenfalls keinen Handlungsbedarf, allerdings aus anderen Gründen. Sie verweist darauf, dass „soft law“ internationaler Gremien erst dadurch Verbindlichkeit erlangt, dass es von den gesetzgebenden Instanzen staatlicher und überstaatlicher Körperschaften in eigenes Recht inkorporiert wird.<sup>47</sup> Erst der jeweilige Inkorporationsakt werfe die Legitimationsfrage auf, die dann nach den für diesen Rechtsakt (z.B. parlamentarisches Gesetz) geltenden Anforderungen zu lösen sei. Werde der Standard von den Adressaten freiwillig befolgt, bestehe aus verfassungsrechtlicher Sicht kein Legitimationsproblem. Und in der Tat: Die Baseler Eigenkapitalvorgaben müssen von deutschen Banken erst dann befolgt werden, wenn sie von der EU in entsprechende Richtlinien transformiert und diese in nationales Recht (z.B. KWG) umgesetzt wurden. Weil sowohl die Eigenkapitalrichtlinien als auch das KWG demokratisch legitimiert sind, löst sich die Legitimationsfrage damit scheinbar in Luft auf.

Die wohl überwiegende Meinung in Deutschland begnügt sich mit dieser einfachen Antwort nicht. Sie attestiert den internationalen Standards ein handfestes Demokratiedefizit und plädiert – mit divergierender Bezeichnung und unterschiedlichen Akzenten – dafür, schon den internationalen Normbildungsprozess selbst zu demokratisieren. So soll etwa die Mitwirkung nationaler Behördenvertreter einer klaren und hinreichenden Ermächtigung durch parlamentarisches Gesetz bedürfen, sollen die internationalen Gremien selbst auf eine verlässliche völkerrechtliche Grundlage gestellt werden und soll deren Verfahren transparent und beteiligungsoffen gestaltet sein.<sup>48</sup> Für diesen An-

<sup>46</sup> Aus der überreichen Literatur zuletzt nur *Zumbansen*, Die Lehren der Lex Mercatoria: Notizen zur Emergenz und Methodologie privater Normsetzung in der Globalisierung, in: Bumke/Röthel (Fn. 4), S. 135 ff.

<sup>47</sup> Hierzu und zum Folgenden *O. Lepsius*, Standardsetzung und Legitimation, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Fn. 5), S. 345, 363 ff.

<sup>48</sup> Vgl. (exemplarisch und mit Unterschieden im Einzelnen) *Becker*, Staatlich-private Rechtsetzung in globalisierten Finanzmärkten, ZG 2009, 123, 137 f.; *Ch. Calliess* (Fn. 22), 113, 132 ff.; *Höfling*, Finanzmarktregulierung – Welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor?, Gutachten F für den 68. DJT 2010, F 39 f.; *Nowrot* (Fn. 2), S. 626 ff.; *C. Möllers*, ZaöRV 65 (2005), 351, 384 f. („Völkerverwaltungsrecht“); *H.C. Röbl*, Internationale Standardsetzung, in: Möllers/Voßkuhle/Walter (Fn. 5), S. 319, 339 f.; *B. Rost* (Fn. 27), S. 214 ff.; *van Aaken* (Fn. 5), S. 219, 249 ff. Siehe auch *Wheat-*

satz spricht, dass die nachträgliche nationalstaatliche Legitimation internationaler Standards, auf welche die zuvor genannte Sicht setzt, in aller Regel zu spät kommt, denn „die Pflöcke werden auf internationaler Ebene eingeschlagen“, und die Rolle des nationalen Parlaments beschränkt sich meist darauf, den international schon festgezurrten Standard zu ausprobieren.<sup>49</sup>

Ist der Ansatz einer Demokratisierung der internationalen Gremien daher durchaus zu begrüßen, darf er doch nicht übertrieben werden. Wollte man es deutschen Behördenvertretern aufgrund mangelnder Legitimationskette etwa versagen, ihren Sachverstand in die Beratungen des BCBS einzubringen, wäre deutschen Interessen am Ende noch weniger gedient.<sup>50</sup> Ebenso wäre es kontraproduktiv, müsste der gesamte Normierungsprozess vom demokratischen Gesetzgeber komplett nachvollzogen oder mit all den Schwerfälligkeiten belastet werden, die nationaler Gesetzgebung anhaften. Denn dadurch gäbe man eben diejenigen Vorzüge preis, welche die internationalen Gremien überhaupt erst handlungsfähig machen.<sup>51</sup> Endlich ist daran zu erinnern, dass „Demokratisierung“ der Expertenherrschaft höhere Weihen verschafft, was den Befolungsdruck erhöhen und die klare Trennung der Verantwortlichkeiten gefährden könnte.<sup>52</sup>

Will man den Anspruch demokratischer Legitimation im Bereich der globalen Standardsetzung nicht aufgeben, muss das Demokratiekonzept daher *nolens volens* um sog. *output-Modelle* ergänzt werden, welche nicht allein auf die Rückbindung an den *demos* schauen, sondern auch die Leistungsfähigkeit des Normsetzungsapparats für den Bürger in den Blick nehmen.<sup>53</sup>

## 2. Alternative Lösungen

Wer in Alternativen denkt, muss neben klassischen, am Bild der nationalen Demokratie ausgerichteten Legitimationsstrategien auch andere Arrangements in den Blick nehmen. Diese lassen das Vorhandene möglicherweise als schlechte,

---

ley, in: Peters/Koechlin/Förster/Zinkernagel (eds.), *Non-State Actors as Standard Setters*, 2009, 215 ff.

