

Gedanken zum Thema Ordnungspolitik und Finanzmarktregulierung

Dr. Hartmut Bechtold

Ohne Finanzkrise würden wir nicht über die Verschärfung der Finanzmarktregulierung reden. Und es besteht kein Zweifel: Die Finanzmärkte bedürfen einer staatlichen Regulierung. Dies lässt sich schon beim Urvater der Wirtschaftslehre Adam Smith 1776 nachlesen. Und ein Grundsatz ordnungspolitischer Regulierung seit Adam Smith ist die Haftung der Eigentümer, was Walter Eucken auf den schönen Satz brachte: "Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen. (...) Investitionen werden umso sorgfältiger gemacht, je mehr der Verantwortliche für diese haftet. Die Haftung wirkt insofern also prophylaktisch gegen die Verschleuderung von Kapital und zwingt dazu, die Märkte sorgfältig abzutasten." (Walter Eucken, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1990 (erstmalig 1952), S. 279f.)

Kein Zweifel: Derartige Grunderkenntnisse sind in den letzten dreißig Jahren in der Wirtschaftspolitik etwas verloren gegangen. Die Wirtschaftspolitik hat damit auch das Geschäftsmodell von Banken, das im Wesentlichen ja die Bewertung und Übernahme von Risiken ist, verändert. Will man folglich dem tieferen Wesen der aktuellen Krise auf die Spur kommen, muss man der Frage nachgehen, wie das wirtschaftspolitische Paradigma der letzten Jahrzehnte die Interaktion von Finanz- und Gütermärkte prägte, denn im Zuge von deficit spending und Niedrigzinspolitik veränderten sich die Finanzmärkte, man sprach vom Greenspan-Put, d.h. dem Glauben Staat und Notenbank könnten jede Delle auf den Güter- und damit auch auf den Kapitalmärkten ausbügeln. Doch Sicherheit und Risiko gehen Hand in Hand. Mit steigendem Sicherheitsgefühl nahm die Bereitschaft bei allen Wirtschaftssubjekten, Staat, Konsumenten und Kapitalanleger zu, höhere Risiken einzugehen. Wer am Trapez sich bewegt wird wagemutiger, sobald ein Netz gespannt ist. In einer Zeit in der das Risikomanagement sich zunehmend mathematisierte und die Risikoberechnung auf Vergangenheitsdaten von Kreditausfällen und Kapitalmarktvolatilitäten aufbaute fiel unter diesen Bedingungen die Risikoeinschätzung umso besser aus, je mehr Liquidität in den Wirtschaftskreislauf über die staatlich induzierte Geld- und Kreditschöpfung floss. So entkoppelte sich ab etwa Mitte der achtziger Jahre das Kreditvolumens von der Entwicklung der Sozialprodukte und damit der Realwirtschaft. Ein Trend, der in allen großen Industrieländern festzustellen war. Vorweg waren es die Staaten selbst, die als Kreditnehmer den neuen Trend prägten.

Doch wo blieb dabei die Regulierung?

Heute hört man allenthalben von Politikern egal welcher Partei, die Finanzkrise sei durch die Deregulierung vor 2007 hervorgerufen worden. Und nach einer einseitigen Politik der Deregulierung bräuchten die Finanzmärkte nunmehr endlich wieder einen strikten regulatorischen Ordnungsrahmen.

Doch stimmt die Deregulierungsthese wirklich?

Schauen wir uns einige Indikatoren zur Regulierung vor der Finanzkrise an.

Die Zahl der Beschäftigten in den Aufsichtsbehörden entwickelte sich bis in die neunziger Jahre parallel zu der in der Beschäftigtenzahl in der Finanzindustrie; seit Anfang der neunziger Jahre jedoch wuchs die Zahl der Aufseher zwei bis dreimal stärker als die Mitarbeiterzahl der von ihr regulierten Banken und Versicherungen. Ein Trend, der nicht nur in Deutschland sondern für alle großen Industrieländer zutrifft (siehe dazu auch Beitrag von Prof. Christoph Kaserer, München, in der Börsenzeitung vom 1. März 2013). Und mit der Zahl der Beschäftigten entwickelte sich das Regulierungsvolumen, welches auf Banken und Versicherungen zukam. Basel I, was Ende der achtziger Jahre kam, war gerade einmal 30 Seiten lang, 1996 kamen die Risikoergänzungen, 1998 kamen die Mindestanforderungen Handel und 1999 die Mindestanforderungen Kredit hinzu mit jeweils ebenfalls etwa dreißig Seiten Text; Basel II, was 2004 vorgelegt wurde, hatte bereits 350 Seiten, Basel III in

