

Finanzmarktregulierung: Wie viel Ungleichheit kann die internationale Finanzwirtschaft verkraften?

Die Finanzkrise der Jahre 2008 folgende und die derzeitigen Turbulenzen haben mehr denn je deutlich gemacht, dass es einer klugen und wirkungsvollen Mindestregulierung der Finanzmärkte bedarf. Allein wie diese aussehen sollte, darüber scheiden sich die Geister. Und wie immer, wenn eine Debatte öffentlich geführt wird, mangelt es nicht an Polemik und an Irrtümern. Ein schönes Beispiel für Irrtümer (oder doch Polemik?) sind die laufenden Angriffe auf den „Neoliberalismus“ und dessen Auswüchse, die durch entschiedene Regulierung, vor allem durch den „Primat der Politik“ wieder eingebremst werden müssten.

Politisch geprägte Umdeutung

War denn nicht der „Neoliberalismus“, auch Ordo-Liberalismus genannt, die Antwort auf einen schrankenlosen und ungeordneten Kapitalismus? Freilich bedarf es hierzu historischen Wissens, denn es geht um die Überwindung des sogenannten Manchester-Liberalismus, die erste Hälfte des 20. Jahrhunderts, um Ökonomen wie Walter Eucken, Alfred Müller-Armack und andere, die den Grundstein für die Soziale Marktwirtschaft eines Ludwig Erhard gelegt haben. Hierzu zählt auch die Österreichische Schule mit Friedrich von Hayek und Ludwig von Mises. Erst in den sechziger Jahren begann eine (durchaus politisch geprägte) Umdeutung des Begriffes Neoliberalismus in eine Position, die soziale Sicherheit im Namen des ökonomischen Primats opfere. Neoliberalismus stellt heute eine Kampffparole¹⁾ dar. Typisch dafür ist die Wortwahl „Neoliberale Umregulierung“ von Christian Felber²⁾ von Attac, womit aus seiner Sicht nichts weniger als Kapitalverkehrsfreiheit und EU-Binnenmarkt gemeint sind.

Zurück zur Kernfrage: Finanzmarktregulierung! Gelingt es, gleiche Spielregeln für

alle zu schaffen, ein sogenanntes level playing field? Und weisen auch alle Marktteilnehmer, die in den Genuss einer Regulierung kommen sollen, die Voraussetzungen für gleiche Regulierung auf? Die folgenden skizzenhaften Überlegungen zeigen, dass es hier noch einige Probleme zu meistern gilt.

Alte Streitfrage: Universal- versus Trennbanksystem

Können verschiedene Banksysteme in der Regulierung gleich behandelt werden? In der Theorie kennt man nicht nur zwei verschiedene Finanzsysteme (bankbasiert versus kapitalmarktorientiert), sondern auch zwei unterschiedliche Banksysteme: Das Universalbanksystem und das Trennbanksystem.³⁾ Im Universalbanksystem ist es den Banken erlaubt, alle gesetzlich zuge-

lassenen Bankgeschäfte zu betreiben. Neben der Universalbank steht die Spezialbank, die sich auf ein oder einige wenige Bankgeschäfte beschränkt. In Deutschland und in Österreich herrscht das Universalbanksystem vor. Aktienbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind nach KWG/BWG konzessioniert, alle Bankgeschäfte zu betreiben.

Im Gegensatz dazu steht das Trennbanksystem, wie es in den USA nach der Bankenkrise der dreißiger Jahre eingeführt worden war. Ziel ist die Trennung in Commercial Banks, die das Einlagen- und Kreditgeschäft betreiben, und in Investment Banks, die sich dem Kapitalmarktgeschäft widmen. Diese durch den Glass-Steagall-Act 1933 herbeigeführte Trennung hat sich in den USA lange gehalten, bis sie in den achtziger Jahren sukzessive aufgeweicht und schließlich durch den Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act 1999 fast vollständig beseitigt wurde.⁴⁾

Derzeit ist in der US-Diskussion eine Tendenz zur Rückkehr zum Trennbanksystem zu beobachten. Erste Ansätze zeigen sich im Dodd-Frank-Act, der mit der sogenannten Volcker-Regel, einer de facto Trennung von Investmentaktivitäten und dem Kernbankengeschäft, das Ansteckungspotenzial zwischen den beiden Geschäftsfeldern verringern soll.⁵⁾

