

Norbert Walter/Bernhard Speyer

## Zwischen *Governance* und Polymorphie

### Zur Regulierung internationaler Finanzmärkte heute

Durch die Regulierung internationaler Kapitalströme sollen die negative Effekte grenzüberschreitender Aktivitäten begrenzt oder gar verhindert werden. Dabei gilt, dass die nationalen Autoritäten unfähig sind, solche Regeln einseitig zu entwickeln und schließlich durchzusetzen. Insofern erscheint die *Governance* der internationalen Finanzmärkte, d.h. deren Regulierung, auf den ersten Blick als ein klassischer Fall von Regimebildung im Sinne des liberalen Internationalismus: Es werden internationale Regelwerke und kollektive Mechanismen zur Durchsetzung dieser Regeln geschaffen. Tatsächlich aber werden die internationalen Finanzmärkte durch eine Polymorphie geprägt, d.h. durch das Nebeneinander sehr unterschiedlicher Regulierungsformen. In diesem Beitrag wollen wir diese Polymorphie, die die heutigen internationalen Finanzmärkte strukturell widerspiegelt, diskutieren und Entwicklungslinien für die Regulierung der internationalen Finanzen aufzeigen.

### Zur Begrifflichkeit

Diese Ausführungen konzentrieren sich auf die Diskussion der *Governance* von globalen Finanzmärkten, also jenen Teilen der Finanzmärkte und ihrer Regulierung, die grenzüberschreitend sind bzw. den Regulierungsraum überschreiten.<sup>1</sup> Der Begriff der *Governance* hat mit Blick auf die Regulierung von Finanzmärkten einen dualen Charakter und wird im Folgenden entsprechend verwendet: Zum einen bezeichnet *Governance* die Struktur, innerhalb deren sich die Finanzmarktregulierung vollzieht. Zum anderen versteht man *Governance* als Ergebnis dieses Prozesses, d.h. die Gesamtheit der staatlichen und nichtstaatlichen Regeln und Konventionen, die das Verhalten der Akteure auf Finanzmärkten bezüglich

---

\* Prof. Dr. Norbert Walter, geb. 1944, Chefvolkswirt der Deutschen Bank Gruppe und Geschäftsleiter Deutsche Bank Research, <http://www.norbert-walter.de>

\*\* Dr. Bernhard Speyer, geb. 1966, Leiter des Referats „Banken, Finanzmärkte und Regulierung“, Deutsche Bank Research, <http://www.dbresearch.de>

<sup>1</sup> Die Differenzierung zwischen „grenzüberschreitend“ und „Regulierungsraum überschreitend“ ist mit Blick auf die EU geboten. Zum Regulierungsrahmen in der EU Kern, 2003.

der Struktur, des Volumens und der Preise internationaler und zum Teil nationaler Finanzströme beeinflussen.

Die Begründung für eine *Governance* der globalen Finanzmärkte basiert auf drei verschiedenen Sachverhalten:

- a) Die konventionelle Begründung lautet, dass durch die grenzüberschreitende Integration von Märkten ein Bedarf an Regulierung entsteht, die an die Stelle der bisherigen nationalen Regeln tritt. Dabei werden staatenübergreifend Regeln für jene Probleme geschaffen, die die nationalen Regierungen allein nicht mehr bewältigen können. Die Konsequenzen von Finanzkrisen lassen sich aufgrund der Verflechtung der nationalen Teilmärkte nicht auf einzelne Staaten beschränken. Finanzkrisen, die in einzelnen Staaten (bzw. einer Gruppe von Staaten) entspringen, haben auch negative externe Effekte für andere Staaten.
- b) Gemeinschaftliche Regelsetzung ist erforderlich, um ein *free-riding* einzelner Staaten und ein regulatorisches *race to the bottom* zu vermeiden. Eine Gefahr wird hier deshalb gesehen, da Finanzkapital und juristische Körperschaften von Finanzinstituten besonders mobil sind.
- c) Es geht um ein *level-playing field*, um Wettbewerbsverzerrungen für Marktteilnehmer aus verschiedenen Jurisdiktionen zu vermeiden. Gerade in den wettbewerbsintensiven Teilen des internationalen Finanzmarktes können bereits kleine Verzerrungen eine erhebliche Wirkung auf die Marktstellung einzelner Marktteilnehmer haben (*regulatory arbitrage*).

Diese Gründe legen eine Lösung entlang der Modelle des liberalen Internationalismus nahe. Danach entwickeln die Staaten in Anerkennung ihrer gegenseitigen Abhängigkeit und der Tatsache, dass sie durch isoliertes Handeln nicht in der Lage sind, eine wohlfahrtsoptimale Lösung zu erreichen, ein Interesse an kooperativen Lösungen. Gleichzeitig befürchtet aber jeder Staat, die Partner könnten von der vereinbarten Kooperationslösung abweichen, um den eigenen *pay-off* auf Kosten der anderen Mitspieler zu erhöhen. Entsprechend besteht die Herausforderung darin, Mechanismen zu entwickeln, die einerseits eine Überwindung des Problems kollektiven Handels ermöglichen, andererseits aber die Einhaltung der vereinbarten Regeln durch *self-enforcing*-Abkommen sicherstellen. Hierfür kommen u.a. Mechanismen wie Reziprozität, die Bündelung von Interessen aus verschiedenen Sachgebieten (*issue linkages*), das Konzept der Kleingruppen oder die Schaffung supranationaler Organisationen in Frage. Die Kooperation zwischen den Akteuren ist dabei um so wahrscheinlicher:

1. je kleiner die Anzahl der Spieler ist,
2. je größer das Bewusstsein der Interdependenz ist,
3. je homogener die Staaten (konkret ihre Finanzsysteme) *ex ante* sind,
4. je klarer die Aussicht auf Gewinne der Kooperation bzw. Verluste bei Unterlassen der Kooperation sind und
5. je mehr man auf vorhandene Infrastruktur der Kooperation aufbauen kann.

