

Die Regulierung von Finanzmärkten

Wurden die richtigen Lehren aus der Krise gezogen und was bleibt zu tun?¹

Markus Caspers²

Auf einen Blick

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 sind der Finanzmarkt, die Finanzinstitute und ihre Geschäftstätigkeit in den Fokus der öffentlichen Debatte geraten. Rasch stellte sich die Frage, inwieweit eine fehlende, wenig schlagkräftige oder auch zu wenig international vernetzte staatliche Regulierung ihren Anteil an Art und Ausmaß der Finanzkrise hatte. Es lohnt sich daher, einen genaueren Blick auf die Finanzmarkt-Regulierung seit 2008 zu werfen. In verschiedenen Bereichen hat man inzwischen regulierende Maßnahmen ergriffen. Seit Beginn des Jahres gibt es ein neues europäisches Aufsichtsregime. Dennoch bleiben Fragen offen und es stellen sich insbesondere durch die aktuelle Staatsschuldenkrise neue Herausforderungen.

Beim G20-Treffen der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer im September 2009 in Pittsburgh (USA) herrschte nahezu Euphorie. Seit Beginn der Finanzkrise hatte man ihre Gründe analysiert und war überzeugt, nunmehr die richtigen Schlüsse daraus gezogen zu haben. Die Staats- und Regierungschefs sprachen sich für umfangreiche Veränderungen im Finanzbereich aus und proklamierten insgesamt 128 Übereinkünfte. Die Finanzmärkte bräuchten eine schärfere Regulierung, die Banken sollten künftig mehr Risikovorsorge leisten und falsche Anreizsysteme bei der Vergütung von Managern sollte es in Zukunft nicht mehr geben. Schließlich sollte sich der Finanzsektor substantiell an den Kosten beteiligen, die den Staaten durch die Krise entstanden sind. Die G20-Staaten etablierten sich als neue internationale wirtschaftspolitische Instanz. US-Präsident Obama formulierte die an sie gerichtete Hoffnung kurz und prägnant: „Wir haben die Weltwirtschaft vor dem Absturz bewahrt. [...] Unser Wirtschaftssystem wird sicherer sein als jenes, das vor einem Jahr versagte.“

Was ist aus Pittsburgh geworden?

Erweckten die ersten G20-Konferenzen in Anbetracht der Krise so etwas wie globale Entschlusskraft, so scheint dies nach zwei Jahren nahezu verfliegen

zu sein. Nicht nur, dass inzwischen viele Staaten mit einer Staatsschuldenkrise zu kämpfen haben und sich weitere und andere Probleme stellen. Die ursprünglich signalisierte Einigkeit ist oftmals nationalen Interessen gewichen. In der Tat muss man feststellen, dass manches Ziel (bisher) nicht erreicht wurde. Es wäre aber falsch zu behaupten, seit der Finanzkrise hätte es außer Konferenzen und Debatten keine konkreten Schritte gegeben.

Die den Steuerzahler teuer gekommene Bankenrettung ist Resultat des „too-big-to-fail“-Phänomens. Manche Finanzinstitute sind zu groß und systemisch zu relevant, als dass sie wie ein herkömmliches Unternehmen in Konkurs gehen können. Der volkswirtschaftliche Schaden ist nicht zu überblicken.

Mit dem Restrukturierungsgesetz³ ist Deutschland initiativ geworden und hat die geordnete Abwicklung von Banken nunmehr geregelt. In einem zweistufigen Verfahren können für Banken, die in Schieflage geraten sind, Sanierungs- und Reorganisationsmaßnahmen getroffen werden. Da diese Verfahren einen weitreichenden Eingriff in die Rechte von Gläubigern bedeuten können, wurde die Anwendung auf systemrelevante Banken beschränkt. Zusätzlich muss es sich um eine besonders schwerwiegende Krise handeln, die sich negativ auf die Stabilität des Finanzmarktsystems auswirken könnte. Die EU will diesem Beispiel folgen und bemüht sich noch in diesem Jahr um die Schaffung eines Rahmenwerks zum Krisenmanagement im Bankenbereich, das den gleichen Ansatz verfolgt.