Sind Finanzmarktsysteme weltweit unterschiedlich, so sind sogar in einem begrenzten geografischen Raum wie Kontinentaleuropa die Systeme nur begrenzt vergleichbar. Die verbale Eingrenzung auf Kontinentaleuropa war kein Versehen, sondern durchaus gewollt, da Großbritannien fast immer eine konträre Position zu den meisten kontinentaleuropäischen Mitgliedstaaten einnimmt. Nun hat die Euro-

Prof. (FH) Mag. Otto Lucius, Lehrbeauftragter, Institut für Banken und Finanzierung der Universität Graz, und Geschäftsführer, Österreichische Bankwissenschaftliche Gesellschaft, Wien

Es ist aus Sicht des Autors durchaus ein ehrenwertes Ziel der Regulatoren, das viel diskutierte level playing field zu schaffen. Seine Bestandsaufnahme der Umsetzung diverser Maßnahmen lässt allerdings erhebliche Bedenken aufkommen, inwieweit das tatsächlich gelingen kann beziehungsweise überhaupt sinnvoll ist. Angefangen von den Vorschriften rund um Basel II und Basel III, denen er mangelnde Rücksichtnahme auf gewachsene Strukturen attestiert über den zweifelhaften Erfolg der MiFID-Umsetzung bis hin zu den Bemühungen um Kontrolle und Transparenz von Schattenbanken nährt er Zweifel an den Erfolgchancen vieler ergriffener Maßnahmen und plädiert im Zweifel für eine Regulierung mit Augenmaß. (Red.)

päische Kommission mit dem FSAP, dem Financial Services Action Plan, ein überaus ehrgeiziges Projekt zur Angleichung der Rechtsvorschriften im Finanzsektor gestartet und durchgezogen. Ob das Ziel eines europäischen Finanzbinnenmarktes erreicht wurde beziehungsweise wie sehr Gleichbehandlung erfolgte, soll im Folgenden kurz beleuchtet werden.

Beispiele für mögliche Ungleichbehandlungen

Die FSAP- und die Post-FSAP-Maßnahmen der Kommission haben zu einer ungeheuren Re-Regulierung geführt. Ob damit auch „better regulation“ erreicht werden konnte, bleibe dahingestellt. Anerkanntes Ziel der Akteure war es jedenfalls, ein level playing field für alle Finanzmarktakteure zu schaffen und die Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.

Das allgemeine Missverständnis um Basel II ff.: Eine der wichtigsten Regulierungsmaßnahmen im Bankenbereich ist die CRD, die Capital Requirements Directive. Diese fußt auf den Vorgaben des Basel Committee of Banking Supervisors zur Verbesserung des Baseler Akkords (Basel I), die allgemein als Basel II bekannt sind. Grundüberlegung war, die Eigenmittelunterlegung für Kreditvergaben, nach Basel I einheitlich mit 100 Prozent, zu differenzieren und von der Bonität des Schuldners abhängig zu machen.

So begrüßenswert diese Idee ist, so muss doch darauf verwiesen werden, dass Basel II ursprünglich ausschließlich für international tätige Großbanken konzipiert war. Um diese beinahe in Vergessenheit geratene Tatsache zu illustrieren, hier einige Zitate der BIZ selbst: „The 1988 Accord was designed for internationally active banks in the G-10 countries.“ Und etwas später zu Basel II: „While the focus of the new Accord will again be on internationally active banks, ...“⁶⁾ Denn bereits Basel I war nur für International tätige Banken konzipiert: „The focus of the 1988 Accord was initially on internationally active banks, ...“⁷⁾

Sehr ähnlich argumentiert die Oesterreichische Nationalbank auf ihrer Webseite zum Baseler Regelwerk.⁸⁾ Eben weil die Zielgruppe für Basel II international tätige Großbanken waren, die fast ausschließlich Unternehmen mit Rating oder Börsennotie-

rung als Kreditkunden hatten, war es völlig selbstverständlich, auf die Einschätzung der Ratingagenturen als Bonitätsmaß abzustellen.

Es war den Institutionen der EU vorbehalten, das Regelwerk von Basel II in eine europäische Richtlinie zu gießen. Diese Richtlinie war natürlich von allen Kreditinstituten, ob groß oder klein, welcher Rechtsform auch immer, anzuwenden. Der damalige EU-Kommissar Charles McCreevy sagte denn auch über das Reformvorhaben: „This is the last step in a long process ... The implementation of the CRD will be good for the EU economy and good for financial stability, bringing benefits to both firms and consumers. The next important step is to get this piece of legislation implemented in a coherent way across Europe.“⁹⁾

Es war also ein bewusster politischer Schritt, die für international tätige Großbanken konzipierten Vorschriften auf alle Banken der Mitgliedstaaten anzuwenden. Es muss hier nicht hervorgehoben werden, welche Probleme dies hervorrief. Denn wie viel Prozent europäischer Banken haben überhaupt Firmenkunden mit einem Rating? Unzählige Mühen und geistige Verrenkungen mussten in Kauf genommen werden, um Basel II überhaupt anwendbar zu machen.

