



System – Risiko – Regulierung

Historische Perspektiven

Andreas Thier



Finanzmarktstabilität als perspektivischer Ausgangspunkt

- *Finanzmarktstabilität* nimmt mehrere miteinander verbundene Diskurse auf
 - *Stability of financial markets* als Referenzpunkt für die Bekämpfung von *systemic risks* (BIS 1996)
 - Möglicherweise in die gleiche Richtung auch schweizerische Gesetzgebung – vgl. Art. 5 II lit. e. NBG/Art. 1 II Finfrag-E: mit der *Stabilität des Finanzsystems*
- Leitbegriffe regulatorischer Ordnung damit insbesondere
 - *System* – bezogen auf Marktgeschehen und Finanzinstitutionen
 - *Stabilität* – Kontrolle von *Risiken* für das Finanzsystem



Finanzmarktstabilität als perspektivischer Ausgangspunkt (2)

- Verknüpfung
 - von *System* und *Risiko* zur regulatorischen Leitreferenz *systemisches Risiko* und umgekehrt *Stabilität des Finanzsystems*
 - als Produkt eines Zusammenwirkens mehrerer Diskurse und Regelungstraditionen
 - Evolution des Begriffs *System*
 - Diskurs über *Risiko* im Spannungsfeld zwischen Chance und Gefährdung
 - Wechselbeziehung zwischen Finanzkrise und *regulatorischem* Zugriff
- Entstehung und Entfaltung dieser Verknüpfungen
 - Produkt des ausgehenden 20. Jahrhunderts
 - Geprägt durch Kontinuitäten älterer Traditionen mit Wurzeln teilweise im späten Mittelalter



Übersicht

- I. Finanzstabilität als perspektivischer Ausgangspunkt
- II. Von der Ordnung des Wissens zur Deutung des Finanzmarktgefüges: Wandlungen des Systembegriffs
- III. Risiko und Spekulation: Wandelnde Bewertungen des Umgangs mit dem Ungewissen
- IV. Schlussbemerkung



Systembegriff: Ausgangspunkt

- τὸ σύστημα
 - In der griechischen Antike: Ein Ganzes aus Teilen/Gliedern als Ergebnis einer Zusammenstellung (σύντασις)
 - Neuzeitlicher Gebrauch im naturwissenschaftlichen Kontext als *systema mundi* (typisch Galilei, 1630: *Dialogo di Galileo Galilei sopra i due Massimi Sistemi del Mondo Tolemaico e Copernicano*)
 - Ausprägung des Systemsbegriffs als Kategorie der naturwissenschaftlichen Weltdeutung im 18. Jahrhundert in Biologie und Medizin:
 - Linné, 1707-1778, *System*, 1735: Zwar Gedanke von einem *systema plantarum naturale*, das aber stets auf die *constructio* (durch den Menschen) angewiesen bleibt
 - Medizin: *System der Gefäße* (Hufeland, 1762-1836, 1796) oder sogar *System von Gemütsbeschaffenheiten* (Lichtenberg, 1742-1799).



Systembegriff: System und Erkenntnis

- Jenseits der Naturwissenschaften ist *Systema* im 16. und 17. Jahrhundert in der Tendenz : Kennzeichnung für geordnete Darstellung eines Wissensgebietes – typisch Bartholomäus Keckermann, 1571/73 – 1608: *Systema logicae*
- Seit Leibniz, 1646-1716
 - Konzeptionen von System nicht als Darstellungsmodus, sondern als einem Aussagenkomplex immanente Ordnung
 - In Kombination mit *demonstratio* bei Christian Wolff (1679-1754) wird System zum Ordnungsgefüge wahrer Aussagen
 - Ungeachtet fortschreitender Kritik (insbesondere durch Empirismus) weitere Verfestigung dieses Systemansatzes – etwa bei Kant, 1724-1804, in der Vorstellung vom System als *Einheit der mannigfaltigen Erkenntnisse unter einer Idee* (KrV, B, 860) – die durch die Vernunft selbst mitgeliefert wird.
 - Zentrale Bedeutung des Systems in der Wissenschaftstheorie Hegels, 1770-1831
 - Fortwirkung in die Rechtswissenschaft des 19. Jh.: Recht als *System, wodurch die einzelnen Rechtsbegriffe und Rechtsregeln zu einer Einheit verbunden werden* (Savigny, 1779-1861, System des römischen Rechts I, 1840).