In der Realität sind die *Governance*-Strukturen der internationalen Finanzmärkte weniger geordnet, als es die Theorie erwarten lassen würde. Prägend sind das breite Spektrum an Formen und der geringe Grad der Institutionalisierung. Parallel zueinander finden internationales *hard law*<sup>2</sup>, internationales *soft law*<sup>3</sup> und Formen der Selbstregulierung<sup>4</sup> Verwendung. Wie ist nun dieser polymorphe Charakter zu erklären?

Die polymorphe Struktur der *Governance* globaler Finanzmärkte erklärt sich aus folgenden fünf Ursachen:

#### *Natur des Steuerungsobjekts*

Das Steuerungsobjekt ist nicht homogen. Es gibt keinen globalen Finanzmarkt schlechthin. Vielmehr handelt es sich um viele vernetzte Teilmärkte. Diese grenzen sich nach Subsegmenten der Finanzmärkte (beispielsweise Aktien-, Renten-, Derivate- und Devisenmärkte) sowie nach den darauf agierenden Akteursgruppen ab (Banken, Versicherungen, Bausparkassen, Investmentfonds).

Die Teilmärkte unterscheiden sich zudem stark im Grad und in der Form der Internationalisierung, ihrer historischen Herausbildung sowie der Zahl der Teilnehmer. Entscheidend für die Angemessenheit und die Entwicklung der internationalen *Governance*-Struktur für einzelne Teilmärkte ist nicht ein abstrakter Grad der Internationalisierung (z.B. daran gemessen, in wie weit sich auf diesem Markt ein einheitlicher Preis gebildet hat), sondern vielmehr die Anfälligkeit dieses Teilmarktes bei grenzüberschreitenden Krisen.

Im Bereich der internationalen Finanzmärkte folgt die Entwicklung von *Governance*-Strukturen, insbesondere Aufsichtsstrukturen, einem stabilen Pfad, an dessen Beginn die Klärung der jeweiligen Zuständigkeiten der Aufsichtsbehörden steht, bevor in der Regel internationale Vereinbarungen zum Austausch aufsichtsrelevanter Informationen folgen. Die nächste Stufe beinhaltet die Festlegung gemeinschaftlicher Regeln, wobei diese im weiteren Verlauf immer weniger nationale Ausnahmeregelungen zulassen. Danach setzen sich die (weitestgehend angeglichenen) internationalen Regeln durch. Abschließend werden internationale Aufsichtsorganisationen mit multilateraler Verantwortung etabliert.

Entsprechend der Ausprägung der wesentlichen Bestimmungsparameter der *Governance*-Strukturen – des Grades der Interdependenz und damit des Ausmaßes des potenziellen Schadens bei Nichtkooperation, des Grad des Bewusstseins der Interdependenz, der Homogenität der Akteure und der (Nicht-)Existenz funk-

<sup>2</sup> Hierunter fallen insbesondere die *Articles of Agreement* des IWF. Ferner könnte die EU Finanzmarktgesetzgebung als internationales *hard law* begriffen werden.

<sup>3</sup> Das beinhaltet u.a. die im Rahmen des Baseler Ausschusses der Bankenaufsichtsbehörden getroffenen Vereinbarungen.

<sup>4</sup> Dies umfasst z.B. die von Marktteilnehmern definierten Produktstandards für international gehandelte Finanzprodukte.

Tabelle 1:

## Governance-Charakteristika der Teilmärkte des globalen Finanzmarktes

	Banken	Wertpapier	Versicherungen
Anzahl international agierender Marktteilnehmer	sehr hoch	hoch	gering
Homogenität der Marktteilnehmer	weitgehend ausgewogene Präsenz von G-10 Instituten	Dominanz der US Wertpapierhäuser	weitgehend ausgewogen innerhalb G-10
Grad der Internationalisierung	hohe grenzüberschreitende Kreditvergabe, v.a. Interbankengeschäft; zahlreiche Institute mit kommerzieller Präsenz in mehreren Staaten	Verflechtung bisher nur über grenzüberschreitende Portfolio-Investitionen; nur kleine (aber zunehmende!) Zahl von Finanzinstituten und Börsen mit grenzüberschreitender kommerzieller Präsenz	überwiegend nationale Märkte (Ausnahme: Rückversicherer)
Erfahrung mit internationalen Krisen	zahlreich (e.g. Herstatt, BCCI, Schuldenkrise der 1980er)	bisher wenige (Aktienrash 1987, LTCM; Russlandkrise 1999)	keine
Grad der Homogenität der Produkte	hoch	gering	hoch
Transparenz der Anreizstruktur der Produkte	noch weit gehend transparent	sehr komplex	transparent
Länge der institutionell verankerten internationalen Kooperation	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1930) Basel Committee on Banking Supervision (1974)	International Organisation of Securities Commissions, IOSCO (1984)	International Association of Insurance Supervisors, IAIS (1994)

tionaler Eliten – zeigt sich, dass die am stärksten internationalisierten und integrierten Teilmärkte die intensivsten *Governance*-Strukturen aufweisen (siehe Tabelle 1).

