

Globale Finanzmarktverfassung: Brauchen wir eine Weltfinanzaufsicht?

**Verlangt die Globalisierung der Finanzmärkte nicht auch eine globale Regulierungsarchitektur?
Und wie sind die Chancen für die Etablierung einer internationalen Aufsichtsbehörde?**

Weltfinanzaufsichtsbehörde bleibt politisches Wunschbild

Nach Aussagen vieler Beobachter steht die Weltwirtschaft vor dem größten Wirtschaftsabschwung seit der Großen Depression. Neben den aktuellen Problemen der Finanzmarktkrise und der drohenden Rezession steht immer wieder die Frage der Regulierung der Finanzmärkte im Blickpunkt des öffentlichen Interesses.

Die gegenwärtigen Verwerfungen und die Beinahe-Kernschmelze des Finanzsystems haben ihren Ursprung nicht in irgendeinem Sektor der Weltwirtschaft, sondern in einem mit am stärksten regulierten Teil unserer Ökonomie, dem Bankenmarkt. Es drängt sich damit zunächst einmal die Frage auf, warum das Desaster ausgerechnet dort seinen Ursprung nehmen konnte.

Lücken in Aufsicht und Regulierung

Eine erste Teilantwort ist simpel: Es gibt Lücken in Aufsicht und Regulierung. Wie sonst konnte es dazu kommen, dass z.B. die irische Tochter der Hypo Real Estate, die DEPFA, ihre Mutter trotz gewissenhafter Prüfung im Sommer 2008, derart in Schieflage bringen konnte. Bankenkonzerne werden seit vielen Jahren von der Aufsichtsbehörde der Konzernmutter auf konsolidierter Ebene beaufsichtigt. Dadurch kann also die deutsche Aufsicht auch ausländische Töchter deutscher Konzerne vor Ort prüfen. Daneben existiert auch weiterhin die Einzelaufsicht, die durch die nationale Aufsichtsbehörde des jeweiligen Sitzstaates einer Tochtergesellschaft erfolgt. Selbst diese a priori ineffizienten Doppelprüfungen konnten die aktuelle Krisenentwicklung nicht vorhersagen. Inwiefern könnte eine Weltfinanzaufsicht helfen, diese Ausgangslage zu ver-

bessern? In Zeiten, in denen Banken in signifikantem Umfang im Ausland Bankgeschäfte durch eigene Niederlassungen und Töchter betreiben und sich der Ertragsanteil von 2001 auf 2007 um 4% zugunsten des Auslandsmarktes verschiebt (vgl. Abb. 1), stellt sich die Frage nach einer supranationalen Finanzbehörde ganz intuitiv.

Wenn die Regierungen dieser Welt eine solche Aufsicht wünschen, was sollten deren Aufgaben sinnvollerweise sein? Sicherlich hat es keinen Sinn, sie ins Tagesgeschäft einer nationalen Bankaufsicht einzubeziehen. Zu unterschiedlich sind die nationalen Regularien und Gesetze, als dass eine supranationale Institution mit einer derartigen Kompetenz in naher Zukunft aus dem Boden gestampft werden könnte. Auch hat es keinen Sinn, eine derartige Organisation mit der Prüfung der Stadtparkasse Völklingen zu beauftragen.

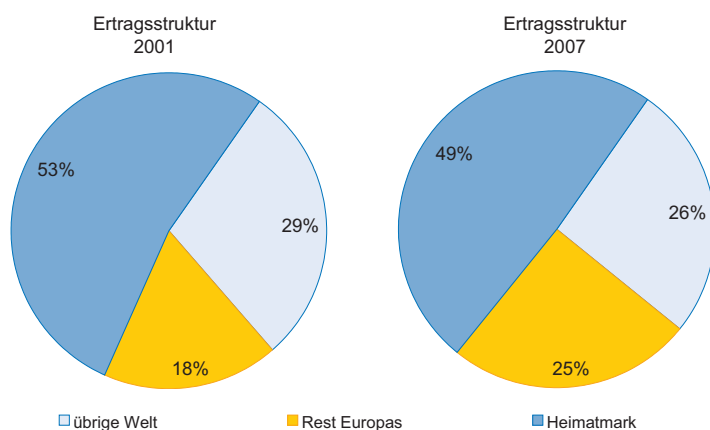
Selbst wenn dies möglich wäre, würde eine derartige Behörde aus Gründen fehlender Akzeptanz scheitern. Es scheint schlicht unvorstellbar, dass sich Länder wie die USA (ganz zu schweigen von Russland oder China), die noch nicht einmal den aktuellen Basler Akkord unterzeichnen wollen, in ihren eigenen Finanzmarkt hineinregieren lassen. So haben beispielsweise die Vereinigten Staaten oder das Vereinigte Königreich ihr freizügiges Finanzmarktregime lange Zeit als einen wichtigen internationalen Standortvorteil angesehen. An solchen Interessen sind selbst so bescheidene Koordinationsversuche gescheitert, wie der von der Bundesregierung im Jahr 2007 der G-7 unterbreitete Vorschlag, mehr Transparenz bei Hedgefonds zu schaffen. Die Finanzmarktregulierung der Zukunft sollte somit weiterhin durch



Alexander Karmann*

* Prof. Dr. Alexander Karmann ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit und Währung, an der Technischen Universität Dresden.

