

Franz R. Hahn

Finanzmarktregulierung

Der Finanzsektor ist der am stärksten regulierte Wirtschaftsbereich in modernen Volkswirtschaften. Die Regulierungsdichte ist jedoch sehr uneinheitlich: Sie ist im Zentrum sehr hoch und an der Peripherie sehr flach.

Begutachtung: Gunther Tichy • Wissenschaftliche Assistenz: Christa Magerl • E-Mail-Adresse: Franz.Hahn@wifo.ac.at

Banken, Versicherungen, Investmentfonds und Pensionskassen bilden das Fundament der modernen Finanzwirtschaft. Sie sind in ihren Geschäfts- und Veranlagungstätigkeiten zum Teil sehr engen aufsichtsrechtlichen Richtlinien und kontinuierlicher Überwachung durch die Aufsichtsbehörden unterworfen. Hedge-Fonds (Investmentfonds mit dem Ziel, durch spekulative Anlagestrategien überdurchschnittliche Renditen zu erzielen) und Private-Equity-Fonds (stellen den Unternehmen auf Zeit außerbörslich Eigenkapital zur Verfügung) zählen hingegen zu jenen Finanzinstitutionen, die nur sehr geringen bis keinen aufsichtsrechtlichen Beschränkungen und Kontrollen unterliegen.

Die herkömmliche Grenzlinie zwischen großer zentraler Regulierungsdichte und flach regulierten Rändern im Finanzsektor bildet der Investoren- bzw. Konsumentenschutz. Der Finanzsektor zeichnet sich durch sehr hohe Informationsasymmetrie zulasten von Investoren und Sparern aus. Die Überwindung dieses systematischen Informationsnachteils setzt bei den Marktteilnehmern nicht nur eine überdurchschnittliche Vertrautheit mit der Funktionsweise moderner Finanzinstitutionen (Märkte und Finanzintermediäre) voraus, sondern erfordert zusätzlich auch die Fähigkeit zur effizienten Informationsbeschaffung und Informationsverarbeitung.

Diese Voraussetzungen erfüllen zumeist nur professionelle bzw. sehr vermögende private Investoren. Die Klientel von Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds besteht nahezu ausschließlich aus diesen Kundengruppen.

Kleinanleger und Sparer verfügen in der Regel weder über spezifisches finanzwirtschaftliches Know-how noch über die finanziellen Mittel, ihren strukturellen Informationsnachteil auszugleichen. Sie bilden die Hauptklientel der systemtragenden Finanzmarkteinrichtungen (Banken, Versicherungen, Investmentfonds und Pensionskassen). Um durch Informationsmangel bedingte Marktunvollkommenheiten zu vermeiden, ergreift daher der Staat in Gestalt des Finanzmarktregulators bzw. der Finanzmarktaufsichtsbehörde die Vertretungsbefugnis und erlässt finanzwirtschaftliche Verhaltens- und Veranlagungsregeln zur Wahrung der Interessen von strukturell benachteiligten Marktteilnehmern.

Das bestimmende Motiv des derzeit gültigen Regulierungsparadigmas im Finanzsektor ist demnach die Verhinderung von Marktversagen infolge von systematischer informationsbedingter Benachteiligung von Marktteilnehmern (z. B. Kleinanleger und Sparer). In einem engen Zusammenhang mit dieser Zielsetzung stehen die hohen regulatorischen Anforderungen, die in allen entwickelten Volkswirtschaften an die Zuverlässigkeit, Seriosität und Solidität von Banken, Versicherungen, Investmentfonds und Pensionskassen (bzw. deren Management) gestellt werden. Diese regulatorischen Leitmotive spiegeln sich am deutlichsten in den gesetzlichen Regelungen zur Einlagensicherung für Sparguthaben und in den Eigenkapitalrichtlinien für Banken. Primär dienen diese elementaren Schutzmaßnahmen der Sicherung von Spargutha-

Zentrales Regulierungsziel: Investorenschutz

Zentrale Sicherungssysteme: Einlagensicherung und Mindesteigenkapitalerfordernis

ben im Insolvenzfall. Droht eine Bank zahlungsunfähig zu werden, so sichern sie (bis zu einem bestimmten Höchstbetrag) die Spar- und Girokonten natürlicher Personen.