seiner letzten Umfassung als CRD IV geht bereits deutlich über die 1.300 Seiten hinaus. Und diese geradezu hyperbolische Vermehrung von Regulierungstexten seit den neunziger Jahren gilt nicht nur für die zitierten Hauptwerke sondern ebenso für die Zahl der Verordnungen, Rundschreiben und Konsultationsberichte mit denen sich die Finanzindustrie auseinandersetzen muss.

Und ähnlich vermehrte sich die Zahl der Mitarbeiter, die in den Banken sich mit Fragen der Umsetzung von Regulierung und Risikomanagement befassen. In den uns bekannten Fällen lag das Wachstum in der Dekade nach 1995 etwa bei 400 – 500 % und es hat sich seitdem keinesfalls verlangsamt.

Alle Indikatoren sprechen somit gegen die Deregulierungsthese.

Im Gegenteil: Zu keiner Zeit in den hundert Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise 2007 dürfte die Finanzmarktregulierung so stark expandiert haben wie in der Dekade vor der Krise.

An der reinen Quantität von Regulierung kann es somit nicht gelegen haben.

Viel wird dazu geschrieben, ob die richtigen regulatorischen Folgen aus der Krise gezogen werden.

Unter ordnungspolitischen Gesichtspunkten ist sicherlich jede Eigenkapitalstärkung von Banken zu begrüßen. Sie dient der Einheit von Nutzen und Haftung. Doch CRD IV, Solvency II, Finanzmarkttransaktionssteuer, EMIR, Bankenabgabe, Trennbanksystem, Banking Resolution, Bankenunion, Regulierung der Ratingagenturen etc. gehen weit darüber hinaus und bergen ordnungspolitische Risiken in sich.

Von dem bereits zitierten Walter Eucken, dem Vater des deutschen Ordoliberalismus, stammt ebenfalls die Unterscheidung in **systemkonforme** und **systemwidrige** staatliche Regulierungen. Letztere – so seine These – ziehen immer weitere Regulierungen hinter sich her und transformieren damit ein Markt- in ein zentrales Planungssystem. Seine Nachfahren haben daraus dem so genannten „**Öfflecktheorem**“ gemacht. Die Geschwindigkeit mit der zurzeit im Finanzbereich eine Regulierung die andere jagt vermittelt einen Eindruck davon, was Walter Eucken gemeint haben könnte.

Besonders schädlich – folgt man der Theorie von Eucken – sind demnach radikale zentrale Eingriffe in die Preissetzung und in die Faktorallokation. Derartige Eingriffe sollen nach dem Ordoliberalismus nur dann erfolgen, wenn es dafür unabwendbare Gründe gibt, also z.B. das Verbot von erwiesenen Schadstoffen.

Der Begründer des kritischen Rationalismus, Karl Popper, kam aus einer anderen Richtung zu dem gleichen Ergebnis: Da man die Wirkung von Eingriffen in ein soziales System kaum voraussagen kann, soll der Staat – so Popper - vor totalen, umfassenden und schnell aufeinanderfolgenden Eingriffen Abstand nehmen und stattdessen Schritt für Schritt vorgehen, was er „piecemeal social engineering“ nannte.

Man könnte es auch so ausdrücken: Wenn bei einer Krankheit Diagnose und Therapie noch ziemlich unsicher sind macht es für den Patienten wenig Sinn, die ganze Apotheke auf einmal zu schlucken.