Basel III: Keine Rücksicht auf gewachsene Strukturen

Festzuhalten ist aber, dass diese politische Entscheidung in Zukunft weitere Folgewirkungen zeitigt: Denn wenn mit Basel III beziehungsweise der CRD IV eine Verschärfung der Eigenmittelvorschriften bevorsteht, dann schnappt die Falle auch hier zu: Denn Basel III verlangt als Core Tier 1 Capital ausschließlich einbezahltes Aktienkapital. Hier wird überhaupt nicht Rücksicht genommen auf gewachsene Strukturen im Bankbereich und auf Bankorganisationsformen wie Sparkasse oder Genossenschaft. Wieder wird es mühseliger Verhandlungen bedürfen, um einen, niemanden zufriedenstellenden Kompromiss zu finden.

Aber stimmt es denn wirklich, dass mittlere und kleine Banken in Deutschland und Österreich so sehr von der Finanzkrise betroffen waren, dass sie jetzt unbedingt krisenfester gemacht werden müssen? Kann man

US-Banken, von denen im Zeitraum 2009 bis 2011 (Update vom 19. August 2011) immerhin 365 Banken in Konkurs (!) gegangen sind¹⁰⁾, so ohne weiteres mit einem bewährten und vergleichsweise stabilen Bankensystem wie in Deutschland oder Österreich vergleichen?

Niemand will die Wichtigkeit ausreichenden Eigenkapitals bestreiten, aber wirklich entscheidend wird im Falle einer neuerlichen Krise die Frage der Liquidität sein – und nicht die Höhe des Eigenkapitals! Und genau hier, beim Liquiditätsrisikomanagement, müsste der Schwerpunkt gesetzt werden, was durch einige Basel-III-Bestimmungen auch passiert.

Nur nebenbei sei erwähnt, dass den Baseler Eigenmittelbestimmungen eine ungeheure Wettbewerbsverzerrung inhärent ist: Solange Ausleihungen an souveräne Staaten undifferenziert ein Gewicht von Null aufweisen, ist es eine reine Anreizfrage, wie sich das Bankmanagement verhalten soll: Bei der Zentralbank billige Refinanzierung nehmen und damit Staaten zu hohen Zinsen refinanzieren? Staaten, die zumindest bis dato als unsinkbare Schiffe galten? Oder risikobewusst vorgehen und damit Erträge auslassen? Realistischerweise muss angemerkt werden, dass dies eine Frage ist, die hochpolitisch ist und daher auf längere Sicht keiner rationalen Lösung zugänglich sein wird.

Zahlungsverkehrsinstitute und Kreditinstitute – ein level playing field?: Ein weiterer Baustein, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft zu verbessern, war der Zahlungsverkehr. Aus dem ehrlichen Bemühen heraus, mehr Wettbewerb zuzulassen und damit den Zahlungsverkehr im Euroraum zu verbessern, hat man die Payment Institutions, die Zahlungsverkehrsinstitute geschaffen. Diese unterliegen, da sie ja „nur“ Zahlungsverkehrsdienstleistungen ausüben, einem gemäßigten Aufsichtsregime und weniger strikten Eigenmittelvorschriften.

Doch über Nacht sozusagen wurde den Payment Institutions das Recht eingeräumt, Kredite zu vergeben. Zwar nur mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr, aber immerhin! Wo liegt nun der signifikante Unterschied eines einjährigen Kredits zu einem zweijährigen Kredit? Warum hier weniger strenge Regeln als bei Kreditinstituten? Level playing field à la Brüssel?

Strukturierte Anlageprodukte für Retailkunden (PRIPs): Die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, auch als MiFID bekannt, regelt explizit Informationsvorschriften bei Vertrieb und Beratung über Finanzinstrumente. Dieses Regelwerk hat sich in der Praxis recht gut eingespielt. Faktum ist aber auch, dass das Spektrum der Anlageformen, die an Retailinvestoren vertrieben werden, stetig zunimmt – sowohl an Zahl als auch an Komplexität. Sorge der Kommission war nun weniger die Regelung der Produkte an sich, als vielmehr die Verständlichkeit und Einheitlichkeit der Information, die den Retailkunden gegeben werden müssen. Angesprochen ist hier die Verringerung der bekannten Informationsasymmetrie zwischen Emittent (beziehungsweise Vertreiber) und Investor.

