

Finanzmarktregulierung nach der Krise

Symbolische Politik und Aufrechterhaltung des Status Quo

Vanessa Redak, Beat Weber

In der Debatte um Lehren aus der Krise wird der Frage der Re-Regulierung der Finanzmärkte eine wesentliche Rolle zugesprochen. Die G20 und die Europäische Union haben jeweils einen umfangreichen Arbeitsplan¹ mit Maßnahmen verabschiedet, die die Stabilisierung der Finanzmärkte sicherstellen und zukünftigen Krisen vorbeugen sollen. Im folgenden Beitrag sollen die wesentlichen Maßnahmen insb. in der EU aus politökonomischer Sicht analysiert werden.

Grundsätzlich lässt sich festhalten, dass für die Bewältigung von Krisen zunächst das Erkennen ihrer wesentlichen Ursachen entscheidend ist. Wird jedoch die Diskussion um die Ursachen der Krisen aus politischen und anderen Gründen zu eng geführt, bleibt nicht nur die Analyse mangelhaft, sondern die Gefahr besteht, dass die politischen Reaktionen auf die Krise am Ziel vorbeiführen und in Bälde erneut schwere wirtschaftliche Verwerfungen auftreten. Diese Tendenz zeigt sich deutlich bei der aktuellen Verarbeitung der Krise in Europa, die von einer Ausblendung fundamentaler Krisenursachen gekennzeichnet ist.

Wenngleich die Krise zuerst im Finanzsektor auftrat und zahlreiche Eigendynamiken des Finanzsektors dazu beigetragen haben, die Krise zu verstärken, ist die Finanzkrise zu einem Gutteil nur der Ausdruck, nicht die Ursache der zu beobachtenden Krise. Abgesehen von der inhärenten, zyklischen und strukturellen Krisenanfälligkeit des Kapitalismus (Brenner 2008) liegen erhebliche innere und äußere makroökonomische Ungleichgewichte der Krise zugrunde (Becker/Jäger 2008, Krugman 2009). Die aktuelle Krise stellt nicht nur das Versagen des Finanzsektors dar, sondern sie ist auch das Ergebnis einer zunehmenden internationalen wie nationalen Verteilungsschieflage der letzten Jahre.

International sind vor allem die hohen Leistungsbilanzdefizite einiger Länder wie etwa den USA sowie zahlreicher osteuropäischer Länder Ausdruck eines internationalen makroökonomischen Ungleichgewichts. Länder wie China und Deutschland versuchten, ihre durch Lohnzurückhaltung verursachte Schwäche der Binnennachfrage durch wachsende Exportüberschüsse zu kompensieren. Die USA als Hauptabnehmer dieser Überschüsse (ähnliches gilt für das Verhältnis von West- zu Osteuropa) finanzierten diese Importe seitens des Privatsektors angesichts ebenfalls schwacher Lohnentwicklung über (externe) Verschuldung.

Exorbitante Verteilungsungleichgewichte bei Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte in den USA haben wiederum hohe Geldvermögen bei den Wohlhabenden auf der einen Seite und eine wachsende Einkommenslücke bei den Armen auf der anderen Seite geschaffen. Während die Suche nach hohen Renditen für Veranlagungen der oberen Einkommensgruppen zu Preisblasen (*asset price bubbles*) auf zahlreichen Märkten führte, mussten die unteren Einkommensgruppen die erwähnte Einkommenslücke durch Konsumkredite schließen, nicht zuletzt, um

fundamentale soziale Leistungen, wie Krankversicherung, Wohnen und Ausbildung zu finanzieren, die von der öffentlichen Hand nicht in ausreichendem Ausmaß bereitgestellt wurden.

Diese makroökonomischen Ungleichgewichte wären durch politische Strategien der Umverteilung zu bekämpfen. Diese sind jedoch weder bei den Maßnahmen zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise noch bei den Konjunkturpaketen zu erkennen. Für die Regulierung der Finanzmärkte gilt vielmehr, dass durch eine Mischung aus symbolischer Politik (Hedge Funds, Ratingagenturen) und dem Versuch der Aufrechterhaltung des Status Quo (Bankenregulierung) versucht wird, die Geltung des marktliberalen Modells und die Macht der damit verbundenen wirtschaftlichen und politischen Eliten aufrechtzuerhalten und gröbere Verwerfungen des politischen Systems zu vermeiden.

Eine grobe Einteilung der vorgeschlagenen Maßnahmen zur Krisenstabilisierung in der EU lässt zwei Strategien erkennen: einerseits wird mittels symbolischer Politik versucht, die Schuld für die Krise außerhalb der EU zu verorten, und zwar bei für die EU angeblich exotischen Finanzpraktiken wie Verbriefungen, Ratingagenturen und Hedge Funds. Andererseits werden bei der Re-Regulierung des Bankensektors im Wesentlichen die bestehenden Regulierungsvorschriften bestärkt und damit der Status Quo der bankwirtschaftlichen Praxis in der EU aufrechterhalten, anstatt einer grundlegenden Hinterfragung unterworfen.

Symbolische Politik: Exotische Finanzpraktiken in der EU – nein danke!