Diese Verfahren reagieren jedoch nur auf vorübergehende (unternehmerische) Verfehlungen oder Verwerfungen des Marktes. Sie ändern am Problem der Größe und systemischen Relevanz nichts. Im Gegenteil halten die Konzentrationsprozesse in den Finanzmärkten weiterhin an. Deutsche und US-amerikanische Banken sind noch größer geworden. Die Deutsche Bank übernahm beispielsweise die Postbank, das Bankhaus Oppenheim und die BHF Bank. In den USA hat JPMorgan die Pleitebank Bear Stearns geschluckt. Galt manche Bank vor der Finanzkrise als zu groß, so sind manche jetzt noch größer, d. h. die too-big-to-fail-Problematik hat nichts von ihrer Brisanz verloren.

Regulierungsdschungel

Fast erscheint einem die Vielzahl der Ausschüsse, Gremien und Behörden als ein Dickicht, in dem sich eine effiziente Regulierung verliert. So agieren mit-, neben- oder auch womöglich gegeneinander:

- die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen;
- die Bundesbank, mit eher vager Aufsichtsrolle;
- die Zweckgesellschaft Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF);
- das seit Januar 2011 operierende europäische Finanzaufsichtssystem ESFS (European System of Financial Supervision) mit seinen Unterbehörden der Bankenaufsicht EBA (European Banking Authority), der Aufsicht für Versicherungen und betriebliche Altersversorgung EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority), sowie der Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde EMA (European Securities and Markets Authority);
- der Baseler Ausschuss (BCBS/Basel Committee on Banking Supervision), der sich um einheitliche Standards für die Bankenaufsicht bemüht;
- das Financial Stability Board (FSB), das als globales Gremium mit Vertretern von Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der G20-Staaten, Spanien und der Europäischen Kommission sowie dem Internationalen Währungsfonds und der Weltbank Themen von grundlegender systemischer Bedeutung für die Finanzstabilität erörtert;
- der seit Beginn des Jahres operierende Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB), eine neue europäische Behörde, die ihren Fokus auf die systemischen Risiken innerhalb des Finanzmarktes der EU legt und für Früherkennung, Prävention und Bekämpfung zuständig ist.

Zum Chor der Regulierer zählt auch das International Accounting Standards Board (IASB). Dies ist ein international besetztes unabhängiges Gremium von Rechnungslegungsexperten, das die International Financial Reporting Standards (IFRS) entwickelt, nach denen Jahresabschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen erstellt werden müssen.

Vor diesem Hintergrund sind Koordinierungsdefizite unverkennbar und es fragt sich, wie die Finanzinstitute in eine gewünschte Richtung gelenkt werden können, wenn in so unterschied-

lichen internationalen Gremien jeweils eigenständige Regelungen besprochen oder verabschiedet werden. Ein robuster Regulierungsrahmen ist damit kaum gegeben. Vielmehr besteht die Gefahr, dass sich die einzelnen Akteure in einem kaum überschaubaren „Fine-Tuning“ ihres jeweiligen Regulierungsfeldes verlieren. Die Bankenbranche konstatiert jedenfalls sicher nicht zu Unrecht, dass die Kumulation einzelner Regulierungen kaum mehr überschaubar in ihrer Wirkung ist.

Basel III und die Akzeptanz

Daraus resultiert das Problem der unterschiedlichen Akzeptanz einzelner Organe und Regelwerke.

Aktuell hat die Europäische Kommission am 20. Juli 2011 Vorschläge vorgelegt, die das Verhalten der in Europa tätigen Banken verändern sollen (Richtlinienvorschlag 2011/0203 (COD)). Die Kommission setzt damit Vorschläge des Baseler Ausschusses um, die dieser wiederum im Auftrag der G20 für verbesserte internationale Eigenkapital- und Liquiditätsstandards ausgearbeitet hat (Basel III). Die Kommission verfolgt das Ziel, dass Banken mehr Kapital von besserer Qualität vorhalten müssen, um künftige Schocks aus eigener Kraft bewältigen zu können. Die Finanzkrise hatte gezeigt, dass die Eigenkapitalausstattung der Kreditinstitute quantitativ wie qualitativ unzureichend war. Ein neuer Governance-Rahmen gibt den Aufsichtsbehörden neue Befugnisse, um Banken enger überwachen und mit etwaigen Sanktionen belegen zu können. Die Kommission hat sicher nicht Unrecht, wenn sie bei Veröffentlichung der Vorschläge betont, dass Europa damit eine Vorreiterrolle einnimmt. Die Regeln würden für über 8.000 Banken angewendet werden, die immerhin 53% der weltweiten Vermögenswerte auf sich vereinen. Ob die neuen Eigenkapitalquoten aber ausreichen, wird bereits kritisch hinterfragt.