<sup>49</sup> *van Aaken* (Fn. 5), S. 219, 250 f.; *Ohler*, ebd., S. 259, 274 spricht von „normativer Unfreiheit“ der Abgeordneten.

<sup>50</sup> *Bachmann*, *Finanzmarktregulierung*, in: *Verhandlungen des 68. Deutschen Juristentages*, Band II/1, P 13, P 15.

<sup>51</sup> Skeptisch daher auch *Ohler* (Fn. 49), S. 269 ff.; *Becker*, *ZG* 2009, 123, 136.

<sup>52</sup> Dies besorgend *O. Lepsius* (Fn. 47), S. 370, 372: „Die Nachahmung von demokratischen Legitimationsverfahren bei der Standardsetzung ist nicht wünschenswert, weil sie die klare rechtsförmliche Zurechnung (...) erschwert, ohne einen legitimatorischen Gewinn zu erzielen. Das Legitimationsproblem einer diffusen Handlungsform wird nämlich nicht behoben, indem zusätzliche Legitimationsverhältnisse geschaffen werden, die notgedrungen hinter denjenigen des geltenden Rechts zurückbleiben müssen.“

<sup>53</sup> Vgl. *Nowrot* (Fn. 2), S. 628 ff. m.w.N. Vertiefend *Peters* (Fn. 45), S. 579; *Schliesky* (Fn. 45), S. 601 ff.

## Sachregister

- Ad-hoc-Mitteilung 177, 188
- Ad-hoc-Publizität 176, 182
- Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht 179 ff., 187 ff.
- AIFM 106
- Äquivalenzprinzip 62, 93, 107, 112, 114, 118, 129, 132
- Aufsicht 75 ff., 84, 85, 115, 118
- Aufsichtsbehörde 169, 173, 174
- Auswirkungsprinzip 109, 114, 117, 135
  
- BaFin 9, 22
- Bail-out Verbot 157 f., 164 ff.
- Bank 29–31, 33–37, 39, 40, 42–45
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 7,9
- Bankdienstleistung 29, 31, 33, 42–44
- Bankentestament („Living Will“) 24
- Bankenunion 10
- Basel III 7, 8, 14, 51
- Baseler Ausschuss (BCBS) 7, 15
- Brasilien 23
- Bretton-Woods 5
- BRIC-Staaten 5, 23
- Brückenbank 25
- Budgetrecht 160 ff.
  
- CISG 6
- Clearing-Pflicht 115
- Compliance-Funktion 105
- Convenants 16
- Corporate Governance-Grundsätze 6
- CRD IV 51, 103, 107, 126, 131
- Crisis Management 123
  
- Demokratieprinzip 13 ff., 21, 160 ff.
- Derivate 25
- Derivateverordnung (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) 26
  
- Dienstleistungsfreiheit 64, 72
- Directors’ Dealing 177, 188
- Drittstaaten 52
- Drittstaatenbezug 67
- Drittstaatenregelungen 70, 73, 127
  
- EBA 11, 59
- EFSF 164 f.
- Eigenmittelrichtlinien (CRD) 10
- EIOPA 11
- ESA 59, 86
- ESM 164
- ESMA 11, 59, 112, 114, 118, 131, 132
- Euro-Bonds 155 ff.
  - Blue Bonds 156, 161
  - klassische Eurobonds 156
- Europäische Zentralbank (EZB) 10
- Europäischer Binnenmarkt 54
- Europäischer Pass 120, 137, 138, 139
- Externalitäten 56
  
- Financial Stability Board (FSB) 5, 9, 21 f., 24, 26 f.
- Financial Stability Forum (FSF) 9, 22
- Finanzdienstleistung 29, 30, 37–40
- finanzielle Sanierung 141, 144, 147, 150–152
- Finanzinstrument 170–173
- Finanzintermediär 48, 74
- Finanzkrise 33, 35–37
- Finanzmarkt 29–33, 38–40
- Finanzmarktakteure 169, 170
- Finanzmarkttrichtlinie (auch MiFiD) 50, 59, 106, 125
- FINMA 9
- FMA 9
  