Die EU positioniert sich international als Vorkämpferin für eine »Neugründung des Kapitalismus« in Form einer stärkeren Regulierung der Finanzmärkte, die Nicolas Sarkozy als Eurogruppen-Vorsitzender den G20-Gipfeltreffen nach Ausbruch der globalen Krise im Herbst 2008 als Leitmotiv vorgab. In Kontinentaleuropa interpretierten die Regierungsverantwortlichen die Krise zumindest zu Anfang als Krise des »angelsächsischen Modells« finanzmarktzentrierter Akkumulation. Auch wenn mittlerweile klar geworden ist, dass auch bankendominierte Finanzsysteme zum Teil stark von der Krise betroffen sind – nicht zuletzt weil trotz unterschiedlicher Akkumulationsmodelle eine starke wechselseitige Abhängigkeit besteht –, hat sich die Haltung nicht wesentlich geändert.

Wirtschaftspolitische Problembearbeitung besteht unter den gegenwärtigen Bedingungen zu einem Gutteil aus einem *blame game*, also dem Versuch von politischen AkteurInnen, mittels für die eigene Position vorteilhaftem »Framing« der Krise Schuldzuweisung von sich abzuwenden und sich selbst als lösungskompetent zu präsentieren, und so im politischen Wettkampf zu punkten (Boin/t Hart/McConnell 2009). Die Strategie der führenden EU-RegierungsvertreterInnen besteht darin, die G20 als Forum zu benutzen, um sich öffentlichkeitswirksam als jene AkteurInnen zu inszenieren, die die Ergreifung von Maßnahmen mit hohem Symbolwert durchsetzen, während sie gleichzeitig bemüht sind, dabei möglichst geringe Konflikte mit EU-internen Interessengruppen zu riskieren. Exemplarisch dafür ist die offizielle österreichische Haltung, die auf der einen Seite die internationale Einführung einer Besteuerung von Finanztransaktionen fordert, auf der anderen Seite die Teilnahme am automatischen Steuer-Informationsaustausch in der EU mit Hinweis auf das Bankgeheimnis verweigert.

Die Konzentration der EU auf eine Reihe symbolträchtiger Finanzmarktregulierungsvorhaben verkörpert diese symbolische Politik des *blame game*. Zu den deklarierten EU-Prioritäten zählen die Regulierung von Ratingagenturen, Hedge Funds, Steueroasen, Managementgehältern bzw. Boni und Rechnungslegungsstandards (sowie neuerdings von Seiten einzelner RegierungsvertreterInnen auch die Tobinsteuer).

Den meisten dieser Regulierungsobjekten ist gemein, dass sie in der EU bzw. in Kontinentaleuropa (denn UK ist diesbezüglich eine Ausnahme) eine untergeordnete Rolle spielen. Ratingagenturen und Hedge Funds sind zum überwiegenden Teil in den USA bzw. UK hauptansässig und/oder aktiv. Das gleiche gilt auch für Finanzinstitute, die für hochriskante Handelsaktivitäten exorbitante Boni-Zahlungen an Angestellte gewähren. Ebenso Rechnungslegungsstandards: Das erst jüngst in der EU zum Standard erhobene »Fair Value«-Prinzip der Bewertung nach Marktpreisen hat in den USA eine längere Tradition.

Die Zuweisung von Verantwortung und Anpassungsdruck außerhalb Kontinentaleuropas wäre sachlich gerechtfertigt, wenn es sich bei den Reformprioritäten um die Hauptverursachungsfaktoren der Krise handeln würde. Doch welchen Beitrag leisteten diese wirklich?

Alle genannten Prioritätsbereiche haben durchaus ihre Rolle bei der Krise gespielt: Ratingagenturen haben irreführende Bestnoten für zweifelhafte Verbriefungsprodukte erteilt, und so die Märkte in falscher Sicherheit gewiegt, nicht zuletzt, weil sie mit lukrativen Beratungsverträgen von jenen Firmen ausgestattet wurden, deren Produkte sie eigentlich unabhängig zu bewerten hätten.

Hohe Boni und Managementgehälter mit mangelhaftem Bezug zum langfristigen Unternehmenserfolg sind zweifellos nicht das, was im engeren Sinn unter leistungsorientierter Bezahlung verstanden wird, und haben sicher dazu beigetragen, die Risikobereitschaft von FinanzakteurInnen zu erhöhen.

Und dass eine Bewertung von Finanzaktiva am aktuellen Marktpreis, wie sie die jüngste Einigung auf internationale Rechnungslegungsgrundsätze vorangetrieben hat, ein beträchtliches Instabilitätspotenzial in die Bilanzierung bringt, ist nun in der Krise endgültig klar geworden (Bignon et al. 2009).

Hedge Funds waren von der Finanzmarktkrise vielfach stark betroffen bzw. daran beteiligt. Der Zusammenbruch der US-Investmentbank Bear Stearns, einer der ersten spektakulären Zwischenhöhepunkte der weltweiten Krise, wurde durch dessen Beteiligung an Hedge Funds ausgelöst.

Doch die Konzentration auf eine Reform einzelner Bausteine des bestehenden Finanzsystems verstellt den Blick auf den Gesamtzusammenhang:

Der Zusammenbruch der Bear Stearns-Hedge Funds zu Beginn der Krise zeigte das wesentliche Problem von Hedge Funds für die Finanzstabilität, nämlich ihre Verflochtenheit mit dem Bankensystem. Als sog. *highly leveraged institutions* finanzieren sich Hedge Funds großteils über Fremdkapital, das sie für sehr riskante Investitionen einsetzen. Das Fremdkapital kommt in der Regel von Banken, wodurch diese am Risiko (aber natürlich auch am hohen Ertrag) von Hedge Funds beteiligt sind. Mit der Ausbreitung des so genannten »Schattenbankensystems«, also unregulierten Vehikeln von Banken, wurden darüber hinaus die großen Banken selbst zunehmend in Geschäftsbereichen und mit Strategien von Hedge Funds tätig, sodass letztlich die Grenzen zwischen den beiden Branchen zunehmend schwammig wurden – ein Faktum, dem eine Konzentration auf Hedge Funds allein nicht gerecht wird.