Systembegriff: Gesellschaft und Staat

- Seit dem 17. Jh. System auch im Kontext von Gesellschaft und Staatlichkeit eingesetzt – in Abkehr von aristotelischer Soziallehre
- Wegbereiter dabei Thomas Hobbes, 1588-1679, im Leviathan, 1651
 - Systembegriff dabei wesentlich für die *Produktion* von Gesellschaft (im Gegensatz zur Evolution)
 - Unterscheidung zwischen *body politic* (geschaffen durch *sovereign power*) und *private systems* (geschaffen *by subjects amongst themselves* oder durch einen Fremden)
- System als Element gezielter sozialer und politischer Ordnungstiftung – und damit im Zeitalter des aufgeklärten Absolutismus regelrechte Inflation des Systems (u. a. auch *Finanzsystem* als hoheitlich begründete Einrichtung, etwa: Victor Tobias Ernst von Ernsthausen: *Abriss von einem Polizey- und Finanzsystem : besonders zum Gebrauch regierender Herren*, 1788)
- Kennzeichnend: Art. *Systematisches Leben* – als *diejenige Einrichtung der menschlichen Handlungen, in welcher allezeit der Grund der gegenwärtigen Taten in den vorhergehenden zu finden ist* (Zedler, Universallexikon, 1744).



Systembegriff: Gesellschaft und Staat

- Kontinuität dieser Systembegriffe ins 19. Jahrhundert hinein,
 - s. etwa Schmitthenner, 1796-1850: Staat als *innigst verbundenenes, in der Zeit bestehendes System* (Zwölf Bücher vom Staate, 1839)
 - Ungebrochene Anwendung auf alle Bereiche menschlich (nicht mehr nur hoheitlich) geschaffener Organisationsformen
 - Verkehrssystem
 - Kreditsystem
- Inflationärer Wortgebrauch führt sogar zu Ironisierungen wie bei Franz Grillparzer, 1791-1872



Systembegriff: Finanzsystem

- Bis tief ins 20. Jahrhundert hinein bleibt *Finanzsystem* regelmässig hoheitlich konnotiert
 - Gerloff: *Das Finanzsystem des deutschen Reiches*, 1912.
 - Wehrli: *Das Finanzsystem Zürichs gegen Ende des 18. Jahrhunderts*, 1943.
 - Paul: *Das kommunale Finanzsystem der Bundesrepublik Deutschland*, 1987.
- Wandel offenbar seit den späten achtziger Jahren
 - UN: *The international monetary system and financial markets: recent developments and the policy challenge*, 1985.
 - **Autor**: *Ordnungspolitische Leitlinien für ein funktionsfähiges Finanzsystem. Sondergutachten der Monopolkommission gemäss § 24 b Abs. 5 Satz 4 GWB*, 1998.
 - Friedland: *The law and structure of the international financial system: regulation in the United States, EEC, and Japan*, 1994.
 - [Sachverständigenrat]: *Das Deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern, Stabilität erhöhen: Expertise im Auftrag der Bundesregierung*, 2008 (mit einer Unterscheidung zwischen *Finanzsystem* und *Bankensystem*).
- Ergebnis: System vollends bei den Finanzmärkten angekommen – möglicherweise verstärkt infolge von Krisenerfahrungen (etwa Japan) – die Systemcharakter der Finanzmärkte annehmen lässt