Abb. 1
Erträge der 20 größten europäischen Banken nach Regionen



Quelle: Unternehmensberichte; DB Research.

die nationalen Aufsichten durchgeführt und verantwortet werden.

Aufgaben einer »Weltfinanzagentur«

Frühwarnsystem

Die Lehre aus der gegenwärtigen Finanzkrise könnte allerdings sein, eine Weltfinanzaufsicht zu schaffen, welche die nationalen Aufsichten durch Beratung und Informationsbeschaffung in die Lage versetzt, deren nationale Banken effizient zu regulieren. Diese im Weiteren »Weltfinanzagentur« genannte Institution sollte folgende Aufgaben erfüllen: Erstens sollte sie ein Frühwarnsystem unterhalten, um Finanzmarktkrisen künftig besser zu prognostizieren. Zweitens sollte diese Aufsicht Ratingagenturen zertifizieren, um Qualität von Ratings international zu verbessern. Drittens sollte sie daran mitwirken, die Bilanzierungsstandards von Banken an die Informationsbedürfnisse der Bankaufsichten anzupassen. Viertens scheint eine erneute Revision des Baseler Akkords sinnvoll, hat die gegenwärtige Finanzmarktkrise doch gezeigt, dass viele Banken eine zu geringe Eigenkapitalausstattung aufweisen, um Vermögensverluste kurzfristig zu verkraften.¹

Eine erste Kernaufgabe der künftigen Weltfinanzagentur sollte der Aufbau eines Frühwarnsystems darstellen, haben doch die nationalen Bankenaufsichten nicht zuletzt deswegen versagt, weil eine derartige Finanzmarktkrise lange Zeit

¹ Hierzu gibt es in der Politik nun Bewegung. So soll ein Selbstbehalt bei Verbriefungen von Krediten eingeführt werden. Die Spanne reicht nach aktueller Diskussion von 10% (CDU) bis 20% (SPD). Dadurch müssen die Banken mehr Eigenkapital vorhalten bzw. die Banken können weniger Fremdkapital vergeben. In der Tendenz ergeben sich dann höhere Eigenkapitalquoten.

nicht prognostiziert wurde. Ein solches Frühwarnsystem wird auch im aktuellen Herbstgutachten des Sachverständigenrates gefordert (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage 2008, 173). Allerdings kranken Frühwarnsysteme an Fehlern erster und zweiter Art. Fehlalarme könnten, sobald sie publik werden, zu *bank runs* führen und somit eine Krise erst auslösen. Werden Krisen nicht (rechtzeitig) signalisiert, reagieren die nationalen Bankenaufsichten möglicherweise zu zeitverzögert, was das Vertrauen in das supranationale Frühwarnsystem beschädigen würde. Weiterhin müsste sichergestellt werden, dass die explizite Modellierung des Frühwarnsystems nicht öffentlich bekannt wird, sonst würde das System, da berechenbar, zu Ausweichreaktionen der Banken förmlich einladen.

Prüfung der Ratingagenturen

Ein zweites Tätigkeitsfeld dieser Agentur könnte die Vergabe einer Art GS-Siegel (Geprüfte Sicherheit) für Ratingagenturen sein. Die ausgestellten Zertifikate würden sicherstellen, dass ein AAA-Rating sowohl von Investoren als auch von den Bankaufsichten wieder glaubhaft hinsichtlich des Ausfallrisikos interpretiert würde. Eine solche Zertifikatsvergabe könnte ein Kristallisationspunkt für mehr Wettbewerb im Ratinggeschäft werden. Ratingunternehmen könnten dann auch in kürzeren Zeiträumen Reputation aufbauen, um im Markt zu bestehen. In diese Richtung gehen auch Bestrebungen der EU-Kommission, die mit einer neuen Verordnung dafür sorgen will, dass Interessenkonflikte der Agenturen vermieden werden, ein hoher Standard der Ratingmethoden gewährleistet und die Transparenz bezüglich der Vorgehensweise der Agenturen erhöht wird. Für die Zulassung und Überwachung in der Europäischen Union soll nach dem Willen der EU-Kommission entweder eine nationale Behörde oder aber eine neu einzurichtende (EU-)Institution zuständig sein.

Gestaltung der Rechnungslegungsstandards

Die dritte Aufgabe für eine Weltfinanzagentur könnte eine Mitgestaltung der Rechnungslegungsstandards sein. Bisher sitzen in dem maßgeblichen Gremium für die International Financial Reporting Standards (IFRS), dem International Accounting Standards Committee (IASB), hauptsächlich Wirtschaftsprüfer, Bilanzsteller und Finanzanalysten. In Anbetracht der weit reichenden Wirkungen der Rechnungslegung, wie die Nichtbilanzierung risikorelevanter Aktiva, sollte eine künftige Weltfinanzagentur ein Mitspracherecht über die Bilanzierungsstandards der Finanzbranche haben. Die Weitergestaltung der Bilanzierungsrichtlinien für

Banken sollte in Zukunft nicht nur vom Informationsinteresse der Investoren getrieben werden, sondern die nationale Bankenaufsicht besser in die Lage versetzen, liquiditätsgefährdende Praktiken zu erkennen und entsprechende Konsequenzen in die Wege zu leiten.