Dass Ratings und Bewertungsänderungen so enorme Folgen haben, wie sich in der jüngsten Krise gezeigt hat, und dass Boni solche großen Ausmaße annehmen, ist Ausdruck einer langfristigen veränderten Stellung des Finanzsektors in der Gesamtwirtschaft (Weber 2009): Er ist beträchtlich gewachsen, vor allem, weil er als Vehikel zur Individualisierung gesellschaftlicher Risiken (Wohnraumbeschaffung, Pensionsvorsorge etc.) dient, weil er steigende Renditeansprüche an die Gesamtwirtschaft vermittelt, und weil die wachsende Ungleichheit von Vermögen und Einkommen dem Sektor Einkommensquellen verschafft (Vermögensverwaltung und Kreditvergabe). Die Krise zeigt, dass der Finanzsektor mit vielen dieser Aufgaben überfordert ist.

Dazu kommt: Noch stärker als andere Märkte ist der Finanzsektor von inhärenter Instabilität geprägt. Diese Instabilität lässt sich nicht ausmerzen, indem die Funktionsweise der einzelnen AkteurInnen und Elemente im Sinne eines Lehrbuchmodells vom Markt optimiert wird. Vorwiegend eine Beschränkung der Größe des Sektors und Maßnahmen zur Beschränkung der Verbindungen zwischen seinen verschiedenen Teilsegmenten (und dem damit einhergehenden Risiko der epidemischen Ausbreitung von Krisen) können gesamtwirtschaftliche Folgen von Finanzmarktkrisen eindämmen.

Die EU-Prioritäten ignorieren diese Zusammenhänge, treffen also nur zum Teil Kernfaktoren der jüngsten Krise, und sind vor allem von dem Bestreben geprägt, durch Identifikation von US- und UK-Hochburgen als Hauptproblem Anpassungskosten zu externalisieren. Darüberhinaus sind selbst die vorgesehenen neuen Regulierungsmaßnahmen von bescheidener Tragweite.

Die laut EU-Verordnung vom April 2009 vorgesehene Regulierung von Ratingagenturen² enthält im Wesentlichen die folgenden Bestandteile:

- Registrierungsverfahren für Ratingagenturen: Ratingagenturen müssen sich in Hinkunft wie Banken eine Konzession von einer zuständigen Behörde holen.
- Ratingagenturen dürfen keine Beratungsdienstleistungen mehr erbringen. Das soll Interessenskonflikte mindern.
- Veröffentlichungspflichten zu Ratingmethode und -validierung. In der Vergangenheit blieb die Art und Weise, wie Ratingagenturen zu einem Urteil kommen, weitgehend intransparent.
- Sicherstellung eines adäquaten Risikomanagements: Ratingagenturen müssen in Zukunft eine interne Stelle zur Überwachung der Qualität ihrer Ratings schaffen. Wenn sie über nicht genügend fundierte Informationen für ein Rating verfügen, dürfen sie keine Finanzinstrumente bewerten.
- Bedingungen für die Vergabe von unbeauftragten Ratings. In der Vergangenheit hatten Ratingagenturen ohne Auftrag Bewertungen von Unternehmen vorgenommen. Letztere sahen sich bei schlechtem Rating häufig gezwungen, ein gutes »nachzukaufen«.

Zwar werden Ratingagenturen damit aufgefordert, ihre Ratingmethoden zu überdenken und transparenter zu machen, allerdings ändert es nichts am generellen Stellenwert von Ratingagenturen, die Eckpfeiler eines marktbasierten Finanzsystems sind und bleiben, und an der Tatsache, dass zahlreiche Regulierungen durch Bezugnahme auf Ratings einen Markt für solche Bewertungen schaffen.

Der EU-Richtlinienentwurf für »Alternative Investmentfonds« (Private Equity- und Hedge Funds-Verwaltungen)³ enthält im Wesentlichen die folgenden zwei Maßnahmen:

- Registrierungspflicht für Hedge Funds in der EU
- Erhöhte Transparenzbestimmungen: Veröffentlichungspflicht z. B. über Handelsaktivitäten, eingesetztes Fremdkapital (*leverage*), etc.

Die erhöhten Transparenzbestimmungen werden zwar die Informationslage zu Hedge Funds verbessern, allerdings sind die Vorschriften in ihrer Geltung sehr beschränkt. So zielen die EU-Regelungen vor allem auf größere Hedge Funds mit einem Vermögen von über 100 Millionen Euro (sowie Private Equity Fonds mit über 500 Millionen Euro). Damit wären rund 70 Prozent der am EU-Markt tätigen Hedge Funds nicht betroffen. Zudem betrifft die Registrierungspflicht lediglich die Fonds-Manager, nicht aber die Hedge Funds selbst, was bei gleichzeitig ausbleibender Regulierung von Geschäftspraktiken der Marktmacht solcher Fonds wenig anhaben kann (vgl. Van der Stichele 2009). Die EU-Regelung verbindet die zaghafte Regulierung dieser Risikofonds auch mit einer Beseitigung bestehender Hindernisse für die freie Bewegung im Binnenmarkt. Fonds, die die neuen Regelungen erfüllen, sollen eine für die ganze EU gültige Lizenz erhalten, womit ihre Handlungsfreiheit weiter erhöht wird. Einschränkungen für die charakteristische Praxis der Leerverkäufe oder Regelungen für das Agieren dieser Fonds beim Aufkauf von Unternehmen fehlen in den Vorschlägen der Kommission (Dräger/Wehr 2010).