#### *Die Steuerungsobjekte sind dynamisch*

Finanzmärkte sind von einem hohen Innovationsgrad gekennzeichnet. Institutionelle Strukturen, von den Akteuren genutzte Instrumente sowie die Struktur und Richtung der grenzüberschreitenden Finanzkapitalströme ändern sich rasch. Entscheidend ist dabei, dass sich durch diese Innovationen der Umfang und die Verteilung der Risiken auf den Finanzmärkten ändern, was wiederum eine Reaktion der Aufsichts- und Regulierungsbehörden erforderlich macht. Der Versuch, für einen derart dynamischen Markt *Governance*-Strukturen mit Hilfe von internationalem *hard law* festzulegen, ist bereits im Ansatz unangemessen.

Diese Erkenntnis findet auch ihre praktische Konsequenz in der Entscheidung der EU, den institutionellen Rahmen für ihre Finanzmarktgesetzgebung zu verändern. Die Einführung des sog. Lamfalussy-Verfahrens für die EU-Finanzmarktgesetzgebung ist von der Zielsetzung getragen, durch die Trennung von Regulierungsmaßnahmen in Rahmengesetzgebung<sup>5</sup> und Detailvorschriften<sup>6</sup> eine größere Flexibilität der EU-Finanzmarktregulierung zu erreichen. Auf diese Weise soll sicher gestellt werden, dass die Regulierung nicht hinter die Markterfordernisse zurück fällt.<sup>7</sup>

#### *Die Zielsetzung der Governance ist nicht eindeutig*

Wie bereits beschrieben, überlagern sich im Bereich der Regulierung von Finanzmärkten zwei konträre Zielsetzungen: einerseits der allen Staaten gemeinsame Wunsch, die Stabilität der internationalen Finanzmärkte zu erhalten, andererseits die Nutzung von Regulierung als *man-made*-Wettbewerbsfaktor, wobei die Staaten in Konkurrenz stehen. Die Konkurrenz bezieht sich dabei auf die Form, nicht das Niveau der Regulierung. Begründet ist dies zum einen darin, dass ein nachhaltiger Wettbewerbsvorsprung gegenüber anderen Finanzmärkten nur dann erreicht werden kann, wenn die Regulierung im betreffenden Land ausreicht, um Stabilität zu gewährleisten. Anders ausgedrückt: Da nationaler und internationaler Finanzmarkt zusammenhängen, blieben die negativen Folgen mangelhafter Regulierung auch im heimischen Finanzsystem hängen. Zum anderen bewirkt die Selbstregulierung des Marktes, dass Marktteilnehmer und Finanz-

---

<sup>5</sup> Die Rahmengesetzgebung unterliegt dabei weiterhin der Mitentscheidung von Rat und Europäischem Parlament.

<sup>6</sup> Die Detailvorschriften werden im Rahmen des sog. Komitologieverfahrens von der EU-Kommission als Exekutivakt erlassen.

<sup>7</sup> Erste Bewertungen deuten darauf hin, dass sich das Lamfalussy-Verfahren bewährt. Vgl. Inter-Institutional Monitoring Group, 2003.

plätze mit unzureichender Regulierung sanktioniert werden. Beispielsweise leiden Finanzinstitute aus schlecht beaufsichtigten nationalen Finanzmärkten unter höheren Finanzierungskosten. Ebenso sehen sich Emittenten aus Finanzmärkten mit mangelndem Anlegerschutz mit einer niedrigeren Nachfrage nach ihren Wertpapieren konfrontiert. Die undifferenzierte Prognose eines regulatorischen *race to the bottom* ist daher weder ein überzeugender Theorieansatz noch empirisch nachweisbar.

### *Dominante Rolle zweier staatlicher Akteure*

Die Regulierung der internationalen Finanzmärkte ist stark von den Interessen der beiden globalen Finanzzentren London und New York bzw. der beiden dahinter stehenden Regierungen geprägt. Diese sind die mit Abstand wichtigsten Devisenhandels- und Auslandsbankenplätze. Allein der US-Aktienmarkt umfaßt ca. 50 Prozent der globalen Marktkapitalisierung. Die hierbei führenden Finanzinstitute haben ihre Hauptaktivitäten entweder in den USA oder in Großbritannien. Deshalb tragen Finanzdienstleistungen in diesen beiden Staaten nicht nur substanzial zur inländischen Wertschöpfung bei, sondern stellen zusammen ca. 50 Prozent der globalen Exporte von Finanzdienstleistungen. Aus dieser Dominanz sowie ihrem massiven kommerziellen Interesse an der *Governance*-Struktur der internationalen Finanzmärkte folgt dreierlei:

*Erstens* ist die Festlegung internationaler Regeln für die globalen Finanzmärkte nur bei Zustimmung der USA und Großbritanniens sinnvoll, da sonst wesentliche Teile des internationalen Finanzmarktes nicht erfaßt werden. Daraus folgt *zweitens*, dass die vereinbarten Regeln den Interessen dieser beiden Staaten entsprechen müssen, da es sonst keine Zustimmung gibt, und *drittens* gilt, dass sich aufgrund des wirtschaftlichen Interesses der beiden Staaten und der jeweils dort ansässigen *financial community* eine intellektuelle Kapazität und geistige Führerschaft bei der Regulierung von Finanzmärkten entwickelt hat. Ihre Dominanz führt dazu, dass die USA und – abgesetzt – Großbritannien als weitgehend autonome Regelsetzer agieren. Die übrige Welt ist dem entsprechend in erster Linie „Regelnehmer“. Angesichts der steigenden Rückwirkungen weiterer Volkswirtschaften und Finanzmärkte und der wachsenden Bedeutung ausländischer Marktteilnehmer für den US-Finanzmarkt müssen jedoch auch die USA (und Großbritannien<sup>8</sup>) bei ihrer Regelsetzung in erhöhtem Maße die Reaktion dieser Marktteilnehmer berücksichtigen. In den Jahren 2002/03 wurden beispielsweise über die Hälfte der US-Schatzbriefe von der *Bank of Japan* und der *People Bank of China* gekauft.

In einer Welt liberalen Internationalismus' ist das Regelwerk (a) bestimmt von der Natur des zu lösenden Problems und (b) von der Einschätzung der betei-

---

<sup>8</sup> Für Großbritannien ist der Freiheitsgrad bei der Regelsetzung aufgrund der Mitgliedschaft in der EU ohnehin deutlich geringer als jener der USA.

ligten Nationen darüber, durch welchen *self-enforcing* Mechanismus eine Durchsetzung der Regeln erreicht werden kann. In einer von zwei dominanten Zentren bestimmten Welt spiegelt die Gestalt des Regelwerks darüber hinaus die Durchsetzungskraft dieser Zentren gegenüber der restlichen Welt wider. Angesichts der dominanten Rolle der USA und Großbritanniens wird die *Governance*-Struktur der internationalen Finanzmärkte von den folgenden Parametern bestimmt: Welche negativen Folgen gibt es für die USA (und Großbritannien), wenn andere Staaten einem von Seiten der USA als notwendig angesehenen Regulierungsbedarf nicht folgen? Wie homogen sind die Interessen der übrigen Staaten, und wie hoch ist ihr Anreiz, Vorgaben der dominanten Staaten zu folgen?

Das Ausmaß des Anreizes, den Vorgaben der beiden dominanten Staaten zu folgen bzw. davon abzuweichen, wird bestimmt durch den direkten ökonomischen Nutzen, das Reputationsrisiko bzw. den potenziellen politischen Schaden sowie durch die Eindeutigkeit des Sachverhalts, d.h. ob ein aus Sicht der USA bzw. Großbritanniens regelwürdiger Sachverhalt auch von anderen Akteuren als regelungswürdig angesehen wird.

#### *Finanzmarktregulierung als Multi-level-Governance*

Internationale Regimebildung ist im Sinne Putnams ein Zwei-Ebenen-Spiel, bei dem das Ergebnis nicht nur durch die zwischenstaatliche Zusammenarbeit der Regierungen bestimmt wird, sondern auch durch die Interaktion der beteiligten Regierungen mit ihren jeweiligen innenpolitischen Akteuren (Putnam, 1988). Zu diesen zählen neben den nationalen politischen Akteuren (Parlamente, Koalitionspartner, zweite Kammer) auch private Marktteilnehmer. Dieses Modell gilt gerade für Regulierungsfragen, in dem die von der Regelung betroffenen privaten Akteure Nachfrager von Regulierung sind oder diese zu beeinflussen suchen und dafür auch bereit sind, Ressourcen aufzuwenden. Umgekehrt wird unterstellt, die Anbieter von Regulierung, d.h. staatliche Akteure, hätten ein ökonomisches Interesse, sei es in Form von Parteispenden oder größeren Verwaltungsapparaten.

Um die Struktur der internationalen Finanzmarktregulierung zu verstehen, muss berücksichtigt werden, dass die unmittelbar von der Regulierung Betroffenen eine aktive Rolle in diesem Prozess spielen. Nichtstaatliche Akteure – in dieser Analyse auf die Finanzindustrie beschränkt – haben ebenso wie die staatlichen Akteure ihren Anteil an der Gestaltung der *Governance*-Strukturen. Die Beteiligung der Finanzintermediäre<sup>9</sup> und ihrer Interessenverbände ist auf zwei Ursachen zurückzuführen: Einerseits strebt die Finanzindustrie eine Einflussnahme aus eigener Initiative an, andererseits erbitten staatliche Normensetzer eine Beteiligung der Finanzindustrie. Der Wunsch nach Einflussnahme seitens

---

<sup>9</sup> Im Folgenden werden die Begriffe Finanzindustrie und Finanzintermediäre austauschbar verwendet.

der Finanzindustrie ergibt sich dadurch, dass Finanzmarktregulierung *deeper integration par excellence* ist. „*Deeper integration*“ bezeichnet Formen der internationalen Integration, die die Regelung von *behind-the-border*-Aspekten beinhalten – im Gegensatz zur klassischen Integration, die sich auf die Verringerung bzw. Abschaffung sog. *border measures* wie Einfuhrzöllen oder -quoten beschränkt. Finanzmarktregulierung erfüllt nicht zuletzt durch ihre intensive Verknüpfung zu anderen Normenfeldern – Gesellschafts-, Steuer- und Handelsrecht, Rechnungslegung – in besonderem Maße diese Definition von *deeper integration*.