Vom lobenswerten Vorhaben zum Flickwerk?

Was ist nun unter PRIPs zu verstehen? Nach (ursprünglicher) Ansicht der Kommission war eine Vielfalt von Investmentprodukten betroffen, ein Markt in Europa mit geschätzt bis zu acht Billionen Euro Volumen. PRIPs können in verschiedensten rechtlichen Hüllen auftreten. Gemeinsam ist ihnen aber, dass sie üblicherweise mehrere Basisanlagen umfassen, dass sie der mittel- bis langfristigen Kapitalakkumulation dienen und dass sie ein erhöhtes Investmentrisiko bergen (selbst bei Kapitalgarantie) und direkt an Retailinvestoren vermarktet werden. Ursprünglich hatte die Kommission vor, folgende Instrumente dem PRIPs-Regime zu unterwerfen: Investmentfonds, Investmentprodukte in einer Versicherungshülle, strukturierte Finanzprodukte, sofern sie an Retailkunden verkauft würden, und strukturierte Termineinlagen.¹¹⁾

Gegen dieses Konzept ist auch nicht viel einzuwenden. Denn warum soll ein Portfolio von Wertpapieren dem strengen MiFID-Regime unterliegen, während dasselbe Portfolio, eingekleidet in einen Versicherungsmantel, MiFID-exempt ist? Daher fand dieser Ansatz viel Anklang, nicht nur bei den Aufsichtsbehörden, sondern vor allem bei den Konsumentenschützern,¹²⁾ aber auch bei Journalisten.¹³⁾ Manche in der Finanzindustrie hatten weniger Freude.

Als erstes erreichte die Fondsindustrie, dass OGAW ziemlich sicher vom PRIPs-Regime

ausgenommen sind.¹⁴⁾ Und dann gelang es der Versicherungsbranche, sich mit großer Wahrscheinlichkeit aus dem PRIPs-Regime herauszureklamieren. So musste Tim Shakesby, ein Mitarbeiter der GD Binnenmarkt der Kommission, bei einer Tagung in Luxemburg zugeben: "We have a challenge in relation to the insurance market. There are insurance products which are clearly investments, there are insurance products which are not investments, and there are insurance products which are both. ... How we address these challenges in terms of legal drafting is an open question, but the intention remains."¹⁵⁾

Was als lobenswertes Vorhaben begonnen hat, nämlich Kleininvestoren durchgehend vergleichbare und verständliche Informationen als Entscheidungsgrundlage an die Hand zu geben, droht als Flickwerk zu enden. Gleichbehandlung sieht anders aus.

Schattenbanken

Und was ist mit „Schattenbanken“? Der in letzter Zeit in Mode gekommene Begriff Schattenbanken kann – neben der illegalen Banktätigkeit – zweierlei bezeichnen: Zum einen legale Unternehmen außerhalb des Bankensektors, die aber herkömmliche Bankgeschäfte betreiben, wie etwa Aufnahme kurzfristiger Mittel und deren Vergabe als langfristige Kredite oder als Unternehmensbeteiligung. Dar-

unter fallen Hedgefonds, Private-Equity-Fonds und strukturierte Investmentvehikel¹⁶⁾. Von diesen Institutionen können – wie die Finanzkrise gezeigt hat – sehr wohl auch systemische Risiken ausgehen. Zum anderen gelten auch außerhalb der Bilanzen der Finanzinstitute geführte Zweckgesellschaften (conduits) als Schattenbanken.

Was ist so schlimm an diesen Schattenbanken? Nun, primär wohl die Tatsache, dass sie sich weitgehend jeglicher Kontrolle und Regulierung entziehen. So sieht die Vizepräsidentin der Bundesbank Sabine Lautenschläger Risiken durch sogenannte Schattenbanken und warnt: „Wenn das Geschäft im regulierten Bereich nur geringen Gewinn erwirtschaftet, kann es in weniger regulierte Bereiche wandern, wo man mehr Geld verdient. Das ist das Risiko der nächsten zehn Jahre.“¹⁷⁾

In Wahrheit geht es auch hier wieder um eine Frage der Gleichbehandlung: Schafft es die Politik, Kreditinstitute und Schattenbanken wie Hedgefonds denselben Regulierungsvorschriften zu unterwerfen? Zweifel sind angebracht. Denn der europäische Weg, Hedgefonds zu kontrollieren, mündete als grandiose Fehlleistung der Regulierung in der AIFM Richtlinie. Und betrachtet man Zweckgesellschaften, so sind auch hier Zweifel angebracht. Denn war die Verbriefung von hypothekarisch gesicherten Kreditforderungen, missbräuchlich verwendet und auf die Spitze getrieben, eine Warnung, so hat man nicht viel daraus gelernt. Wie aus der Praxis zu hören ist, bedienen sich die Banken in ihrem Kampf um Liquidität der Zweckgesellschaften, über die wie eh und je Kredite verpackt und als Sicherheit für Bankanleihen verwendet werden.