Die Praxis, Kreditforderungen in verbriefter Form weiterzuverkaufen, hat die Anreize für GläubigerInnen gesenkt, die Qualität der KreditnehmerInnen zu prüfen, so die gängige Interpretation einer der Hauptursachen für die Finanzkrise. Durch neue Regulierungen sollen diese Anreize gestärkt werden. Deshalb müssen in Zukunft alle verbriefenden Banken zumindest einen Teil der verbrieften Forderungen selbst behalten. Die in den vorliegenden EU-Gesetzesentwürfen vorgesehenen Mindestselbstbehalte für Verbriefungen wurden aber nach Kritik der Finanzindustrie ohne viel Gegenwehr von 15% auf 5% abgesenkt.

Was Managementgehälter und Boni im Bankgeschäft betrifft, wird mit der Debatte über Beschränkungen versucht, symbolische Verteilungspolitik mit einer Erhöhung der Anreize für längerfristig solides unternehmerisches Handeln zu verbinden. Die verteilungspolitische Komponente, die angesichts der Beschränkung auf den Finanzsektor ohnehin nur ein sehr selektives Vorhaben war, ist mit der absehbaren Aufgabe des Ziels von Gehaltsobergrenzen *de facto ad acta* gelegt, während sich die Debatte nun darauf zu beschränken scheint, AktionärInnen verstärkt zur Wahrnehmung ihrer eigenen Interessen zu motivieren, in dem versucht wird, durch Regeln und Mitspracherechte der AktionärInnen in Gehaltsfragen den längerfristigen Unternehmenserfolg gegenüber kurzfristigen Strategien in den Vordergrund zu rücken. Dem liegt die Annahme zugrunde, nicht das Prinzip der Führung von Banken im Dienste der AktionärInnen habe sich in der Krise als problematisch, weil zu kurzfristig orientiert, erwiesen, sondern seine unzureichende Durchsetzung. Angesichts der kurzfristigen Orientierung von vielen AktionärInnen ist das eine heroische Annahme.

Bei den in der Krise aufgetretenen Problemen von Finanzinstituten spielten Derivate eine wichtige Rolle, vor allem die in den letzten Jahren stark gewachsenen Credit Default Swaps, die gegen den Zahlungsausfall eines Schuldners versichern. Eine Vielzahl solcher *de facto* Wetten in der Hand weniger AkteurInnen und seine intransparente Struktur machten den Markt zum Risikofaktor (Jackson 2009). Rund 85% der Derivate werden »Over the counter« gehandelt (Van der Stichele 2009) – sind also maßgeschneiderte Produkte, die nicht an Börsen notieren. Das macht sie

intransparent, aber hoch profitabel, denn bei standardisierten Produkten sind die Gebühreneinkünfte für die Finanzinstitute ungleich geringer. Deshalb gibt es Widerstand seitens der Finanzindustrie, eine gesetzlich verpflichtende Standardisierung und Börsennotierung sämtlicher Derivate herbeizuführen, die aus Aufsichtsgründen erwünscht wäre. Die EU-Vorschläge sehen bislang Förderung und Ermutigung für die Industrie, aber keine zwingende Durchsetzung dieses Ziels vor.

Auch die jüngst in vereinzelt Statements in Regierungskreisen in Europa aufgetauchte Forderung nach einer Tobinsteuer auf Finanztransaktionen ist ein Klassiker symbolischer Politik. Weil alle damit rechnen, dass sie mangels internationaler Einigung sowieso nicht kommt, lässt sie sich gefahrlos fordern.

All diese Regulierungsforderungen zielen darauf ab, tragende Elemente des bestehenden Regelwerks des Finanzsektors so zu adaptieren, dass sie ihre Rolle so spielen, wie im zugrundeliegenden marktliberalen Modell gedacht: Managementgehälter sollen Anreize zu aktionärsorientierter Steuerung geben, Bilanzen sollen den »wahren« Wert von Finanzaktiva widerspiegeln, Derivate sollen Absicherung gegen Risiken ermöglichen, Hedge Funds sollen ähnlichen Regeln wie andere Finanzinstitute unterworfen werden.

Fundamentale Änderungen des Regulierungsmodells oder Eingriffe in die Funktionsweise des Finanzsystems werden hingegen vermieden, so als hätte nicht das Modell versagt, und sei nur seine Umsetzung unzureichend gewesen.

Aufrechterhaltung des Status Quo: Banken-Reregulierung in der EU

Den zweiten großen Strang der Regulierungsvorhaben in der EU bilden die Maßnahmen, die den Bankensektor betreffen. Dieses Set an Maßnahmen läuft auch unter dem Titel »CRD neu« bzw. Basel III. Denn im Wesentlichen geht es um eine Überarbeitung und Verfeinerung jener Regulierungsvorschriften für Banken, die bereits in der sogenannten Kapitaladäquanzrichtlinie (*Capital Requirement Directive* – CRD) umgesetzt und seit 2007 in der EU schrittweise implementiert wurden. Das Wesen der Kapitaladäquanzrichtlinie besteht darin, dass Banken ihr Risiko, das sie in der Bilanz aktivseitig eingehen (Kredite, Wertpapiere), besser messen und daher managen müssen. Für höheres Risiko hat die Bank passivseitig im Rahmen des Aufbaus von Eigenmitteln höhere Kapitalpuffer anzulegen. Werden Risiken der Aktivseite schlagend, können diese Puffer zur Absorbierung der entstandenen Verluste verwendet werden.