Viertens sollten die Eigenkapitalunterlegungen für Vermögenspositionen im Rahmen des Basler Akkords verschärft werden. Die jüngste Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass die Verschuldungsquoten der Banken angesichts der hohen Volatilität der Vermögenspreise (Stichwort: Prozyklizität von Basel II) strukturell zu hoch sind.² Auch scheint es sinnvoll, die relative Risikobewertung nach Basel II von Vermögensklassen zu überdenken, können sich doch vormals sicher geglaubte »Witwen- und Waisen-Anlagen«, zu denen etwa die verbrieften Hypothekenkredite zählten, als Hochrisikopapiere herausstellen.

Aufbau unter der Ägide der BIZ

Bleibt die Frage der institutionellen Ausgestaltung einer solchen Weltfinanzagentur. Eine Ansiedlung unter dem Dach des Internationalen Währungsfonds (IWF) scheint wenig sinnvoll, haben doch dessen wirtschaftspolitische Auflagen während der Finanzmarktkrisen der letzten 15 Jahre viel Vertrauen der südostasiatischen und südamerikanischen Staaten in den IWF zerstört. Zu dem fühlen sich die führenden aufstrebenden Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China (BRIC) bei Entscheidungen des IWF gegenüber den westlichen Industriestaaten unterrepräsentiert und fordern eine höhere Stimmgewichtung.

Möglich und plausibel wäre der Aufbau einer Weltfinanzagentur unter der Ägide der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Die BIZ hat bereits die Ausarbeitung von Basel II koordiniert und besitzt somit Erfahrung mit der Konzeption von Bankenregulierung. Außerdem sind durch ständige Treffen mit den nationalen Notenbanken bereits personelle Kontakte und eine breite Datenbasis vorhanden, die für eine reibungslose Zusammenarbeit mit den nationalen Bankaufsichten von Vorteil sein können.

Was wird nun mit den nationalen Aufsichten geschehen? Kritiker könnten einwenden, dass sich die nationale Aufsicht bei heimischen Einzelfallproblemen zurücklehnt und auf Signale der supranationalen Institution wartet. Dies wäre jedoch nur dann der Fall, wenn die Weltfinanzagentur Einzelinstitutswarnungen herausgeben würde. Das aber gehört gerade nicht zum Aufgabenbereich der hier skizzierten Institution, deren Fokus auf das systemische Risiko ausgerich-

tet wäre. Und von Letzterem würden die nationalen Behörden dadurch profitieren, dass die Daten der Weltfinanzagentur auch für diese zugänglich wären. Die Bundesbank etwa würde dadurch gewinnen, die Verflechtungen der deutschen Banken im Gesamtzusammenhang abbilden zu können, besser Risikogruppen über Konzernebene hinaus identifizieren und gezieltere Prüfungen vornehmen zu können. Dies würde letztlich zu einer systematischen Einbettung der mikroprudenziellen Analyse in einen makroökonomischen Rahmen führen. Ein »Tunnelblick der Regulatoren«, der offensichtlich zur Fehleinschätzung der Situation der Banken mit beigetragen hat (Beispiel: DEPFA versus HRE) könnte so in Zukunft leichter vermieden werden.

Im Rahmen einer neuen Weltfinanzagentur bleibt Hayeks *man on the spot* somit in Form der Bankenaufsicht erhalten, welche Aufsicht und Durchgriff auf nationaler Ebene weiterhin besitzt. Dieses föderale Prinzip der global ausgerichteten Finanzregulierung würde die Erfahrung und personellen Ressourcen der nationalen Bankaufsichten mit den komparativen Vorteilen einer globalen Institution bei supranationaler Koordinierung und Informationsbeschaffung verbinden.

Nach diesem ersten Schritt der Föderalisierung der Finanzaufsicht scheint eine stärkere Koordination der nationalen Bankaufsichten innerhalb des Eurosystems nahe liegend. Neben dieser regionalen Zusammenlegung ist offen, ob die Finanzaufsicht nur auf Banken begrenzt bleibt oder auch andere Finanzinstitute kontrollieren soll. Während in der Vergangenheit die Tendenz zu All-Finanzkonzernen bestand (vgl. etwa Allianz und Dresdner Bank), scheint die aktuelle Entwicklung der sektoralen Integration jedoch unklar. Gleichwohl ist es zumindest nicht unproblematisch, dass innerhalb eines Landes oft mehrere Behörden für einzelne Segmente des Finanzsystems zuständig sind, obwohl klassische Trennungslinien, wie zum Beispiel zwischen Versicherungen und Banken immer schwerer zu ziehen sind. So unterlagen die US-Investmentbanken der Wertpapieraufsicht (Securities Exchange Commission, SEC), die nicht über ein ähnlich umfangreiches System von Überwachungsinstrumenten verfügt wie etwa die Federal Reserve. Der Versicherer AIG, der im großem Umfang Kreditversicherungen verkaufte, unterstand aufsichtsrechtlich dem für Sparkassen zuständige Office of Thrift Supervision, das damit offensichtlich überfordert war (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage 2008, 168).