Basel III ist ein Beispiel dafür, welcher Spagat bei der Regulierung unternommen werden muss. Veränderungswünsche – wie jüngst von den Deutschen Sparkassen vorgetragen – sind nicht immer nationale Egoismen. Derartige Regelwerke können in der Tat Gefahr laufen, den Besonderheiten und unter Umständen der durchaus erfolgreichen Tradition eines nationalen Bankwesens nicht gerecht zu werden, wie etwa dem bewährten deutschen Dreisäulen-Modell.⁴ Die

Notwendigkeit internationaler Koordination ist aber gleichfalls groß. Großbanken agieren global und nutzen regulatorische und steuerliche Arbitragemöglichkeiten aus. Insoweit braucht es eines engen, robusten, global wirkenden Rahmens.

Ob die USA, die trotz eigener Initiative nie die Basel II-Beschlüsse mit dem gleichen Nachdruck umgesetzt haben wie in Europa, nunmehr Basel III umsetzen werden, bleibt abzuwarten.

Beteiligung der Finanzbranche an den Kosten der Krise – Fehlanzeige

Hinsichtlich einer Beteiligung der Finanzbranche ist vom Geist von Pittsburgh kaum etwas übrig geblieben. Statt diese Versprechungen einzulösen, ist man wie die Bundesregierung lediglich dazu übergegangen, eine Vorsorge für die Zukunft zu treffen. Mit Verabschiedung des Restrukturierungsgesetzes und der dazugehörigen Verordnung wurde eine Bankenabgabe etabliert, deren jährliches Aufkommen indes so gering ist, dass es Jahrzehnte braucht, bis der daraus gespeiste Fonds über hinreichende Mittel verfügt, eine angeschlagene Bank zu retten.

Eine Besteuerung oder weitere Abgaben im Sinne einer Finanztransaktionssteuer haben sich bisher weder europäisch noch global durchsetzen können, selbst wenn es eine Reihe diesbezüglicher Bekundungen gab. Eine Finanztransaktionssteuer würde einen fiskalischen Effekt entfalten und hätte eine Lenkungswirkung. Unerwünschte Aktivitäten würden zurückgedrängt und Spekulationen beschränkt. Mit einem niedrigen Steuersatz kann man Transaktionen, bei denen mit hoher Frequenz Finanzprodukte gekauft und verkauft werden, treffen. Eine Finanztransaktionssteuer würde so zur Stabilisierung des Finanzmarktes beitragen.

Raten oder Rating

Auch an der Rolle der Ratingagenturen hat sich seit der Krise nicht viel geändert. Weiterhin dominieren die drei Agenturen Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch den Markt. Waren ihre falschen Bewertungen über unsichere amerikanische (Immobilien-)Papiere mit verantwortlich für die Finanzkrise, so sorgen ihre derzeitigen Urteile in der Staatsschuldenkrise für nahezu tägliche Aufregung und Turbulenzen an den Finanz-

märkten. Trotz einer neuen EU-Richtlinie scheint es erhebliche Defizite bei der Kontrolle und Haftung der Ratingagenturen zu geben. Die EU wird ihre erst jüngst verabschiedete Richtlinie nochmals überarbeiten.

Die Zweckmäßigkeit der Benotung von Ländern, die internationale Hilfen bekommen, muss hinterfragt werden. Schließlich wird der Ruf nach einer europäischen Ratingagentur größer. Die Umsetzung erscheint schwierig. Manche denken gar an die Bundesbank, manche an eine andere staatliche Agentur. Die Haftungsfrage bleibt – aber auch die Erkenntnis, dass der Staat und seine Steuerbürger derzeit immer haften. Letztlich haben auch die Politik und Zentralbanken ihren Anteil daran, welche Bedeutung die Ratings teilweise bekommen haben. So akzeptieren die Zentralbanken üblicherweise auch nur Staatsanleihen mit Bestnoten der Agenturen als Sicherheiten.