Zu den wesentlichen Elementen der neuen Richtlinie, deren einzelne Maßnahmen seit Anfang 2009 in Diskussion und Beschlussfassung sind, zählen hierbei die Überarbeitung der Eigenmitteldefinition, die Einführung einer sog. *leverage ratio*, die Bekämpfung der prozyklischen Wirkung von Basel II sowie eine Verfeinerung der Eigenmittelbestimmungen für Verbriefungen wie für bestimmte Positionen im Handelsbuch, und nicht zuletzt neue Vorschriften für das Liquiditätsrisikomanagement der Banken.

Während die neuen Bestimmungen für Verbriefungen und das Handelsbuch eher in den Bereich der symbolischen Politik fallen, da sie Verfeinerungen am bisherigen Regelwerk vornehmen – wie eben den oben beschriebenen Selbstbehalt von Banken bei der Verbriefung von Krediten, sowie höhere Eigenmittelvorschriften für manche Instrumente im Handelsbuch, also jener Teil der Bankbilanz, der den Handel mit Wertpapieren einer Bank verkörpert –, setzen die Vorschläge zum Liquiditätsrisiko-

management immerhin an einem bislang wunden Punkt in der Bankenregulierung an. Dem Thema Liquiditätsrisiko wurde jahrelang von aufsichtlicher Seite wenig Beachtung geschenkt, die entsprechenden gesetzlichen Vorschriften zur Begrenzung des Liquiditätsrisikos (§ 25 BWG) entstammen in Österreich dem Jahre 1979. Spätestens im Zuge der Finanzmarktkrise und dem Austrocknen des Interbankenmarktes (vgl. Redak 2009) wurde deutlich, dass die (Re-)Finanzierung der Banken auf wackeligen Beinen steht. Die neuen Vorschriften sehen sowohl eine kurzfristige (30 Tage) wie eine langfristige, strukturelle sog. *coverage ratio* für das Liquiditätsrisiko vor. Aufgrund der stiefmütterlichen Behandlung dieses Risikos sind diese Maßnahmen prinzipiell begrüßenswert.

Am intensivsten und heftigsten verläuft derzeit die Debatte um die Neudefinition der Eigenmittel. Sie stellt das eigentliche Kernstück der Reregulierung des Bankensektors dar. Wie in der Vergangenheit arbeitet die EU bei der Regulierung von Banken zusammen mit bzw. analog zum Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS), einem Gremium, das lange Zeit nur von den führenden Industrienationen besetzt wurde. Auch wenn der Ausschuss seit der letzten Reform nun auch mit Delegierten von »peripheren« Ländern wie etwa Russland, Brasilien und China bestückt ist, dominieren die Industrienationen und damit deren Interessen. Dies zeigt sich auch bei der Diskussion um die Neudefinition von Eigenmittel: erstens wird vor allem jenes Kapital (z. B. Aktienkapital) als hochrangig angesehen, das internationale Investmentbanken vorweisen können, zweitens können vor allem diese Banken die als wünschenswert eingestuften hohen Kapitalquoten erreichen.

Die derzeitige Definition von Eigenmitteln unterscheidet drei Eigenmittelbestandteile, die sich vor allem hinsichtlich ihres Zurverfügungstehens unterscheiden: Tier 1 wird auch Kernkapital genannt und beinhaltet nach derzeitiger österreichischer Rechtslage (§ 23 BWG) neben dem wichtigsten Bestandteil, dem eingezahlten Aktien- bzw. Gesellschaftskapital, offene Rücklagen, einen Teil der stillen Reserven sowie auch das im Zuge der Bankenhilfspakete vom Staat zur Verfügung gestellte Partizipationskapital. Kernkapitalfähig sind also jene finanziellen Mittel, die dem Kreditinstitut uneingeschränkt über die gesamte Laufzeit des Kernkapitalinstrumentes zur Verfügung stehen. Davon unterscheiden sich Tier 2-Bestandteile oder sog. Ergänzungskapital, das in der Regel mindestens acht Jahre dem Kreditinstitut zur Verfügung steht und von den KapitalgeberInnen (GläubigerInnen) nicht kündbar ist. In der Praxis weitgehend irrelevant ist das sog. Tier 3-Kapital, das zwar nachrangig (d. h. im Fall der Insolvenz der Bank nicht sofort zurückzuführen ist), aber nicht der weitgehenden Verfügungsgewalt der Bank unterstellt ist. Deshalb wird höchstwahrscheinlich Tier 3-Kapital im Zuge der Überarbeitung der Eigenmittelvorschriften von der Liste anrechnungsfähigen Kapitals gekippt werden.