Übersicht

- I. Finanzstabilität als perspektivischer Ausgangspunkt
- II. Von der Ordnung des Wissens zur Deutung des Finanzmarktgefüges: Wandlungen des Systembegriffs
- III. Risiko und Spekulation: Wandelnde Bewertungen des Umgangs mit dem Ungewissen
- IV. Schlussbemerkung



Ausgangspunkt: Zur Semantik

- Risiko stammt vermutlich
 - aus dem italienischen *riscio/risco*
 - Ableitung aus dem griechischen ρίζα (Klippe) – ριζεκόν (risicare – wohl: Klippen umsegeln)
 - (Unwahrscheinlich dagegen wohl *rizq/رزق* – arabisch: Lebensunterhalt)
- Verwendung im Seehandel des 14.-16. Jahrhunderts
 - Als Kennzeichnung für möglichen Schaden
 - Als Ausdruck für Rechengrösse für Ungewissheit eines zukünftigen Geschehen
 - Beispiel: *jener gaut uff unser rysigo* (1507)
 - Zusammenhang zwischen Durchsetzung der Geldwirtschaft und Risikobewertung in Form von Versicherungsprämie: Geld als Masseinheit für Risiko



Risiko und die Sinndimension Zeit

- Risiko als Deutungskategorie von Zeit und Geschichtlichkeit
 - Determinierte Zukunft, die im Extremfall keine Risiken birgt (so in einem Geschichtsbild, das geprägt ist von göttlichem Heilsplan – hier Raum allenfalls für kurzfristige Ungewissheit als *periculum*)
 - Offene – unbestimmt-kontingente – Zukunft lässt auch Raum für Risiko
 - Risiko damit als Ausdruck von temporalisierter Weltdeutung
 - Wahrscheinlichkeitstheorien als frühe epistemische Versuche der Risikobewältigung
 - Typisch Laplace, 1749-1827, 1816: *Wahrscheinlichkeit* bezogen auf *Furcht* oder *Hoffnung* (wobei als *Hoffnung* wiederum der Vorteil desjenigen gedeutet wird, der *einen Nutzen aus bestimmten Annahmen erwartet, die wahrscheinlich sind*).
- Intensivierung temporalisierter Deutung im 20. Jh. bei Luhmann, 1991: Risiko als Bindung von Zeit, *obwohl man die Zukunft nicht hinreichend kennen kann und zwar nicht einmal die Zukunft, die man durch die eigenen Entscheidungen erzeugt*.



Risiko und wirtschaftliches Handeln

- Risiko – wie gesehen – von Anfang mit wirtschaftlichem Handeln verbunden
- Bewertung solchen Risikohandelns seit etwa dem 18. Jahrhundert ambivalent
 - Wirtschaftliches Risikohandeln – bezeichnet als *Spekulation* – grundsätzlich erwünscht und bezeichnenderweise in Zusammenhang mit Idee des *Fortschritts* gebracht
 - Aber: Seit dem South Sea Bubble (1720) – Spekulationskrise – kontinuierliche Kritik an spekulativem Handeln an der Börse, insbesondere im Zusammenhang von Termin- und sog. *Zeitgeschäften*
 - Seit ausgehendem 19. Jahrhundert als Konsequenz: Diskussionen über Zugang zur Börse
 - Regulatorischer Zugriff aber erst seit Auftreten massiver Krisen mit Auswirkung auf Gesamtwirtschaft (1929)



Risiko und wirtschaftliches Handeln: Spekulation als volkswirtschaftlicher Nutzen

- Spekulation als gezieltes und rationales Risikohandeln bereits im Utilitarismus der schottischen Aufklärung positiv bewertet – typisch Adam Smith, 1723-1790 (*Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776):
 - *Sudden fortunes, indeed, are sometimes made in such places by what is called the trade of speculation.*
 - *The establishment of any new manufacture, of any new branch of commerce, or of any new practice in agriculture, is always a speculation, from which the projector promises himself extraordinary profits.*
- Positive Bewertung gerade zu Beginn des 19. Jh., typisch Samuel G. Meisner (1811) mit Aufteilung der Menschheit in *Speculanten* und lediglich Dahinvegetierende