Auch hier liegt die Parallele zur aktuellen Finanzmarktregulierung auf der Hand. Die Regulierung greift tief ein in die Struktur der Aktiv- und der Passivseite von Banken und Versicherungen ein. Staatsanleihen und Covered Bonds müssen auf der Aktivseite von Banken vorgehalten werden (LCR) und bekommen zudem extrem niedrige bzw. keine EK-Unterlegungen vorgegeben, unbesicherte Bankanleihen und Verbriefungen werden als Refinanzierungsinstrumente erschwert. In allen diesen Regulierungen wird die Wechselwirkung wenig bedacht; neue Regulierungen folgen auf gerade erst beschlossene,

um deren ungewollte Effekte einzudämmen, wie z.B. die aktuelle regulatorische Begrenzung von Covered Bond Emissionen in vielen Ländern zeigt. Nachdem bereits im Vorfeld zu den Covered Bond Begünstigungen in den noch nicht einmal umgesetzten Regelwerken CRD IV und Solvency II deren Emissionsvolumen stark anschwillt verändert sich nunmehr der Fokus der Regulierung. Das neue Thema Asset Encumbrance bei variablen Deckungsstöcken von Covered Bonds bekommt vor dem Hintergrund von Banking Resolution und Bankenunion bei Gesetzgebern und Regulieren eine ganz neue Bedeutung. Eine schlechte Regulierung zieht eine andere schlechte Regulierung nach sich.

(siehe dazu auf unserer Homepage der [Vergleich ABS und Covered Bond](#))

Die Vielfältigkeit und Gleichzeitigkeit der Regulierung lässt die Frage nach der Gesamtsicht und Koordination aufkommen, denn ohne Gesamtsicht und einer darauf aufbauenden zentralen Koordination führt jede partikulare Optimierung nicht zu besseren, sondern zu schlechteren Ergebnissen.

Man stelle sich vor: Ein Autokonzern möchte ein neues Automodell entwickeln, da das alte Modell sich im Markt nicht bewährte. Der Vorstand würde so 40 - 50 Arbeitsgruppen einrichten, jede diese Gruppen hätte die Aufgabe ein bestimmtes Teil (Motor, Getriebe, Radaufhängung, Chassis, etc.) zu optimieren und nach zwei, dreijähriger Entwicklungszeit vorzustellen, ohne Kommunikation der Gruppen untereinander und ohne konsistentes Gesamtbild. Was herauskäme wäre nicht das perfekte Auto sondern das perfekte Chaos. Nichts würde am Schluss zueinander passen.

Der Finanzmarkt ist ebenso zusammenwirkendes, interaktives Gebilde; Versicherungen finanzieren Banken, Banken finanzieren sich über unterschiedliche Finanzierungsinstrumente, die komplementär oder substitutiv zueinander stehen, alles greift ineinander. Doch wie funktioniert die Regulierung? Die Zahl der verantwortlichen Regulierungsbehörden hat in den letzten zehn Jahren sich vervielfacht. Zu BaFin und Bundesbank, die wesentlich vom deutschen Gesetzgeber gesteuert werden, sind EBA, ESMA, EOPIA, Europäische Kommission, EZB und einiges mehr hinzugekommen und über alle Regulierungsbehörden hinweg hat sich die Zahl der Arbeitsgruppen die sich mit Teilaufgaben beschäftigen potenziert. Der Output an Regulierungstexten der auf die Finanzwirtschaft einstrahlt wächst in das Unendliche und gleichzeitig blickt keiner mehr so richtig durch, wer für was eigentlich genau noch verantwortlich ist.

Unsere Regulierung stellt sich jeder Aufgabe extrem heterogen und partikular, dafür aber partikular perfekt und komplex. Eine Perfektion und Komplexität, die wert ist, kritisch hinterfragt zu werden.

Man stelle sich die Wurfbahn eines Frisbees vor. Diese ist abhängig von seiner Wurfgeschwindigkeit und Wurfrichtung, dem Seitenwind, der Masse des Frisbees und der Erdanziehungskraft. Dies alles in eine Formel gebracht würde wahrscheinlich mehr als ein DIN A 4 Blatt füllen. Von daher sollte man annehmen, Frisbees könnten nur promovierte Mathematiker oder Physiker fangen. In Wirklichkeit kann jedoch jeder von uns dies tun, selbst Hunden kann man es beibringen.

Mit diesem Beispiel stieg im Herbst 2012 der Leiter der Bankenregulierung bei der Bank of England Andrew Haldane in seine lange Rede auf dem zentralen Treffen der internationalen Aufseher und Notenbanker in Jackson Hole ein. In dieser Rede reflektierte er viel über die Schwierigkeiten zentraler Planwirtschaften und der zentralen Planwirtschaftstheorien sowie die Funktionsweise von Marktsystemen. Und am Schluss seiner Rede kommt Haldane zu der sinngemäßen Folgerung: Der Hund fängt den Frisbee nicht besser, wenn man ihm vorher versucht, die Newtonschen Gesetze der Physik beizubringen. Doch mit immer komplexeren Risikomodellen und Partikularsteuerungen versucht die aktuelle Finanzmarktregulierung gerade dies.