Während die Frage sektoraler und regionaler Konvergenzen von Finanzaufsicht derzeit politisch wie institutionell offen ist, darf die Kehrseite verstärkter Finanzregulierung nicht übersehen werden. Manche Forderungen zielen auf eine massive Begrenzung von Finanzinnovationen und Hedgefonds. Sicherlich hat die Deregulierung der Finanzmärkte zur

² Zum Beispiel waren für die großen Investmentbanken (mit einer Bilanzsumme von insgesamt mehr als 5 Mrd. US-Dollar) Begrenzungen des Leverage im Jahr 2004 durch die Securities Exchange Commission (SEC) komplett aufgehoben worden.

Entwicklung von Instrumenten wie der Verbriefung von Hypothekenkrediten geführt, die die weltweite Übertragung von Finanzmarktschocks überhaupt erst möglich gemacht haben. Diese maßgeschneiderten und marktnahen Lösungen mögen in der Tat zu einer deutlich gestiegenen Prozyklizität der Finanzmärkte geführt haben (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage 2008, 167). Allerdings scheint eine internationale Verteilung von Risiken weiterhin sinnvoll, um das Ausmaß nationaler Finanzmarktkrisen einzudämmen.

Ein Fazit an dieser Stelle kann daher lauten: Nicht nur die Geschäfte der Banken sollen sich internationalisieren, auch die Rahmenbedingungen dieser Branche müssen auf eine internationale Ebene gehoben werden, ohne dabei auf die nationalen Kontrollinstanzen zu verzichten. Vieles spricht für eine föderale Ausgestaltung der Finanzmärkte, eine Weltfinanzaufsichtsbehörde bleibt hingegen ein politisches Wunschbild.

Literatur

Deutsche Bank Research (2008), *Auslandserträge europäischer Banken: Europa auf dem Vormarsch*, Deutsche Bank, Frankfurt am Main.
Kommission der europäischen Gemeinschaft (2008), *Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlamentes und des Rates über Rating-Agenturen*, {SEK(2008) 2745}, {SEK(2008) 2746}.
Sachverständigenrat zur Begutachtung der Gesamtwirtschaftlichen Lage (2008), *Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken, Jahresgutachten 2008/2009*, Wiesbaden.
Abschlussbericht des SPD-Parteivorstandes (2008) »Mehr Transparenz und Stabilität auf den Finanzmärkten«, http://www.spd.de/show/1760006/271008_abschlussbericht_finanzen.pdf.



Roger M. Kubarych*



Harm Bandholz**

Globale Spielregeln – nationale Aufsichten

Von der Immobilienkrise zur globalen Rezession

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer tiefen Rezession. Was als Krise am US-Immobilienmarkt begann, hat zwischenzeitlich nicht nur auf den Rest der US-Wirtschaft, sondern auch auf Europa und sogar die asiatischen Schwellenländer übergreifen. So fiel das ifo Weltwirtschaftsklima im vierten Quartal 2008 auf ein neues Allzeit-Tief und signalisiert damit das schwächste Wachstum der Weltwirtschaft seit mindestens 1990 (vgl. Abb. 1).

Auf die Frage, wie es soweit kommen konnte, gibt es viele Antworten. Erstens ist der Wachstumsmotor China offensichtlich doch (noch) nicht stark genug, um die Weltwirtschaft eigenständig zu stützen. Damit konnten sich weder Asien noch Europa von den Problemen in den USA abkoppeln. Wenn die USA niesen, bekommt die Welt also immer noch einen Schnupfen. Zweitens hatten neben den USA auch andere Länder, wie Großbritannien, Spanien oder sogar China, ihre eigenen Immobilienmarktkrisen. Drittens sind die globalen Finanzmärkte heute wesentlich stärker miteinander vernetzt als noch vor einigen Jahren. Dadurch konnten faule Hypothekenkredite aus den USA problemlos in die Portfolios von Investoren rund um die Welt gelangen.

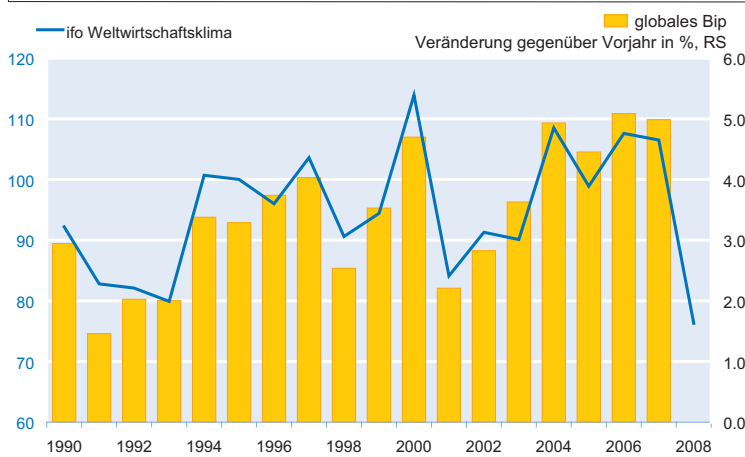
Fortschreitende Integration der Finanzmärkte

Die Finanzwelt staunte nicht schlecht, als die deutsche Mittelstandsbank IKB im Juli des vergangenen Jahres

* Roger M. Kubarych ist US-Chefvolkswirt bei UniCredit Markets & Investmentbanking in New York und Mitglied im Council on Foreign Relations.