Ausblick: Neue Probleme und eine europäische Wirtschaftsregierung

Basel III, egal in welcher Form die neuen Regeln letztlich umgesetzt werden, wird das normale Bankgeschäft belasten. Dies ist hinnehmbar, sofern die Akteure besser in die Lage versetzt werden, von ihnen eingegangene Risiken auch schultern zu können. Aufzupassen ist aber bei den Abwanderungsbewegungen, die auch etablierte Finanzinstitute verfolgen, wenn sie wegen der geringeren Rendite in den Standardgeschäften in andere Bereiche ausweichen, die unreguliert sind. Es bedarf aber einheitlicher Spielregeln, also weitergehender Regulierung, sonst drohen neue Verwerfungen. Hedge-Fonds und Private Equity-Gesellschaften, deren Vermögen in die Billionen geschätzt wird, sind weitgehend unreguliert. Das muss in Angriff genommen werden.

Weniger die Finanzmarktkrise an sich als die ihr und oft direkt aus ihr folgende Staatsschuldenkrise ließen ferner Stimmen laut werden, dass es einen

„Fehler im System“ gebe. Es sei zwar wichtig gewesen, einen großen europäischen Binnenmarkt zu schaffen, eine gemeinsame Währung – was aber entscheidend fehlen würde, wäre quasi eine „EU-Wirtschaftsregierung“. Legt man die Definition von „Regierung“ zu Grunde, wonach neben dem Staatsoberhaupt die Regierung eine der höchsten Institutionen eines Staates darstellt und diesen lenkt, leitet und staatliche Politik nach innen und außen beaufsichtigt, so hat Europa sicherlich keine Wirtschaftsregierung. Mit Beginn des Jahres ist mit dem ESFS nur ein neues Aufsichtsregime mit drei europäischen Aufsichtsbehörden etabliert worden. Es gab Veränderungen bei der EU-Governance wie die Einführung eines europäischen Semesters, wodurch die nationalen Haushalte besser koordiniert werden sollen. Der Stabilitätspakt ist verschärft worden. Strafen sollen früher ausgesprochen werden, der jeweilige Schuldenstand eines Landes soll transparenter werden.

Aber diese Maßnahmen und jüngsten Regulierungs-Errungenschaften stellen keine Wirtschaftsregierung im eigentlichen Sinne dar. Sie sind allenfalls Aufsicht, aber eine Leitungs- und Lenkungsfunction haben sie nicht. Damit bleibt es bei einer Art Wettlauf zwischen Regulierung, Aufsicht und den dynamischen Finanzmärkten.

Das Resümee der Finanz- und Staatsschuldenkrise ist sicher, dass es einer engeren Koordinierung mit einem einfachen und durchsetzungsfähigen Regelwerk bedarf. Diese enge politische Koordinierung muss sich aber auch zur Aufgabe setzen, die Ursachen der innereuropäischen (sowie globalen) Ungleichgewichte anzugehen, etwa im Bereich der Lohnpolitik oder der Steuerpolitik – Wettbewerb in diesen Bereichen kennt keine Gewinner. Vermutlich braucht es auch einen europäischen Finanzminister, wenngleich dem bisher die Budgethoheit der Nationalstaaten entgegensteht. Die Regulierung und Steuerung von Wirtschaft und Finanzmärkten bleibt eine Daueraufgabe.

- 1 Diese Dokumentation geht zurück auf den gleichlautenden Workshop am 30. Juni 2011 in Berlin. Diese Veranstaltung wie auch die vorliegende Publikation wurden aus Mitteln der DKLB-Stiftung – Stiftung Deutsche Klassenlotterie Berlin – unterstützt.
- 2 Der Autor ist Rechtsanwalt, Büroleiter und wissenschaftlicher Mitarbeiter des MdB Manfred Zöllmer, Mitglied des Finanzausschusses und zuständiger Berichtersteller der SPD-Fraktion für Finanzmarktregulierung.
- 3 BGBl. 2010, Teil 1 Nr. 63, S. 1900, veröffentlicht am 14.12.2010.
- 4 In Europa einmalig ist das deutsche Modell, wonach sich drei Gruppen von Finanzinstituten den Bankmarkt quasi teilen: Privatbanken, Genossenschaftsinstitute und Sparkassen.