Kommen wir zu dem Anfang des Artikels zurück: Das Geschäftsmodell von Banken ist im Wesentlichen die Bewertung und Übernahme von Risiken in deren verschiedenen Ausprägungen.

Risiko lässt sich nicht objektiv berechnen. Wer viele Tage seines Lebens in einem Kreditkomitee verbrachte kann davon sicherlich ein Lied singen. Am besten lässt sich das Problem der Risikoübernahme vielleicht an Staatsanleihen darstellen, von denen allerdings alle vorliegenden Regulierungen komischerweise davon ausgehen, dass diese absolut liquide und risikofrei sind. Ihre Risikobewertung sollte also sehr einfach sein. Doch nicht nur die jüngsten Ereignisse um Griechenland belehren uns eines besseren. Es gibt kaum ein europäisches Land, das mit seinen Staatsanleihen in den letzten hundert Jahren Investoren so wenig Freude bereitet haben dürfte wie Deutschland. Mehrmals wurden die Investoren in deutsche Staatsanleihen um ihr Geld gebracht. Doch wie hätte ein Investor 1913, als das deutsche Kaiserreich in voller Blüte stand, in seine Risikoberechnung einfließen lassen können, dass ein Jahr später Deutschland an der Seite Österreichs in einen Weltkrieg zieht, diesen verliert und anschließend die neue deutsche Republik die angehäuften Staatschuld mit wertlosem Inflationsgeld zurückzahlt. Und wie hätte das mathematische Risikomodell für die deutsche Staatsanleihe zur Umschuldung der Reparationsverpflichtungen, die sogenannte Young-Anleihe aussehen können, die Hitler nach seiner Machtübernahme 1933 nicht mehr bediente. Oder für die nach 1933 emittierten deutschen Staatsanleihen, die in der Nachkriegsinflation ebenfalls fast vollständig entwertet wurden. Und wie will man heute in einem Risikomodell den möglichen Zerfall der Währungsunion nach einem absoluten Wahlsieg Grillos in Italien oder Tsipras in Griechenland Rechnung tragen, der ebenfalls fundamental den Wert der Staatsanleihen Südeuropas senken dürfte.

Regulierung muss jede Bank und jeden regulierten Investor zwar darauf verpflichten, dass er eine ordentliche und dokumentierte Risikoprüfung vornimmt, die Vorstellung jedoch, Risiko ließe sich ex ante objektiv berechnen und dabei sogar zentral der Rechenweg und die Formeln dafür vorgeben ist schwer nachvollziehbar. Genauso schwer nachvollziehbar ist der Ansatz, die Politik oder Regulierer könnten ex ante festlegen, welche Assetklassen riskanter sind als andere. Derartige Denkansätze kommen eher aus dem Denksystem von Planwirtschaftstheorien als der realen Welt der Marktwirtschaft.

Die allzu starke Mathematisierung und zentrale, regulatorische Determination von Risikoentscheidungen droht eine Sicherheit vorzugaukeln, die so nicht besteht. Sie trägt auch nicht dazu bei, die zentrale Funktion des Finanzmarktes zu stärken, nämlich Risikoentscheidungen unter Abwägung von potentiellen Nutzen und Kosten zu treffen und Kapital dorthin zu lenken, wo es für die Gesellschaft am vorteilhaftesten ist.

Vor diesem Hintergrund sollte man die vorliegenden Regulierungen kritisch würdigen – nicht alles wird den ordnungspolitischen Test so leicht bestehen, wie die Erhöhung der Haftungsmasse bei Banken.

Es ist an der Zeit sich mit dem Thema Finanzmarktregulierung nicht von Einzelvorschrift zu Einzelvorschrift auseinanderzusetzen sondern die Frage zu stellen, ob die Regulierung sich noch in einem ordnungspolitischen Rahmen bewegt, der zur langfristigen Finanzmarktstabilisierung wirklich beiträgt.

Um zu dieser Diskussion konstruktiv beizutragen will die TSI in ihrem gut frequentierten Blog ordnungspolitische Texte zum Thema sammeln und damit eine Plattform für das Thema bieten.