Mit beiden Maßnahmen wird über diese individuelle Schutzwirkung hinaus auch eine systemische Sicherungskomponente verbunden. Die Einlagensicherung soll das Risiko von systemgefährdenden "Bank-Runs" durch Sparer und Kleinanleger verringern, die regulatorischen Mindesteigenkapitalerfordernisse sollen hingegen gesamtwirtschaftlich schädliches Risikoverhalten von Banken einschränken.

Während der jüngsten Finanzmarktkrise haben sich die beiden zentralen finanzwirtschaftlichen Sicherungssysteme nur teilweise bewährt. Die öffentliche und private Einlagensicherung trug, gestützt durch weitreichende Staatsgarantien, in nahezu allen Ländern wesentlich dazu bei, dass panikartige und systemgefährdende Bank-Runs durch Sparer ausblieben. Die regulatorischen Eigenkapitalerfordernisse für Banken hingegen erwiesen sich als kaum systemstärkend, sie wirkten vor und während der Finanzmarktkrise vielfach sogar systemdestabilisierend.

Die undifferenzierte und grobe Erfassung der Kreditrisiken und die rasante Entwicklung auf dem Gebiet der Finanzinnovationen hohlten die Wirksamkeit der bis 2008 gültigen Eigenkapitalrichtlinien (Basel I) bis zur Bedeutungslosigkeit aus. Die Stabilität des internationalen Bankensystems wurde, wie die Finanzmarktkrisen in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre bereits gezeigt haben, durch die einfache Basler Eigenmittelregel nur unzureichend gestärkt.

Die Schwere der jüngsten Finanzmarktkrise wird häufig mit den Basler Eigenmittelanforderungen in einen ursächlichen Zusammenhang gebracht. Die Banken konnten in vielen Geschäftsbereichen wegen der groben Risikodifferenzierung ihre Gewinne durch Übernahme höherer Risiken steigern, ohne ihr Eigenkapital erhöhen zu müssen (Eigenkapitalarbitrage). Dieser aufsichtsrechtliche Spielraum wurde vor allem im Bereich der Hypothekarkredite an private Haushalte überdurchschnittlich genützt (Wohnbaukredite an Kunden mit schlechter Bonität).

Empfindlich ausgehöhlt wurde die Basler Eigenkapitalregel auch durch die starke Zunahme von Bankgeschäften, deren Risiken unzureichend oder überhaupt nicht von den bestehenden aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalvorschriften erfasst wurden. Banken konnten durch Verbriefung von Forderungstiteln ihr aufsichtsrechtliches Eigenkapitalerfordernis verringern. Diese Vorgangsweise war mit einer Qualitätsminderung der Bankportfolios verbunden, die letztlich auch auslösender Faktor für die jüngste Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise war.

Die neuen Eigenkapitalrichtlinien (Basel II) sollten diese und andere Schwächen der bisherigen Eigenmittelregeln beseitigen und vor allem durch moderne und verbesserte Methoden der Risikobewertung zu einer Verringerung der Diskrepanz zwischen dem aufsichtsrechtlich geforderten und dem bankwirtschaftlich notwendigen Eigenkapital beitragen. Gemeinsam mit einem leistungsfähigeren aufsichtsrechtlichen Überwachungsprozess und erhöhter Marktdisziplin soll die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet und die Gefahr systemischer Risiken deutlich verringert werden.

Mikrobasierte Finanzmarktregulierung gefährdet Systemstabilität

Die jüngste Krise hat jedoch gezeigt, dass die neuen Eigenkapitalvorschriften nicht ausreichen, um die Stabilität des Finanzsystems zu sichern. Wesentliche Komponenten von Basel II haben sogar destabilisierende Wirkung auf das Gesamtsystem: Die Eigenkapitalregeln unter Basel II wirken stark prozyklisch auf die Kreditvergabe der Banken und erleichtern das Verschleiern von Kreditrisiken. Viele Banken, die sich in der jüngsten Krise als stark unterkapitalisiert erwiesen, waren nach den Kriterien von Basel II ausreichend mit Eigenkapital ausgestattet.