Ungeachtet der gesetzlichen Vorschriften hat sich am Markt, also unter InvestorInnen wie Hedge Funds und Investmentbanken sowie Ratingagenturen, ein eigener Konsens entwickelt, welche Bank als gut kapitalisiert einzustufen ist. Demzufolge verfügt eine Bank über ausreichend Eigenmittel, wenn ihre Kernkapitalquote über 7%⁴ liegt (gesetzlich vorgeschrieben: 4%) und wenn sie über hohes sog. »Core Tier 1« verfügt. Diesen beiden Vorstellungen werden nun die neuen Eigenmitteld Definitionen des Basler Ausschusses gerecht (vgl. BCBS 2009). Als qualitativ höchstwertige Form der Eigenmittel (Core Tier 1) sollen zukünftig im Wesentlichen nur

mehr Aktien und einbehaltene Gewinne anerkannt werden. Und wiewohl noch keine Kernkapitalquote festgelegt wurde, ist es bereits jetzt aufsichtliche Praxis in den meisten EU-Ländern, von Banken mindestens 7% Tier 1-Quote zu verlangen. Dass diese Vorschläge vor allem auf große, international agierende Banken anzuwenden sind, erkannte man bald angesichts der Bedenken einiger Länder, deren Bankensysteme historisch stark regional und mittelständisch verankert sind. Deutschland, Italien und Österreich etwa haben Sorgen, dass kleinere Regionalbanken die Anforderungen an Qualität und Höhe der Eigenmittel nicht einhalten können. So etwa wäre insbesondere Genossenschaftskapital, also das eingezahlte Kapital der GenossenschaftlerInnen bei Genossenschaftsbanken (z. B. im Raiffeisensektor), die in diesen Ländern eine hohe Rolle spielen, nicht mehr Tier 1-fähig. Die Aufbringung von Kernkapital würde in diesen Ländern Milliardenbeträge erfordern, sodass sich die EU-Kommission mittlerweile gefordert fühlt und Ausnahmeregeln für derartige Eigenmittelformen in Aussicht stellt. Im übrigen ist auch das vom Staat im Zuge der Bankenhilfspakete bereit gestellte Partizipationskapital in Gefahr, nicht Teil des »Core Tier 1« zu werden, womit ja die ursprüngliche Zielsetzung der Staatshilfe, die Banken über hohe qualitätsvolle Rekapitalisierung wieder marktfähig zu machen, unterminiert würde.

Ungeachtet dieser ziemlich technizistischen Debatte über die Einzelheiten der Eigenmittelbestandteile, die weitgehend den Erwartungen der Märkte entgegen kommt, ändert sich mit der Überarbeitung der Eigenmittelbestimmungen nichts grundlegendes an der Regulierung von Banken in der EU. Die polit-ökonomischen Argumente, die auch schon für Basel II relevant waren (vgl. Redak 2006), lassen sich auch hier anführen:

Die Eigenmittelvorschriften beschränken in keiner Weise die riskanten Geschäftspraktiken von Banken. Vielmehr ist unter dem Motto des »anything goes« nach wie vor jede Tätigkeit von Kreditinstituten erlaubt, solange sie mit entsprechenden Eigenmitteln unterlegt wird. Nach wie vor wird entweder auf das zunehmend mathematisierte Risikomanagement der Banken selbst oder auf die Einschätzungen von Ratingagenturen zur Beurteilung des Kredit- und Marktrisikos vertraut. Ähnliches gilt auch für eine weitere Maßnahme, die Einführung der sog. *leverage ratio*, einer Maßzahl für das Verhältnis von Fremdkapital zur Bilanzsumme, die anzeigt, wie stark eine Bank fremdfinanziert – also »ge-leveraged« – ist. Sowohl Eigenmittelquoten wie *leverage ratios* sind zwar Kennzahlen, die das Risiko einer Bank anzeigen, es aber nicht beschränken. Bei unsicheren Geschäftspraktiken, wie beim Handel mit riskanten Wertpapieren bzw. bei Verbriefungen, wird zwar ein Finetuning vorgenommen, jedoch wird keineswegs in die Geschäftsfelder von Banken eingegriffen. Damit bleibt der Status Quo der Bankenpraxis unangetastet und eine grundlegende Debatte über die Aufgaben von Banken in der heutigen Volkswirtschaft findet nicht statt.

Vernachlässigung von Prozessreformen ermöglicht weiterhin *regulatory capture*

Während die Erwartungen in eine Re-Regulierung der Finanzmärkte hoch gesteckt werden, gibt es wenig Aufmerksamkeit für die Frage des Regulierungsprozesses selbst. Nur die VerteidigerInnen neoliberaler Marktpolitik konzentrieren sich darauf: Die Politik sei den Märkten kompetenzmäßig unterlegen, deshalb sei »Überregulierung« eine große Gefahr für die Effizienz des Finanzsektors. Aus derselben

Richtung kommt der Versuch, die Schuld an der Krise bei falscher Regulierung zu suchen, um den Marktmechanismus selbst vom Vorwurf des Versagens reinzuwaschen (ifo Schnelldienst 2008). Dies hat angesichts der Krisenerfahrungen weniger Plausibilität als je zuvor, doch das Misstrauen gegen den Regulierungsprozess ist nicht unbegründet. Jedoch nicht in dem Sinne der neoliberalen Theorie, die das freie Wirken von Marktmechanismen als positives Gegenbild hochhält. Zwar ist zu sehen, dass das behördliche Unterlassen von Schritten gegen den Aufbau von Risiken im Finanzsektor eine wichtige Rolle gespielt hat (Johnson 2009). Dies hat jedoch nichts mit prinzipieller Regulierungssohnmacht zu tun, sondern erstens mit der viel zitierten personellen Nähe und Verflechtungen zwischen Aufsichtsorganen und Beaufsichtigten. Zweitens mit der Hegemonie eines Denkmodells, das dem freien Wirken der Marktkräfte insbesondere im Finanzsektor enormes Vertrauen entgegenbringt und auch die Behörden beeinflusst hat. Und drittens mit der besonders exklusiven Natur regulatorischer Prozesse im Finanzsektor (Mooslechner et al. 2006).