Das Engagement der Finanzindustrie bei der Gestaltung der *Governance*-Struktur basiert demnach auf folgenden Motiven: Erstens, als ein Sachverhalt der *deeper integration* entscheidet die Natur der Finanzmarktregulierung elementar über die Wettbewerbsfähigkeit der jeweiligen nationalen Finanzindustrie und die Profitabilität der Finanzindustrie insgesamt. Zweitens, je größer die Kluft zwischen privatem und öffentlichem Wirtschaftsraum ist, desto höher sind die privatwirtschaftlichen Kosten des Operierens in unterschiedlichen Systemrahmen.

Finanzinstituten stehen zwei Kanäle der Einflussnahme offen: Einerseits die aktive, eigene Interessenvertretung und andererseits die Vertretung ihrer Interessen durch die jeweilige Regierung. Aber auch Regierungen fragen nach deren aktiven Beteiligung in diesen Fragen. Die Gründe hierfür sind:

- a) Innerhalb der Finanzindustrie existiert eine höhere fachliche Expertise bezüglich des zu regelnden Sachverhaltes.
- b) Durch die Einbindung des Privatsektors wird versucht, die Effektivität einer Regulierungsmaßnahme zu erhöhen. Aufgrund der hohen Mobilität des Finanzkapitals und der daher einfachen Möglichkeit, Regulierung räumlich und sachlich zu umgehen, ist eine Regulierung *mit dem Markt* besser als eine Regulierung *gegen den Markt*.
- c) Eine Beaufsichtigung von Finanzinstitutionen und Transaktionen erfordert eine Aufsicht „in Echtzeit“. Da dies wegen der engen Verflechtung der Kapitalmärkte und den geringen Reaktionszeiten der Finanzmärkte nicht möglich ist, wandelt sich die Philosophie der Finanzaufsicht immer mehr von einer *ex post* agierenden, auf quantitativen Regeln beruhenden, regelgebundenen Aufsicht hin zu einer qualitativen, prozessorientierten und individualisierten Aufsicht.<sup>10</sup>
- d) Die Einbindung nichtstaatlicher Akteure geht auch auf die Dominanz der USA und Großbritanniens in diesem Bereich zurück. In diesen Staaten hat der Dialog zwischen Regierung und Finanzindustrie, etwa in Gestalt von Konsultationsverfahren, eine ebenso lange Tradition wie das Instrument der Selbstregulierung.

---

<sup>10</sup> Konkret heißt dies z.B., dass nicht mehr *ex post* die Einhaltung von bestimmten Solvabilitätsvorgaben geprüft wird, sondern vielmehr bei jeder einzelnen Bank der Prozess des Kapital- und Bilanzmanagements anhand allgemeiner, qualitativer Regeln geprüft wird.



- e) Schließlich kann davon ausgegangen werden, dass Lösungen des privaten Sektors in Form von Selbstregulierung größere Flexibilität besitzen als die Vereinbarung internationalen *hard laws*.

Der Einfluss nichtstaatlicher Akteure auf die Etablierung von *Governance*-Strukturen für die internationalen Finanzmärkte erscheint förderlich. Gleichwohl muss betont werden, dass es sich dabei nicht um ein schlichtes Zwei-Ebenen-Spiel im Putnam'schen Sinne handelt, sondern um ein sehr vielschichtiges Spiel mit wechselnden Allianzen. Die Linien der Verhandlungspositionen können dabei verlaufen a) zwischen Regierungen einerseits und der Finanzindustrie als Ganzes andererseits; b) zwischen der nationalen Finanzindustrie im Konzert mit der eigenen Regierung gegen die Koalition aus Finanzindustrie und Regierung anderer Staaten; und c) transnational agierende Finanzintermediäre mit oder ohne Regierungen gegen die auf rein nationale Märkte orientierte Finanzindustrie.

### Ein Zwischenfazit

Auch wenn die Notwendigkeit einer Regulierung internationaler Finanzmärkte weitgehend unstrittig ist, lässt sich daraus nicht ableiten, dass eine multilaterale Kooperationslösung stets die optimale Lösung für das Steuerungsproblem ist. Vielmehr sind auch andere Lösungen denkbar. Ein einheitliches *Governance*-Modell für alle Teilmärkte des internationalen Finanzmarktes könnte – wenn die verschiedenen Präferenzen der Marktteilnehmer in unterschiedlichen Jurisdiktionen ignoriert werden – sogar Wohlfahrt verringern statt diese zu steigern (Esty/Geradin, 2000, p. 237).