Risiko und wirtschaftliches Handeln: Spekulation als volkswirtschaftliche Gefahr

- Spekulation *an der Börse* seit dem beginnenden 18. Jh. zum Teil mit ausgeprägt negativer Bewertung
- Wichtiger Ausgangspunkt wohl Erfahrung einer spekulativen Blase im Zusammenhang mit dem *South Sea Bubble* 1720
 - Entstehung einer hochspekulativen Blase für Aktien der *South Sea Company*
 - Getrieben durch gezielte Desinformation und massive Korruption
 - Zumindest kurzfristig schwere Belastung der britischen Finanzwirtschaft
- Bei der Aufarbeitung dieser Krise auch kritische Auseinandersetzung mit Spekulation
 - Spekulation *turns the stock and wealth of a nation out of its proper channels* (Cato's Letters 1720)
 - Gefährdung republikanischer Tugenden und Zuschreibung von Gier



Risiko und wirtschaftliches Handeln: Spekulation als volkswirtschaftliche Gefahr (2)

- Kontinuitäten solcher Wertungen im 19. Jh. und Übergang zur Unterscheidung zwischen erwünschtem und unerwünschtem Spekulieren
- Typisch etwa K. H. Rau, 1792-1870 (1826), mit Kritik an *Papierhandel, wenn er in solcher Leidenschaft, in solcher Ausdehnung geführt wird, wie das in neuerer Zeit geschieht*
 - Bindung von Kapital, das *in ihm ganz unproductiv angewendet* wird
 - Gierverdrängt Fleiss: *Das ungestüme Verlangen, plötzlich mit einem glücklichen Ereigniß reich zu werden, lähmt den beharrlichen und genügsamen Fleiß, der allein das Nützliche stiftet.*
- Im weiteren Lauf des 19. Jahrhunderts teilweise Tendenz zur sozialen Differenzierung beim Börsenzugang – etwa Max Weber, 1864-1920 (1896): *Die wirklich dem Terminhandel als solchem ganz allgemein zu machenden Vorwürfe führen fast alle auf die erleichterte Heranziehung urteilsunfähiger und vermögensloser Spekulanten zurück. Diese Erleichterung ist aber nur die Kehrseite der durch ihn bewirkten ‚Markterweiterung‘.*



Risiko und wirtschaftliches Handeln: Spekulation als volkswirtschaftliche Gefahr (3)

- Ansätze zum Ausschluss von Individualpersonen bleiben aber zunächst erfolglos – Börsentermingeschäfte akzeptiert als Ort notwendigen risikogeneigten Handelns, klassisch etwa Oliver W. Holmes jr. (1841-1935) im Jahr 1905 (198 U.S. 236 (1905)): *People will endeavor to forecast the future, and to make agreements according to their prophecy. Speculation of this kind by competent men is the self-adjustment of society to the probable. (...). It is true that the success of the strong induces imitation by the weak, and that incompetent persons bring themselves to ruin by undertaking to speculate in their turn. But legislatures and courts generally have recognized that the natural evolutions of a complex society are to be touched only with a very cautious hand (...)*



Risiko und wirtschaftliches Handeln: Spekulation als volkswirtschaftliche Gefahr (4)

- Regulatorische Konsequenzen bleiben vor diesem Hintergrund lange Zeit ebenfalls niederschwellig
- Typisch: Reaktion auf die Baring Bank Krise 1890
 - Baring Bank steht 1890 kurz vor dem Zusammenbruch
 - Rettung durch internationales Konsortium unter Führung der Bank of England
 - Krisenbeseitigung *ohne* regulatorische Folgen (etwa durch Begrenzung von Kredit-Engagements)
- Anders dagegen 1929/1933
 - Bankenkrach als Katalysator der Great Depression
 - Glass-Steagall-Act 1933 als eines von mehreren Instrumenten zur Krisenbekämpfung (Trennung von Bankengeschäften)