Während der zweite Punkt, das Denkmodell, jüngst unter Beschuss und zumindest unter selektiven Anpassungsdruck gerät, herrscht die expertokratische Exklusivität und die Nähe zwischen dem Finanzsektor und seinen Aufsichtsorganen fort. Mit den Berichten zur Untersuchung der Krisenursachen und den Vorschlägen zur Neugestaltung der Finanzmarktregulierung wurden in Deutschland, Großbritannien und anderswo just die Leitfiguren des bestehenden Regulierungsestablishments beauftragt. Eine komplette konzeptionelle Kehrtwendung in Folge der Krise wäre aus ihren Federn überraschend gewesen.

Die in Gang gesetzten organisatorischen Änderungen der Aufsicht in der EU beziehen sich auf eine inhaltliche und organisatorische Anpassung: Die makroprudenzielle Komponente der Aufsicht soll gestärkt und die grenzüberschreitende Zusammenarbeit der nationalen Behörden verstärkt und schrittweise zu einer einheitlichen europäischen Aufsicht ausgebaut werden. Über eine reformierte personelle und institutionelle Zusammensetzung wird abseits der Frage, wie die Aufgabenverteilung zwischen nationalen und europäischen Gremien bzw. zwischen Zentralbanken und separaten Aufsichtsbehörden neu zu regeln ist, nicht diskutiert.

Der Regulierungsprozess in der EU selbst, der eine Dominanz von BehördenexpertInnen und intensive Konsultation des Finanzsektors vorsieht, steht überhaupt nicht zur Diskussion. Denn der Einfluss auf Regulierung berührt Machtfragen. Und so lange niemand da ist, um an den bestehenden Machtverhältnissen zu rütteln, gibt es keinen Druck auf Änderungen. Um die Legitimität des Prozesses zu stärken, müht sich die Europäische Kommission zwar seit Jahren, die Repräsentation der KonsumentInnenseite bei der Regulierung von Finanzprodukten zu stärken. Dieser Punkt ist auch Bestandteil der Arbeitsvorhaben nach der Krise. Was fehlt, sind massive Ressourcentransfers, um diese Stimmen zu stärken, sowie Überlegungen und Offensiven zur Verbreiterung der Mitsprache an Finanzregulierung über direkt im Finanzsektor Involvierte hinaus, also allen voran Lohnabhängige (Mooslechner et al. 2006, Augar 2009).

Schlussfolgerungen

Aus einer Sicht, die Finanzmärkten inhärente Instabilitätseigenschaften zuschreibt, da dort stets unsichere Zukunftserwartungen gehandelt werden, ist die Hoffnung

gering, mit dem derzeit vorgelegten Regelwerk Krisen zu verhindern. Zentral wäre in dieser Sicht eine Beschränkung von Geschäftsfeldern, eine Trennung von Marktsegmenten und Akteuren, um die fatale Übertragung von Instabilität von einem Teilsegment auf die anderen zu begrenzen (Orlean 2008). Darüber hinaus wäre die Begrenzung der Größe des Finanzsektors ein weiteres Mittel, um die Auswirkungen von Finanzkrisen auf die übrige Wirtschaft und Gesellschaft zu verringern.

Maßnahmen zur Verkleinerung des Finanzsektors oder Pläne für eine Redefinition seiner gesamtwirtschaftlichen Rolle, ganz zu schweigen von Maßnahmen gegen die gesamtwirtschaftlichen Ursachen der Finanzkrise, zählen nicht zu den EU-Prioritäten. Der Wunsch, dass der Finanzsektor keine dramatischen Krisen mehr verursacht, die enorme gesellschaftliche Kosten nach sich ziehen, ist vorhanden, doch strategische Initiativen und Weichenstellungen bleiben aus. Die bislang weitgehendsten offiziellen Vorschläge zur Reorganisation des Finanzsektors hat die US-Regierung vorgelegt, als sie im Jänner 2010 überraschend Pläne ankündigte, die Größe von Finanzinstituten zu limitieren und riskanten Geschäftsbereichen das staatliche Sicherheitsnetz zu entziehen. Was davon letztlich verwirklicht wird, und wie die EU darauf reagieren wird, ist derzeit offen, jedoch wird daraus deutlich, wie sehr die bisherigen EU-Regulierungsinitiativen im Vergleich einem strukturkonservativen Ansatz folgen.

Zwar sind auch in den G20-Statements und Regulierungsinitiativen durchaus Ansatzpunkte zu erkennen, die auf eine Verkleinerung des Finanzsektors zielen. Die Ausweitung der Reichweite von Regulierung, und die Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Finanzinstitute schränken die Spielräume für das erneute *leveraging* ein. Gleichzeitig wird in vielen Fällen die Konzentration des Finanzsektors als Folge der Krise weiter steigen: Gescheiterte Finanzinstitute werden von anderen aufgekauft. In Spanien, Frankreich und Deutschland wird die Krise vom Staat zur Konsolidierung des zersplitterten Sparkassensektors zu nutzen versucht. Noch größere Banken könnten am Ende entstehen, deren »too big to fail«-Eigenschaft sich dann weiter potenziert.