** Dr. Harm Bandholz ist US-Volkswirt bei UniCredit Markets & Investmentbanking in New York.

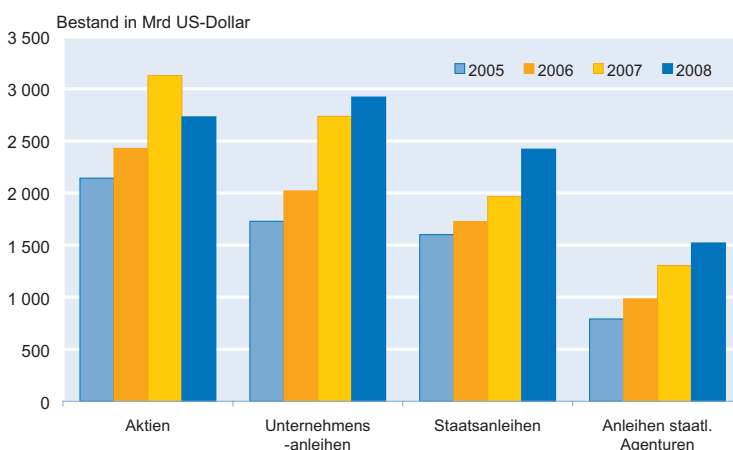
Abb. 1
ifo Frühindikator auf Rekordtief



Quelle: ifo World Economic Survey; IWF; Thomson Datastream; UniCredit Research.

eine Gewinnwarnung herausgab. Hintergrund war, dass das Institut über so genannte Collateralized Debt Obligations (CDOs) und andere Investmentvehikel indirekt an Hypothekenkredite aus den USA beteiligt war und diese nun begannen, erheblich an Wert zu verlieren. Mittlerweile wissen wir, dass IKB beileibe kein Einzelfall war. Nach Angaben des US-Finanzministeriums hielten ausländische Investoren Mitte 2007 – also zu Beginn der Finanzmarktkrise – in den USA emittierte Asset Backed Securities (ABS) im Wert von mehr als einer Billion US-Dollar!¹ Dabei ist diese Summe nur die Spitze des Eisbergs. Aktuell beträgt der Wert der von ausländischen Investoren gehaltenen US-Wertpapiere insgesamt mehr als 9½ Bill. US-Dollar (vgl. Abb. 2). Der wichtigste Posten sind Aktien, gefolgt von Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und Anleihen staatlicher Agenturen (v.a. Fannie Mae und Freddie Mac).

Abb. 2
US-Wertpapier in ausländischer Hand



Quelle: US Treasury; Federal Reserve; UniCredit Research.

Im Laufe der aktuellen Krise sind die Verluste im Finanzsektor weltweit auf beinahe eine Billion US-Dollar angeschwollen (vgl. Tab. 1). Während die USA den Löwenanteil davon zu tragen haben, mussten auch einige europäische und asiatische Institute zum Teil empfindliche Verluste einstecken.

Ein weiteres Indiz für die fortschreitende Integration der internationalen Finanzmärkte ist der zunehmende Gleichlauf der nationalen Aktienindizes. Seit Mitte der neunziger Jahre sind die Korrelationskoeffizienten zwischen den wöchentlichen Veränderungsraten des breiten S&P500 und verschiedenen internationalen Indizes merklich angestiegen (vgl. Tab. 2). Das gilt sowohl für Industrieländer wie Deutschland (DAX), Großbritannien (FTSE) oder Japan (NIKKEI) als auch für Schwellenländer wie Brasilien (BOVESPA) oder China/Hongkong (Hang Seng).

Weltfinanzaufsicht existiert bereits

Durch diese fortschreitende Integration der Finanzmärkte können Entwicklungen in einem Land zum Teil verheerende Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems in einem anderen Land haben – das führt uns die jüngste Krise derzeit noch einmal eindrucksvoll vor Augen. Eine vernünftige Regulierung des Finanzsektors mit entsprechender Finanzaufsicht liegt damit nicht mehr nur im nationalen Interesse, sondern ist im Sinne vieler Staaten. Daher wird der Ruf nach einer Weltfinanzaufsicht immer lauter. Häufig übersehen wird dabei, dass eine solche Weltaufsicht bereits existiert: Das Forum für Finanzstabilität (financial stability forum, FSF) wurde nach den Finanzmarkturbulenzen in Asien, Russland und Lateinamerika im Jahre 1999 auf Initiative der G-7 gegründet. Aufgabe des FSF ist es, die Stabilität des internationalen Finanzsystems zu stärken, die Funktionsfähigkeit der Märkte zu verbessern und Systemrisiken zu mindern. Dem Forum gehören hochrangige Vertreter der Finanzministerien, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der G-7-Länder und fünf weiterer bedeutender internationaler Finanzplätze sowie Repräsentanten wichtiger internationaler Institutionen und Gremien (z.B. BIZ, Weltbank, OECD, IWF) an, die sich mit Fra-

¹ Asset Backed Securities sind Anleihen, deren periodische Zahlungen und Erträge sich aus einem Pool von Vermögenswerten, z.B. Hypotheken ergeben. Sollten einige Hypotheken aus dem Pool faul werden, entfällt ein Teil der erwarteten Zahlungen, und die Anleihe verliert an Wert.