Regulierung mit Augenmaß

Regulierung ist notwendig, aber sie muss mit Augenmaß erfolgen und darf nicht ausufern. Und Gleiches muss gleich behandelt werden. Ein altes lateinisches Sprichwort sagt: Quidquid agis, prudenter agas et respice finem. Und noch eines sollte man nie vergessen: Ein Eingreifen in wirtschaftliches Handeln zieht unweigerlich weitere Eingriffe nach sich. Sehr treffend formulierte es auch der frühere Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer in einem Fernsehgespräch, das am 18. August 2011 von BR alpha ausgestrahlt worden ist:¹⁸⁾

„Es geht in der Wirtschaft ... nicht nur um die Verantwortung für den Tag, sondern man muss Verantwortung dafür tragen, dass das alles auch in Zukunft funktioniert.“ Und weiter: „... meine Aufgabe habe ich immer darin gesehen, der Politik zu sagen: Ihr müsst bitte neben dem unmittelbaren Effekt auch den sekundären und tertiären Effekt sehen. Und ihr müsst fragen, was das für längerfristige Wirkungen hat!“ Diese Sätze sollten alle Regulatoren beherzigen.

Fußnoten

- ¹⁾ Vgl. Gerhard Willke, Neoliberalismus (2003), Seite 11.
- ²⁾ Vgl. Christian Felber, Vortrag „Theorie und Praxis der Globalisierungskritik“, Wien 11. März 2010, Folie 30.
- ³⁾ Vgl. Gerhard Merk, Finanzlexikon, Seite 1361 und Seite 1386 f., <http://www.uni-siegen.de/fb5/merk/downloads/finanzbegriffe/finanzbegriffe.pdf>
- ⁴⁾ Vgl. Löchel/Brost/ Xiang Li, Benefits and Costs of Integrated Financial Services Providers (IFSP) – State-of-the-art in Research, EU-CHINA BMT Working Paper Series No.006 (o. J.), Seite 3.
- ⁵⁾ So Steffen Kern in db research, 6. Dezember 2010, Seite 12. So offensichtlich auch die Erwartungshaltung in Großbritannien zum Bericht der Independent Banking Commission.
- ⁶⁾ Quelle: BIS, Press Release, Consultative paper on a new capital adequacy framework, 3. June 1999, <http://www.bis.org/press/p990603.htm>.
- ⁷⁾ Quelle: BIS, Press Release, The New Basel Capital Accord, 16. January 2001, <http://www.bis.org/press/p010116.htm>.
- ⁸⁾ Quelle: OenB website http://www.oenb.at/de/finanzm_stab/basel_2/basel_ii.jsp
- ⁹⁾ EU Commission, Press Release 19. June 2006, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/06/797&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>
- ¹⁰⁾ Siehe FDIC, <http://www.fdic.gov/bank/historical/bank/index.html>.
- ¹¹⁾ EU-Kommission, MEMO/09/210, 29. April 2009, <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/09/210&format=HTML&aged=1&language=EN&guiLanguage=en>.
- ¹²⁾ Stellvertretend für viele das Positionspapier zu PRIPs der Bundesarbeitskammer Österreich, März 2011, http://www.akeuropa.eu/_includes/mods/akeu/docs/main_report_de_172.pdf.
- ¹³⁾ Zum Beispiel Anke Dembowski in FondsProfessionell 2/2010, Seite 222 ff.
- ¹⁴⁾ Die OGAW haben ja bereits nach UCITS IV den Kunden das KID (Key Information Document) zu übergeben.
- ¹⁵⁾ Zitiert in Baptiste Aboulian, Brussels warns Prips will need revisiting, in Ignites Europe (FT), March 20, 2011.
- ¹⁶⁾ Vgl. Gerhard Merk, Finanzlexikon, Seite 1205. Ähnlich auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken. Jahresgutachten 2008/2009, Ziffer 174.
- ¹⁷⁾ In Spiegel online vom 28. März 2011, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,753508,00.html>.
- ¹⁸⁾ <http://www.br-online.de/br-alpha/alpha-forum/alpha-forum-hans-tietmeyer-gespraech-ID1312201659334.xml>