Die Schwerpunktsetzung der EU auf eine Re-Regulierung des Finanzsektors konzentriert sich also zum Teil auf inhaltliche Nebenschauplätze und auf eine Abwälzung des Anpassungsdrucks auf die angloamerikanische Welt, während durch EU-interne Regeln keine internationale Vorbildwirkung in den betreffenden Bereichen erzielt wird.

Durch die überwiegende Orientierung auf eine Re-Regulierung des Finanzsektors werden gleichzeitig zentrale Faktoren ausgeblendet, die für die fortschreitende Finanzialisierung und für die jüngste Krise verantwortlich sind.

Die Krise hat gezeigt, welche enormen Auswirkungen Finanzialisierungsprozesse auf die Gesellschaft haben. Eine adäquate Berücksichtigung der Gesichtspunkte und Haltungen der davon Betroffenen in der Gestaltung der Rahmenbedingungen ist aber kaum gegeben. Wenn Finanzunternehmen und finanzielle Gesichtspunkte zunehmend die Unternehmensführung in der Industrie bestimmen, wird etwa gewerkschaftliche Mitsprache an den Regeln, die dafür gelten, entscheidend. Regulierung im Finanzsektor hat stark marktgestaltende, ja marktschaffende Eigenschaften. Hier wird die Frage der Rolle von Finanzmärkten für die Gesellschaft mitentschieden, stellt also einen Bereich dar, in dem eine Verbreiterung der Debatten verstärkt werden müsste, um eine Kongruenz von Mitsprache und Betroffenheit zu

erreichen. Aktive Maßnahmen zur Mobilisierung von Gegengewichten zur Dominanz des Finanzsektors in seiner eigenen Regulierung und Beaufsichtigung wären notwendig, um eine Pluralität der Blickwinkel und Paradigmen in der Analyse von Marktgeschehnissen zu gewährleisten. Sonst ist kein Paradigmenwechsel in der Finanzmarktregulierung zu erwarten.

Literatur

- Augar, Philip (2009) Insiders cannot provide answers on finance, in: Financial Times 20. 7. 2009.
- BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2009) Strengthening the resilience of the banking sector, <http://www.bis.org/publ/bcbs164.pdf>.
- Becker, Joachim/ Johannes Jäger (2008) Die Subprime Krise und Europa, in: Kurswechsel 2/2008, 82-93.
- Bignon, Vincent/ Yuri Biondi/ Xavier Ragot (2009) An economic analysis of Fair Value: Accounting as a Vector of Crisis, Cournot Center for Economic Studies Prisme No. 15, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879273.
- Boin, Arjen/ Paul 't Hart/ Allan McConnell (2009) Crisis exploitation: political and policy impacts of framing contests, in: Journal of European Public Policy 16/1, 81-106.
- Brenner, Robert (2008) Devastating Crisis Unfolds, <http://www.solidarity-us.org/node/1297>.
- Dräger, Klaus/ Andreas Wehr (2010) Die EU und die Krise: »Die ewige Wiederkehr des Gleichen«, in: Jürgen Klute (Hg.) Jeder gegen Jeden?, Supplement der Zeitschrift Sozialismus 1/2010.
- Ifo Schnelldienst (2008) Zur Diskussion gestellt: Krise des Bankensystems: zu viel Finanzinnovationen, zu wenig Regulierung?, Heft 21.
- Jackson, Tony (2009) Time for CDS market to climb the evolutionary ladder, in: Financial Times 20. 7. 2009.
- Johnson, Simon (2009) The Quiet Coup, in: The Atlantic, May 2009, <http://www.theatlantic.com/doc/print/200905/imf-advice>.
- Krugman, Paul (2009) Revenge of the glut, in: New York Times 2. 3. 2009.
- Mooslechner, Peter/ Helene Schubert/ Beat Weber (2006) The Political Economy of Financial Market Regulation. The Dynamics of Inclusion and Exclusion, Cheltenham/Northampton
- Orléan, André (2008) Beyond transparency, <http://www.eurozine.com>.
- Redak, Vanessa (2006) Risks, Ratings and Regulation: Toward a Reorganization of Credit via Basel II?, in: Mooslechner, P. et al. (Hg.) 191-213.
- Redak, Vanessa (2009) Der Interbankenmarkt: Aufgaben – Probleme – Lösungen, in: AK Wien (Hg.), Märkte – Wettbewerb – Regulierung, Wettbewerbsbericht der AK 2009, Nr. 24, Schwerpunkt: Finanzmärkte, 36-40.
- Van der Stichele, Myriam (2009) An Oversight of Selected Financial Reforms on the EU Agenda, Amsterdam, http://somo.nl/news-en/critical-overview-somo-on-g-20-and-eu-financial-reforms/at_download/attachment.
- Weber, Beat (2009) Krise der Finanzmärkte, Krise der Risikoindividualisierung, in: PROKLA 154/39, 141-159.

Anmerkungen

- 1 Für die G20 siehe: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf, für die EU siehe: http://ec.europa.eu/financial-crisis/reforming/index_de.htm
- 2 Siehe: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_de.htm
- 3 Siehe: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_de.htm
- 4 Die Kernkapitalquote berechnet sich wie folgt: anrechenbares Kernkapital/risikogewichtete Aktiva. Die Basler Eigenmittelquote berechnet sich dementsprechend als anrechenbare Eigenmittel/risikogewichtete Aktiva und muss mindestens 8% betragen.