Tab. 1
Verluste im Bankensektor im Zuge der Finanzmarktkrise

Region	Verluste in Mrd. US-Dollar	Größte Verlierer
Nordamerika	668,7	Wachovia (96,5), Citigroup (67,2), AIG (60,9), Freddie Mac (58,4), Fannie Mae (56,0), Merrill Lynch (55,9)
Europa	281,7	UBS (48,6), HSBC (33,1), Royal Bank of Scotland (15,1), Bayern LB (13,6), IKB (13,2), Credit Suisse (13,1)
Asien	30,0	Mizuho Financial Group (7,2), Nomura Holdings (4,2), Bank of China (3,7), Mitsubishi UFJ (1,8)
Weltweit	980,4	

Quelle: Bloomberg; UniCredit Research.

gen der Finanzstabilität befassen. Dazu gesellt sich der Internationale Währungsfonds (IWF), zu dessen Aufgaben es gehört, die internationalen Finanzmärkte zu stabilisieren. Hierzu untersucht der IWF regelmäßig die Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten und zeigt dabei gegebenenfalls Risiken auf.

Mitte November haben Mario Draghi, Vorsitzender des FSF und Gouverneur der italienischen Notenbank, und Dominique Strauss-Kahn, Geschäftsführender Direktor des IWF, in einem Brief an die Staatschefs der G-20-Länder erklärt, die Zusammenarbeit der beiden Institutionen verstärken zu wollen.² Dabei einigten sich Draghi und Strauss-Kahn im Wesentlichen auf vier Punkte: (i) Die Überwachung des globalen Finanzsystems obliegt der Verantwortlichkeit des IWF. (ii) Hauptaufgabe des FSF ist es, Politikrichtlinien und Standards für die internationale Finanzaufsicht zu erarbeiten. (iii) Die Umsetzung der Richtlinien wiederum ist Aufgabe der nationalen Regierungen. (iv) Der IWF und das FSF werden gemeinsam an einem Frühwarnsystem arbeiten. Dabei konzentriert sich der IWF auf makroökonomische und systemische Risiken, während das FSF die Verwundbarkeit des

Finanzsystems analysiert. Der Kern dieser Erklärung spiegelt damit die Grundidee wider, die Strauss-Kahn bereits Anfang November wie folgt formuliert hat: »The design of financial regulation requires a rethink, including to cover areas that have been left out, building on the work already done by the FSF. However, the crisis has underlined the importance of having its ultimate implementation by national authorities subject to surveillance by a body or network of institutions alert to systematic implications across financial instruments, markets, and countries.«³ Zusammengefasst heißt das also »Globale Spielregeln – nationale Aufsichten«.

Die Eckpunkte sind klar – doch der Teufel steckt im Detail

Auch die Eckpunkte für international anerkannte Spielregeln sind vom Grundsatz her klar. Angesichts der verheerenden Erfahrungen aus der aktuellen Finanzmarktkrise benötigt man Richtlinien über Kapitalausstattungen der Finanzinstitute, Handelsabläufe und den Umgang mit Interessenskonflikten, nicht zuletzt bei den Ratingagenturen.⁴ Regularien müssen geschaffen werden für den Handel mit Derivaten, das Schattenbankensystem (off-balance sheet items, Special Purpose Vehicles), sowie für die Transparenz von Hedgefonds. Allerdings hat es sich bislang als äußerst schwierig erwiesen, international anerkannte Spielregeln für die Verwaltung der modernen Finanzmärkte zu entwickeln – und trotz der globalen Finanzmarktkrise dürfte dies auch in Zukunft nicht einfacher werden. Der Teufel steckt also im Detail.

Zwischen den verschiedenen nationalen Regierungen gibt es erhebliche Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich der angestrebten Struktur des Finanzsystems und der Befugnisse, welche den verschiedenen Finanzinstitutionen erteilt werden sollen. Vielfach wird der Anschein erweckt, als würden vor allem die Modelle der angelsächsischen, genauer gesagt, der englischsprachigen Länder mit den stärker regulierten Systemen Kontinentaleuropas und Japans kollidieren. Die Wirklichkeit sieht jedoch anders aus. Viele der kontinentaleuropäischen Finanzinstitutionen be-

Tab. 2
Korrelation der Aktienindizes steigt kontinuierlich

	Korrelation mit dem S&P 500*			
	1995	2000	2005	2008
DAX	0,51	0,54	0,61	0,89
FTSE	0,56	0,57	0,62	0,87
NIKKEI	0,33	0,05	0,39	0,83
Hang Seng	0,35	0,30	0,30	0,58
Bovespa	0,38	0,64	0,62	0,84

* Korrelation der wöchentlichen Veränderungsraten.

Quelle: Bloomberg; UniCredit Research.

² Vgl. Joined Letter of the FSF Chairman and the IMF Managing Director to the G20 Ministers and Governors, 13. November 2008.

³ Letter from IMF Managing Director Dominique Strauss-Kahn to the G-20 Heads of Governments and Institutions, 9. November 2008.