Die daraus resultierende polymorphe Struktur der Regulierung internationaler Finanzmärkte erklärt sich aus dem Zusammenwirken von fünf Faktoren:

1. Es gibt nicht ein homogenes Steuerungsobjekt. Vielmehr handelt es sich um eine Vielzahl von Steuerungsobjekten, die aus den vernetzten Teilmärkten des internationalen Finanzmarktes besteht.
2. Die Steuerungsobjekte sind dynamischer Natur. Rigide *Governance*-Strukturen können daher keine effektive Regulierung bewirken. Sinnvoller Weise müssen fließende Strukturen zur Anwendung kommen.
3. Das Ziel der *Governance* ist nicht eindeutig definiert. Neben dem gemeinschaftlichen Ziel der Wahrung der Stabilität ist es die Erhaltung der miteinander konkurrierenden Finanzplätze, insbesondere in Gestalt des Wettbewerbs verschiedener Regulierungsformen.
4. Die *Governance*-Struktur der internationalen Finanzmärkte wird wesentlich bestimmt von der Dominanz zweier staatlicher Akteure: der USA und – in geringerem Maße – Großbritanniens.
5. Die *Governance* internationaler Finanzmärkte ist Resultat eines komplexen Multi-Ebenen-Spiels, bei dem staatliche und nichtstaatliche Akteure, primär die Finanzindustrie, in wechselnden Koalitionen handeln.

## **Basel I und Basel II – Fallbeispiele für internationale Eigenkapitalstandards**

Die skizzierten Faktoren für die Bestimmung der *Governance*-Strukturen der globalen Finanzmärkte sowie deren Entwicklung und Gewichtsverschiebung lassen sich anhand der internationalen Vereinbarungen über die Mindestkapitalausstattung international agierender Banken (Basel I und II) gut illustrieren.

Eigenkapital ist die ultimative Absicherung von Kreditinstituten gegenüber unerwarteten Verlusten. Die Stabilität einzelner Institute und damit auch des Finanzsystems insgesamt hängt daher an einer hinreichenden Unterlegung der risikotragenden Aktivitäten eines Kreditinstituts. Gleichzeitig bilden Kapitalvorschriften, die ein Mindestverhältnis zwischen Eigenkapital und Aktiva festlegen, auch eine Begrenzung des Ausmaßes, in dem Kreditinstitute Risiken eingehen können, da die zu jedem Zeitpunkt gegebene Eigenkapitalausstattung nicht beliebig erweiterbar ist. Aus Sicht eines Emittenten ist Eigenkapital jedoch wegen des Residualanspruchs der Eigentümer eine teure Ressource. Eigenkapitalvorschriften beruhen deshalb nicht prinzipiell auf der einfachen Regel eines „je mehr, desto besser“. Vielmehr soll das Eigenkapital in einem angemessenen Verhältnis zum tatsächlichen Risikogehalt der dagegen stehenden Aktiva stehen, insofern als dass risikoreichere Aktiva eine höhere Eigenkapitalunterlegung erfordern *et vice versa*. Während im ersten Baseler Abkommen hierfür noch ein vergleichsweise krudes Gewichtungsschema festgelegt war, soll mit Basel II eine stärkere Differenzierung nach dem tatsächlichen Risikogehalt der Aktiva erreicht werden.

Basel I hatte zwei Zielsetzungen: Erstens hatten viele der international agierenden Banken nach der lateinamerikanischen Schuldenkrise und der US-Bankenkrise der 1980er Jahre eine mangelnde Kapitalbasis. Das löste Sorgen um mögliche negative internationale Rückwirkungen aus, sollte eines dieser Institute scheitern. Zweitens gab es massive Klagen seitens der großen US-Finanzinstitute über Wettbewerbsverzerrungen zu Gunsten der japanischen Banken, die nach nationalen Regeln nichtrealisierte Beteiligungsgewinne als Eigenkapital anrechnen konnten (vgl. Scott/Iwahara, 1994; p.1; Calomiris/Litan, 2000, p. 293). Die USA entwickelten daraufhin weit gehend im Alleingang ein Rahmenwerk für Eigenkapitalvorschriften, das ab 1986 – zunächst im nationalen Rahmen – Anwendung fand. Im darauf folgenden Jahr nahmen die USA Verhandlungen mit Großbritannien über einen gemeinsamen Standard auf; eine Einigung mit den anderen im Baseler Ausschuss vertretenen G-10-Staaten fand vor dem Hintergrund der Drohung der USA und Großbritanniens statt, nötigenfalls einen Alleingang zu vollziehen. Die anderen Staaten brachten daraufhin nur noch marginale Änderungen ein.

Die Genese von Basel I belegt, dass es bei der Festlegung dieses Regelwerkes nicht nur um den Aspekt der Sicherung der Stabilität, sondern mindestens eben-

so um Wettbewerbsfragen geht. Bei Basel I wurde kein Mechanismus zur Durchsetzung des Standards vereinbart. Vielmehr handelt es sich bei Basel I (wie bei Basel II) um internationales *soft-law*, das auf Grund der Bindungswirkung zur notwendigen Mindestanforderung wurde. Allerdings erlangten die Baseler Mindestkapitalvorschriften im weiteren Verlauf eine für *soft-law* bemerkenswerte Bindungswirkung, weil sie im Finanzmarkt zu einer aus Sicht der Marktteilnehmer notwendigen Mindestanforderung wurden.

Schließlich ist festzustellen, dass das Regelwerk von Basel I noch stark geprägt war vom Glauben an die Möglichkeit eines Mikromanagements der Risiken einer Bank durch die Aufsichtsbehörden. Ganz in der Tradition der quantitativ-regelgebundenen Regulierung legt Basel I Grenzwerte fest, die *ex post* überprüft werden und bei deren Unterschreiten eine Sanktion erfolgt. Sinnvoller wäre es gewesen, bereits die Annäherung an diese zu sanktionieren.