Basel II leidet darüber hinaus an dem grundlegenden Strukturfehler, ausschließlich risikobehaftete Veranlagungen zu regulieren und (vermeintlich) sichere, jedoch systemisch relevante Veranlagungen unberücksichtigt zu lassen. Nahezu alle spektakulären Bankenzusammenbrüche seit 2008 wurden ausschließlich durch ein hohes und vermeintlich sicheres "Exposure" im Bereich systemisch relevanter Veranlagungen

ausgelöst. Diese Banken hatten nach regulatorischen Gesichtspunkten (nahezu ausnahmslos) ihre Risiken mit ausreichend Eigenkapital abgesichert.

Nach der Insolvenz der Investmentbanken Bear Stearns und Lehman Brothers in den USA, ausgelöst durch den hohen systemischen Risikogehalt ihrer zentralen aktiv- und passivseitigen Bilanzpositionen, brach das weltweite Finanzsystem 2008 beinahe zusammen (Morris – Shin, 2008). Damit machte die jüngste Krise deutlich, dass die Stabilität von modernen, komplexen Finanzsystemen durch das plötzliche Auftreten von systemrelevanten externen Effekten und Spillovers in einem viel größeren Ausmaß gefährdet ist als durch Marktversagen aufgrund von asymmetrischer Information oder Marktmacht.

Die Finanzmarktregulierung muss sich daher in Zukunft viel stärker als bisher am Ziel einer systemischen Sicherung des Finanzsektors orientieren. Dies erfordert eine umfassende Neuausrichtung der Finanzmarktaufsicht, insbesondere in den hochentwickelten Volkswirtschaften.

Das herrschende Leitprinzip der Finanzmarktregulierung ist mikroorientiert und beruht auf der Grundannahme, dass das Finanzsystem stabil und effizient ist, wenn jede einzelne Finanzinstitution nach herkömmlichen regulatorischen Maßstäben seriös und solide agiert. Die jüngste Krise hat jedoch gezeigt, dass dieser Grundsatz verheerende Folgen für das Gesamtsystem haben kann, wenn (flach regulierte) Teile des Finanzsektors bereits durch externe Schocks nachhaltig erschüttert wurden. Der regulatorische Zwang, die Eigenkapitalrichtlinien selbst unter Krisenbedingungen zu erfüllen, verschärfte die Bankenkrise zusätzlich und brachte nachhaltige Systemstörungen mit sich, die letztlich den gesamten Geldsektor lähmten.

Das Leitprinzip der Finanzmarktregulierung sollte daher künftig stärker gesamtwirtschaftlich orientiert sein. Die Grenzlinie zwischen regulierten und nicht regulierten Finanzinstitutionen (Märkte und Akteure) sollte ausschließlich nach dem Prinzip der systemischen Relevanz gezogen werden (z. B. nicht nur große, systemrelevante Hedge-Fonds sollten reguliert werden, sondern auch kleine, wenn sie etwa durch gleichgerichtete Veranlagungsstrategien gesamtwirtschaftlich unerwünschte Systemwirkung erzeugen können).

Im Zentrum der neuen Finanzmarktaufsicht sollte demnach die systemische Bedeutung von Finanzmarktinstitutionen stehen. Umfang und Tiefe der regulatorischen Maßnahmen sollten auf den potentiellen systemischen Wirkungsgrad der jeweiligen Finanzmarktinstitutionen abgestimmt werden. Finanzakteure oder Finanzinstitutionen, deren Aktivitäten und Aufgaben mit großen systemgefährdenden Risiken verbunden sind, sollten durch geeignete aufsichtsrechtliche Maßnahmen dazu angehalten werden (können), die negativen Systemwirkungen entweder nachhaltig zu verringern oder vollständig zu internalisieren (z. B. durch sehr hohe, verpflichtende Eigenkapitalhaltung bzw. Einhaltung von engen Verschuldungsgrenzen).