⁴ Vgl. H. Kaufman, The Financial Consequences of the Credit Crisis, Remarks delivered before the Institute of International Bankers Conference, New York, 17. November 2008.

wegen sich seit Jahrzehnten im Rahmen eines Universalbankenmodells und verfolgen weitaus mehr Aktivitäten als ihre amerikanischen Pendanten – vielleicht mit Ausnahme der zehn bis zwölf größten US-Banken. Die britische Finanzlandschaft ist geprägt durch eine starke Konsolidierung, so dass knapp ein halbes Dutzend Institutionen deutlich über die Hälfte des Bankvermögens und der Kundeneinlagen kontrolliert. Die kontinentaleuropäischen, inklusive den Schweizer Banken sind genauso hohe, wenn nicht sogar höhere Risiken eingegangen wie die meisten großen US-Banken. Der größte Unterschied ist vielleicht, dass sich die amerikanische Finanzlandschaft durch eine hohe Anzahl kleiner und mittelgroßer Finanzinstitutionen auszeichnet, die nach wie vor relativ erfolgreich operieren und den Höhepunkt der Kapitalmarktkrise vergleichsweise unbeschadet überstanden haben.

Diese nationalen Unterschiede bei der Marktstruktur kamen nicht zuletzt bei den Verhandlungen im Vorfeld der Verabschiedung der Basel-II-Regeln zur Kapitalausstattung der Banken und bei deren anschließender Umsetzung klar zum Ausdruck. Die Vertreter der USA waren stark durch die Federal Reserve beeinflusst und zeigten sich zunächst als überzeugte Anhänger von Basel-II. Als die verabschiedeten Regeln schließlich umgesetzt werden sollten, kam es innerhalb der Regierung jedoch zu politischen Spannungen. Insbesondere kleinere Banken lehnten die Kosten und die komplexen Anforderungen einer Anpassung an Basel-II ab. Unterstützt wurden sie dabei sowohl vom Finanzministerium der Regierung Bush als auch vom Kongress. Als Ergebnis wurden in den USA die Basel-II-Vorschriften lediglich für die größten Banken verbindlich eingeführt. Den anderen Banken ist es freigestellt, die Regeln zu befolgen. Mittlerweile hegen weitere Länder Zweifel an Basel-II, insbesondere weil die Vorschriften prozyklisch wirken (während eines Konjunkturabschwungs wird ein höheres Kapitalniveau gefordert und während Aufschwüngen sind die Anforderungen lockerer). Zudem wird kritisiert, dass Basel-II zu stark von den Risikomodellen der Banken, die sich mittlerweile als fehlerhaft erwiesen haben, abhängen und dass Bonitätsratings als Grundlage für die Festlegung der Kapitalgewichtung herangezogen werden. Die neugewählte Regierung unter Barack Obama könnte – beraten durch Dan Tarullo, Autor des jüngst erschienenen Buchs »Banking on Basel« und zuvor bereits Mitglied des offiziellen Beraterstabs von Bill Clinton – zu dem Schluss kommen, dass Basel-II einer umfassenden Überarbeitung bedürfe. Tarullos Empfehlungen sind stark technischer Natur. So rät er unter anderem, den Begriff »Kapital« umgehend neu zu definieren, internationale Leverage-Regeln zu entwickeln oder Vorgaben für die nachrangigen Verbindlichkeiten zu machen. Unabhängig davon, ob die US-Regierung diese Vorschläge als ihre Verhandlungsposition für künftige Diskussionen übernehmen wird, werden die USA zweifellos von einer schnellen Einführung der Basel-II-Regeln für inländische Banken Abstand nehmen.

Eine Entwicklung internationaler Regeln bezüglich der »Problemkinder« der Krise – gemeint sind strukturierte Kredite, Collateralized Debt Obligations, Credit Default Swap sowie Special Purpose Vehicles – liegt sogar in noch weiterer Ferne. Private Institutionen, wie die International Swaps Dealers Association (ISDA), sind in den USA, Großbritannien und den meisten EU-Ländern zwar rechtlich dazu befugt, Standards für einheitliche Verträge oder die Berechnung der Nettozahlungen für die jeweiligen Instrumente festzulegen. Noch geklärt werden müssen allerdings technische Details, wie die Offenlegung bestehender Positionen oder die Besitz- und die Kontrollrechte bei der rechnergestützten Abrechnung (clearing & settlement) von CDS-Kontrakten. Zentralbanken und staatliche Finanzbehörden haben zudem ernsthafte Bedenken gegenüber einem solchen privatwirtschaftlichen Ansatz. Eine Einigung bezüglich der Bildung und Durchsetzung der Regeln ist daher dringend erforderlich.

Ein weiteres kritisches Thema sind die Hedgefonds im Allgemeinen. Die meisten europäischen und japanischen Entscheidungsträger befürworten derzeit eine bessere Datenbasis sowie strengere Standards für Hedgefond-Positionen, die von Banken finanziert werden. Allerdings regt sich dagegen noch immer regelmäßig Widerstand von verschiedenen Seiten. Zudem ist die offizielle Haltung der USA zu diesem Thema angesichts des Regierungswechsels noch nicht endgültig. Voraussichtlich wird Europa aber auch weiterhin stärker als die USA für eine Restriktion der Aktivitäten von Hedgefonds plädieren; das gilt vor allem für den Grad der Verschuldung (Leverage). Sämtliche Verantwortliche begrüßen jedoch eine höhere Transparenz, zumindest was das Gesamtexposure dieser nicht regulierten Institutionen betrifft.