Basel I erreichte zwar die Zielsetzung, die Eigenkapitalbasis international agierender Banken zu stärken und diente zweifelsohne auch als ein Katalysator für die Verbesserung des Risikomanagements der Kreditinstitute. Gerade diese Fortschritte sorgten aber im Verbund mit Verbesserungen bei der theoretischen Fundierung des Risikomanagements zu einer wachsenden Unzufriedenheit der Kreditinstitute, da sich die Kluft zwischen der Methodik von Basel I und der Praxis des Risikomanagements dramatisch ausweitete. Dies führte in Verbindung mit den Fortschritten in der Finanztechnologie zu massiven Fehlanreizen und einer zunehmenden Kapitalarbitrage, so dass selbst die primäre Zielsetzung von Basel I – die Sicherung der Stabilität – nicht mehr gewährleistet schien.<sup>11</sup>

Basel II beleuchtet drei wichtige Veränderungen: Die geringere Dominanz der USA, die zunehmende Rolle nichtstaatlicher Akteure und die veränderte Methodik der Regulierung.

Anders als Basel I ist der Basel II-Prozess kein *fait accompli* der USA (im Verbund mit Großbritannien). Zwar sind die USA innerhalb des Baseler Ausschusses noch immer der einflussreichste Spieler; aber im Marktsegment des internationalen Bankgeschäfts sind sie nicht mehr so dominant, als dass sie andere Staaten beliebig dominieren könnten. Zudem sind europäische Banken mittlerweile substanzielle Spieler im US-Markt, die ihre Forderungen auch direkt dort einbringen. War Basel I eine Entwicklung der Bankenaufsichtsbehörden, so wurde Basel II von Aufsichtsbehörden und Finanzindustrie gemeinsam entwickelt. Die Expertise der Kreditwirtschaft beim Risikomanagement bildete eine wichtige methodische Grundlage für die Konzeption von Basel II, das die Verlagerung von einer regelgebundenen hin zu einer prozessorientierten Aufsichtsphilosophie widerspiegelt. Diese überlässt den Finanzinstituten weiten Raum bei der Wahl der Methodik und anerkennt bankinterne Instrumente explizit als Teil des methodischen Rahmens. Gleichzeitig bezieht Basel II mit der sog. „Drei-

<sup>11</sup> Zur Motivation von Basel II vgl. Calomiris/Litan, 2000, p. 309.

Säulen-Struktur“ des Abkommens die Marktdisziplin (dritte Säule) als ein wesentliches Instrument der Regulierung ein. Zudem wird mit dem „*supervisory review process*“ (zweite Säule) die Aufsicht individualisiert und fluider gemacht, sodass Eingriffe der Aufsichtsbehörde nicht erst bei Verletzung der Mindestnormen, sondern bereits bei Annäherung an dieselben erfolgen können.<sup>12</sup>

## **Künftige Entwicklungslinien der Regulierung**

Im Folgenden werden abschließend fünf Entwicklungslinien der *Governance* internationaler Finanzmärkte aufgezeigt:

### *1) Mehr Regulierung mit dem Markt, nicht gegen den Markt*

Durch die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte sind traditionelle Formen der Regulierung in Form von Ge- und Verboten zunehmend unwirksam, da sich die Akteure und Kapitalströme durch räumliche Verlagerung oder Produktinnovation dem entziehen können. Moderne Formen der Regulierung setzen daher zum einen auf die Selbstregulierungskräfte des Marktes und zum anderen darauf, relative Preise durch Anreize zu verändern. Ein Beispiel dafür sind die Standards und Kodizes guter Wirtschafts- und Finanzmarktpolitik, deren Einhaltung durch den IWF bewertet wird. Da *non-compliance* von den Finanzmärkten in Gestalt höherer Risikoaufschläge für staatliche Emittenten bestraft wird, besteht somit ein (hoher) Anreiz zur Einhaltung.

### *2) Übergang von quantitativ regelgebundenen zu qualitativ prozessgebundenen Aufsichtsformen*

Das Risiko einer Finanzinstitution kann sich aufgrund der hohen internationalen Verflechtung der Märkte, der Komplexität der Aktiva sowie der hohen Reaktionsgeschwindigkeit der Finanzmärkte innerhalb kürzester Zeit gravierend verändern. Die alleinige Festlegung simpler Kennziffern, um die Stabilität von Finanzinstitutionen garantieren zu können, ist daher unzureichend. Vielmehr ist es sinnvoll, die Form der Regulierung dahin gehend zu verändern, dass staatlicherseits zwar noch das Ziel definiert wird, den Finanzinstituten aber Freiheit bezüglich der Wahl der Methoden gelassen wird. Die Rolle staatlicher Stellen beschränkt sich dann zum einen darauf zu prüfen, ob die gewählte Methodik grundsätzlich geeignet ist, das gegebene Ziel zu erreichen, sowie zum anderen auf die Kontrolle der Prozessqualität (Large, 1998, p. 20f.).