- G10 7
- G20 5, 22, 26

- G7 24  
 G8 5  
 GATS 68, 92, 119, 128  
 Gegenparteien und Transaktionsregister 50, 115  
 „Geltl“-Urteil 182 ff., 185  
 Gemeinsames Forum (Joint Forum) 9  
 Gesellschaftsrecht 16  
 Gläubiger 142, 143, 145, 152  
 Global Compact 4  
 Gold plating 60  
 Governance 13  
  
 Haushaltspolitik 158  
 Hedgefonds 19  
  
 ILO 4  
 Insiderhandel 175 ff.  
 Insiderinformationen 169, 170  
 Insiderrichtlinie (1989) 176, 179, 192  
 Insolvenz 141–145, 147–154  
 Insolvenzrecht 25  
 Intermediärsregulierung 99, 110  
 International Financial Regulatory Organizations (IFROs) 4  
 IOSCO 8,9, 26  
 ISDA-Rahmenvertrag 25  
 IWF 5, 9, 16, 20, 24  
  
 Justiziabilität 136  
  
 Kapitalverkehrsfreiheit 63  
 kommissarisch 141, 144, 147, 151–153  
 Kontrolle 170, 173  
 Kreditinstitut 30, 31, 33–36  
 KreditO-InsG 142, 147–152, 154  
 Kurserheblichkeit 179, 182 f.  
  
 Lamfalussy-Verfahren 10  
 Leerverkaufsverbot 10, 19, 26  
 Legitimation 13 ff.  
 Level playing field 2, 18  
 Lex mercatoria 14  
 Lissabonner Vertrag 11  
  
 Markteffizienz 54, 60  
 Marktmanipulation 169–173, 177, 182, 188  
 Marktmissbrauch 50, 175 ff., 185 ff., 190 ff.  
 Marktmissbrauchsrecht 176 f., 188 f., 192  
 Marktmissbrauchsrichtlinie (2003) 177, 182  
 Marktmissbrauchsrichtlinie-Durchführungsrichtlinie 2003/124/EG 179, 186  
 Marktzugangsregelungen 62, 128  
 Maximalharmonisierung 59, 107, 139  
 Meistbegünstigung 68, 92, 128, 139  
 MiFiD II 106  
 Mindestharmonisierung 17 f.  
 Mindeststandards 57, 61, 128, 134, 139  
  
 Netzwerk 13  
 Niederlassungsfreiheit 64, 71  
  
 OECD 4, 6, 9  
  
 Pfadabhängigkeiten 21, 23  
 Preismanipulation 169, 170, 173  
 Principles for Responsible Investment (PRI) 4  
 Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung 157, 164 ff.  
 probability-magnitude-Formel 186  
 Prospektrichtlinie 50, 96  
  
 Race-to-the-bottom 18, 56, 128  
 Rating-Agenturen (auch CRAR) 50, 110, 132  
 Rating-Verordnung 10  
 Rechtsmarkt 16  
 Rechtswettbewerb 19  
 Referenzstaatzulassung 104  
 Regulatory choice 20  
 Regulatory undercutting 133  
 Regulierungsarbitrage 18  
 Regulierungswettbewerb 16  
 Resolution 3  
 Restrukturierung 24  
 Risikomanagement 120, 130  
 Risikosymmetrie 61, 129  
 Risikotransparenz 116  
  
 Schaden 194, 195, 198  
 Schuldentilgungsfonds 156, 163 f.

- Selbstbefreiung 180 ff., 187, 190 f.  
Selbstregulierung 19  
Selbstverpflichtungserklärung 22  
Sitzprinzip 134  
Soft law 3, 12, 14, 20, 23 f.  
Solvency II 76, 81, 123, 126, 131  
Stabilität 30, 33, 37, 41  
Standards 3  
Steuerstraftat 194  
Strafgesetz 193, 195, 196  
Straftat 193–197
- Territorialitätsprinzip 2  
Tit-for-Tat-Prinzip 131  
Totalharmonisierung 18  
Transaktion 169–171  
Transnationales Wirtschaftsrecht 13, 21, 23  
Transparenzrichtlinie 50, 98
- Übernehmerichtlinie 50  
Umwandlung 141, 143, 144, 147, 148, 152–154  
UNCITRAL 6, 21
- Verbot der Inländerdiskriminierung 72, 93, 128  
Vereinte Nationen 44  
Vergütungsregeln 22  
Verhandlungslösung 126  
Versicherung 29–33, 41, 43  
Vertragsänderungsverfahren 159, 164 f.  
Vertragsortprinzip 133  
Vertriebsregulierung 93, 133  
Völkerrecht 12, 14, 20, 66  
Vorfeld- Insiderinformation 183 ff.
- Washington Konsens 5  
Weltbank 5, 9, 16, 20  
Welthandelsorganisation s. WTO  
Weltstaat 2, 16 f.  
Wertpapier 29–33, 38, 39, 41, 42  
Wertpapiermarkt 169, 170, 173  
Wirtschaftskriminalität 193, 194, 197  
WTO 29, 37, 40–43, 71, 119
- Zahlungsunfähigkeit 141–145, 148, 149, 151–153  
Zinsspreads 156