Von der Spekulation zum Systemrisiko

- Glass-Steagall-Act 1933 als fundamentaler Einschnitt in der Tradition von Risikobewertung: Verschiebung der Perspektive auf die Banken als Teilnehmern der Finanzmärkte
- Gleichwohl lange Zeit positive Bewertung von Spekulation in der Ökonomie
 - 1939: *Speculation and Economic Stability*. [The Review of Economic Studies](#) (Nicholas Kaldor)
 - Etwa 1971: *The larger the volume of speculative activity, the better the market* (Milton Friedman)
- Umgekehrt Entstehung mächtiger Narrative über *Manias, Panics and Crashes* (Kindleberger, 1978) mit Wurzeln bereits im 19. Jahrhundert – Tendenz zur Charakterisierung von Finanzkrisen als Ausnahmephänomene ohne Lerneffekte
- Grundlegende Änderung erst seit dem ausgehenden 20. und v. a. im 21. Jahrhundert:
 - Finanzmarktkrisen mehr als nur irrationales Risikoverhalten
 - Gefährdungen jenseits des menschlichen Faktors, sondern in den Institutionen selbst



Übersicht

- I. Finanzstabilität als perspektivischer Ausgangspunkt
- II. Von der Ordnung des Wissens zur Deutung des Finanzmarktgefüges: Wandlungen des Systembegriffs
- III. Risiko und Spekulation: Wandelnde Bewertungen des Umgangs mit dem Ungewissen
- IV. Schlussbemerkung



System – Risiko – Spekulation – Regulierung

- Finanzmarktregulierungen der Gegenwart
 - in der epistemischen Kontinuität von Systemvorstellungen seit dem 19. Jahrhunderts
 - Mit der Kontinuität einer tendenziell etwas breitgefächerten Erweiterung des Systembegriffs
 - Mit teilweiser Neuakzentuierungen bei der Bewertung von Risiko und Spekulation
 - Ambivalenz zwischen erwünschter und unerwünschter Spekulation bis in die Diskussionen über die Reichweite von Regulierung hinein greifbar – ideelle Kontinuitäten zu älterer Tradition
 - Ausweitung von Risiko-Referenzen auf Finanzmarkt und Finanzinstitutionen selbst schafft neue Qualität im Risiko-Diskurs
- Regulatorisches Leitbild *Finanzmarktstabilität* damit vielleicht nicht zuletzt auch Ausdruck für das endgültige Ende der Moderne und Einsetzen einer neuen Periode der Finanzgeschichte...



Besonders wichtige verwendete Literatur und Quellen

- FRIEDMAN, MILTON, The Need for Futures Markets in Currencies (1971), wieder abgedruckt in: Cato Journal 31/ (2011), 635-641.
- LUHMANN, NIKLAS, Soziologie des Risikos, 1991
- MARKHAM, JERRY W., Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation, New York: M. E. Sharpe Inc., 2013.
- PRIEMEL, KIM CHRISTIAN, Spekulation als Gegenstand historischer Forschung, in: Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte 54/2 (2013), 9-26
- RAU, KARL HEINRICH, Grundsätze der Volkswirtschaftslehre, Heidelberg: Universitätsbuchhandlung C. F. Winter, 1826 (=Lehrbuch der politischen Oekonomie, Bd. 1).
- Stäheli, Urs: Spektakuläre Spekulation, Frankfurt a. M.: Suhrkamp 2007.
- SCHULTE, ALOYS, Geschichte der Großen Ravensburger Handelsgesellschaft. 1380–1530, Stuttgart/Berlin: Deutsche Verlags-Anstalt, 1923, Bd. 3 (= Deutsche Handelsakten des Mittelalters und der Neuzeit, Bd. 3).
- WEBER, MAX, Die Börse (1894-1896), wieder abgedruckt in: ders., Gesamtausgabe I/5, hrsg. v. Knut Borchardt, Cornelia Meyer-Stoll, Tübingen: Mohr 1999, 135-174.