### *3) Graduelle Erosion der US-Dominanz als Regelsetzer*

Während heute die USA noch ein weit gehend autonomer Regelsetzer im Bereich der Finanzmarktregulierung sind, zeichnet sich eine graduelle Erosion die-

---

<sup>12</sup> Die erste Säule sind die revidierten Mindestkapitalvorschriften.

ser Macht durch zwei Entwicklungen ab: Erstens wechselten die USA von der Rolle eines Netto-Gläubigers in die eines Netto-Schuldners gegenüber dem Rest der Welt; und zweitens durch bemüht sich die EU, einen einheitlichen europäischen Finanzbinnenmarkt zu schaffen. Hierdurch erlangt die EU in immer mehr Marktsegmenten eine so kritische Masse, dass die für die europäischen Teilmärkte definierten Regulierungsstrukturen auch jenseits der EU Relevanz erlangen können.

#### 4) Konvergenz des Steuerungsobjekts

Die Unterschiede der einzelnen Teile des Finanzmarktes erodieren zunehmend. Auf nationaler Ebene wurde daraus bereits in vielen Staaten die Konsequenz gezogen, die bisher getrennten Teile der Finanzaufsicht institutionell unter einem Dach zu vereinen.<sup>13</sup> Auf internationaler Ebene widerspiegelt sich dies u.a. in der Gründung des *Financial Stability Forum* (FSF). Gleichzeitig ist auch eine materielle Angleichung der Regulierungs- und Aufsichtspraktiken sowie der entsprechenden Standards deutlich erkennbar.

#### 5) Unterschiedliche Geschwindigkeit globaler Regimebildung

Ungeachtet der polymorphen Form der *Governance* globaler Finanzmärkte ist ein Trend zur Bildung internationaler Regime erkennbar. Dies vollzieht sich jedoch in den verschiedenen Segmenten des Finanzmarkts in unterschiedlichen Geschwindigkeiten. Regimebildung geht dort schneller, wo es um eher technische Regelungen geht, langsamer dort, wo es um politische und wirtschaftliche Interessen geht.

### Literaturverzeichnis

- Basel Committee on Banking Supervision, 1999: Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basel Accord, BCBS Working Paper No. 1, Basel.
- Briault, Clive, 1999: The Rationale for a Single National Financial Services Regulator; FSA Occasional Paper, London.
- Calomiris, Charles W. und Robert E. Litan, 2000: Financial Regulation in a Global Marketplace; in: Robert E. Litan/Anthony M. Santomero (Eds.): Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2000, Washington, D.C., 283-323.
- Committee of Wise Men (Lamfalussy-Group), 2001: Final Report on the Regulation of European Securities Markets, Brussels.
- Esty, Daniel C. und Damien Geradin, 2000: Regulatory Co-opetition; in: Journal of International Economic Law, Vol. 3, 235-255.
- European Central Bank (ECB), 2001: The New Capital Adequacy Regime – The ECB Perspective; in: Monthly Bulletin, May, 59-74.

<sup>13</sup> So z.B. die Schaffung von integrierten Finanzaufsichtsbehörden in Deutschland (BaFin, 2002) und in Großbritannien (FSA, 1998).

- Financial Stability Forum, 2000: Report of the Follow-up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards, Basel.
- Gilpin, Robert, 1987: *The Political Economy of International Relations*, Princeton, N.J.
- Inter-Institutional Monitoring Group, 2003: *Second Interim Report Monitoring the Lamfalussy Process*, Brussels.
- Keohane, Robert O., 1984: *After Hegemony – Cooperation and Discord in the World Political Economy*, Princeton, N.J.
- Kern, Steffen, 2003: Reform of EU regulatory and supervisory structures: progress report; in: Deutsche Bank Research, *EU Monitor, Financial Market Special*, No. 4.
- Large, Andrew, 1998: *The Future of Global Financial Regulation*; Group of Thirty Occasional Paper No. 57, Washington, D.C.
- Oye, Kenneth A., 1985: Explaining Cooperation under Anarchy: Hypothesis and Strategies; in: *World Politics*, Vol. XXXVIII, 1-24.
- Putnam, Robert, 1988: *Diplomacy and Domestic Policies: The Logic of Two-level Games*; in: *International Organization*, Vol. 42, 427-460.
- Scott, Hal S. und Shinsaku Iwahara, 1994: *In Search of a Level Playing Field – The implementation of the Basle Capital Accord in Japan and the United States*; Group of Thirty Occasional Paper No. 46, Washington, D.C.
- Simmons, Beth A., 2001: *The International Politics of Harmonization: The Case of Capital Market Regulation*; in: *International Organization*, Vol. 53, No. 3, 589-620.
- Speyer, Bernhard, 2002: *Internationalisierung von Bankgeschäft und Bankenaufsicht*, in: Pitschas, Rainer (Hrsg.): *Integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*, Berlin, 73-90.

## Deutsche Eliten und Außenpolitik

„Reif für die Weltpolitik?“ fragte H. Elsenhans in Heft 25 provokativ. Zehn Autoren aus Deutschland analysieren aus unterschiedlichen Blickwinkeln die Fähigkeit der außenpolitische Elite dieses Landes, die internationalen Beziehungen mit zu gestalten. Kritisch werden auch Rekrutierung und Ausbildung unter die Lupe genommen.

Artikel von E.-O. Czempiel, G. Hellmann,  
R. J. Leiteritz, Th. Jäger, S. Schwarz, M. Mols, E. Crome,  
E. Krippendorff, H. Arnold und R. Pommerin.

Themenheft 28  
Bestellungen unter

[www.welttrends.de](http://www.welttrends.de)