Makrobasiertere Neuorientierung der Finanzmarktregulierung notwendig

Übersicht 1: Einschätzung der Vorschläge zur Reform der Finanzmarktregulierung

	Larosière-Report (EU)	Turner Review (Großbritannien)	G20 Proposals for Financial System Reform	US Regulatory Reform Proposals
Makroorientierung	•••	••	•••	••
Mikroorientierung	•••	•••	••	•••
Regulationsdichte	••	•	•••	••
Grenzüberschreitende Kooperation	•••	•••	•••	•
Anreizsysteme	•	•	••	•

Q: G20 Finance Ministers' and Central Bank Governors' Communiqué (2009), Larosière-Report (2009), The Turner Review (2009), US Department of the Treasury (2009). ••• ... sehr bedeutend, •• ... bedeutend, • ... weniger bedeutend.

Dem potentiellen Systemversagen durch externe Effekte und Spillovers sollte durch primär gesamtwirtschaftlich geleitete Finanzmarktüberwachung und Finanzmarktinterventionen "vorausschauend" entgegengewirkt werden. Dies erfordert eine enge

Zusammenarbeit und Abstimmung von Finanzmarktüberwachung und Geldpolitik, sowohl national als auch international.

Die jüngsten Vorschläge der EU zur Reform von Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktüberwachung (Larosière-Report), der britischen Finanzmarktaufsicht FSA (Turner Review), der G 20 (G-20-Report) und der Regierung der USA (US Regulatory Reform Proposals) berücksichtigen die Notwendigkeit einer stärkeren Makroorientierung der Finanzmarktregulierung, beurteilen allerdings ihre Bedeutung unterschiedlich (Übersicht 1).

Literaturhinweise

- Acharya, V., Richardson, M. (Hrsg.), *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, John Wiley&Sons, Hoboken, N.J., 2009.
- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, Ch., Persaud, A., Shin, H. S., "The Fundamental Principles of Financial Regulation", 11th Geneva Papers on the World Economy, 2009, <http://voxeu.org/index.php?q=node/2796>.
- G 20 Finance Ministers' and Central Bank Governors' Communiqué, 14. März 2009, http://www.g20.org/Documents/2009_communique_horsham_uk.pdf.
- Morris, S., Shin, H. S., "Financial Regulation in a System Context", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2008, (2), S. 229-274, http://muse.jhu.edu/journals/brookings_papers_on_economic_activity/toc/eca.2008.2.html.
- Larosière-Report: Report by the High-Level Group of Financial Supervision, unter dem Vorsitz von Jacques de Larosière, Brüssel, 25. Februar 2009, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf.
- The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, Financial Services Authority, 2009, <http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Corporate/turner/index.shtml>.
- US Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*. White Paper, 2009, http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf.
- Wehinger, G., "The Turmoil and the Financial Industry: Developments and Policy Responses", *OECD, Financial Market Trends*, 2009, 96(1), S. 29-60.

Financial Market Regulation – Summary

The international financial crisis has shaken the confidence in the competence of financial supervisory authorities. In the light of massive system failures, the principles of financial supervision should be fundamentally revised. The experience of the current crisis has led to the consensus that the existing regulatory framework needs to be reinforced by more efficient macro-oriented control and steering elements. From a supervisory perspective, the systemic risk originating from internationally active banks or globally active hedge funds could be effectively controlled by imposing a much higher minimum capital requirement compared to banks operating only in the domestic market. The higher regulatory equity capital requirements ensure that the major banks carry at least part of the systemic risks that they create. A significant role in the re-orientation of banking supervision will also be played by the financial stability policy. A stronger integration of a forward-looking strategic banking supervision and banking surveillance policy into the stability strategies of monetary policy would significantly increase the effectiveness of central banks and banking supervision.