Regeln versus Ermessensspielraum

Die verantwortlichen Regulierungsbehörden wissen seit langem um die fundamentalen Unterschiede zwischen der Entwicklung, Umsetzung und Überwachung von Finanzmarktregeln. Dabei sind die nationalen Meinungsverschiedenheiten hinsichtlich des Stellenwerts der verschiedenen Säulen noch immer ungelöst – sie wurden bislang immer nur kaschiert. In den USA gibt es selbst nach einer umfangreichen Welle der Deregulierung immer noch eine Vielzahl von Regeln und Bestimmungen. Verantwortlich dafür sind zahlreiche, zum Teil redundante Regulierungsbehörden, während gleichzeitig immer noch große Teile des Finanzsektors (z.B. Hedgefonds, Private-Equity-Firmen) völlig außen vor gelassen werden. Das neue Regierungsteam um Barack Obama wird eine Reihe von Experten umfassen, die der Meinung sind, dass es in den USA zu viele Regeln, aber zu wenige engagierte, gut informierte und versierte Aufsichtsbeamte gibt, die dem Top-Management der Finanzinstitute Pa-

rolle bieten können. Die meisten Aufsichtsbeamte lehnen bislang formale Beschwerden und – als letzte Konsequenz – einen Rechtsstreit oftmals als kontraproduktiv ab. Allerdings war genau das in der Vergangenheit häufig der einzige Weg, um die Banken zum Umdenken zu bewegen. Was wir derzeit am Dringendsten brauchen, ist die Rückkehr zu einer Kultur, in der die existierenden Regeln und Bestimmungen nicht nur wörtlich, sondern auch sinngemäß befolgt werden. Dies erfordert Besonnenheit bei der Umsetzung und Feingefühl bei der Überwachung – Eigenschaften, die im Vorfeld der aktuellen Finanzmarktkrise gefehlt haben. Angesichts des Regierungswechsels in Washington und der Tatsache, dass die Banken weltweit auf direkte finanzielle Hilfen der Regierungen angewiesen sind, sind die Chancen für die Einführung eines flexibleren und gleichzeitig effizienteren Überwachungssystems stark gestiegen.



Richard Sturn*

Globale Finanzmärkte rufen nach globaler Regulierungsarchitektur

Wir leben in einer Zeit der Globalisierung der Finanzmärkte – und globale Finanzmärkte rufen nach einer globalen Regulierungsarchitektur. Diese These leuchtet intuitiv ein. Sie kann überdies auf einer allgemeinen Ebene mit Überlegungen gestützt werden, welche dem Repertoire der mikroorientierten Ökonomik des öffentlichen Sektors entnommen sind und viel zum Verständnis der Rolle öffentlicher Institutionen in Marktwirtschaften beigetragen haben. Ich werde weiter unten einige Implikationen für Ebene und Reichweite von Regulierung skizzieren. Eine andere These leuchtet indes ebenfalls ein: Manche Reformen des regulatorischen Rahmens werden nicht warten können, bis ein globales Regulierungsdesign samt Institutionalisierung a) entworfen und b) Konsens unter jenen Akteuren ist, die für eine effektive Umsetzung benötigt werden. Als regulative Idee für den Reformprozess ergibt sich aus der Zusammenschau beider Thesen, dass Reformschritte in kleinerem Rahmen jedenfalls nicht zulasten der Regulierungschancen eines globalen Designs gehen sollten. Vielmehr sollten sie im Sinne der Offenheit für künftige Abstimmungsprozesse und Institutionalisierungen in größerem Rahmen konzipiert werden.

Phasen gravierender ökonomischer Systemprobleme bergen ordnungspolitische Chancen, aber auch Gefahren in sich. Sie erhöhen das Risiko einer epidemischen Ausbreitung neuer *Beggar-my-Neighbour Policies*, wenn sie zur Stunde der Schlaumeier in Wirtschaft und Politik werden. Sie tragen weitere Risiken einer noch tieferen Systemkrise in sich, wenn sie zur Stunde verschiedenster Voodoo-Ökonomen und Effekthascher werden, die sich – zum berechtigten Ärger der zünftigen Ökonomen – seit einiger Zeit in

* Prof. Dr. Richard Sturn ist der Leiter des Instituts für Finanzwissenschaft und öffentliche Wirtschaft an der Karl-Franzens-Universität Graz.

Talkshows ein Stelldichein geben. Gravierende Systemprobleme können hingegen zur Chance im Hinblick auf längerfristig zuträgliche Problemlösungen werden, wenn der Problemdruck ordnungspolitische Ernsthaftigkeit begünstigt. Man kann sich nun fragen, ob diese ordnungspolitische Ernsthaftigkeit gewährleistet ist, wenn professionelle Ökonomen sich der Sache annehmen. Blickt man in die Vergangenheit, besteht diesbezüglich durchaus Anlass zu Optimismus: Die erfolgreichen ordnungspolitischen Entwürfe des 20. Jahrhunderts wurden von *Ökonomen* hervorgebracht. Allerdings zeigt gerade das Beispiel des deutschen Ordoliberalismus, dass dessen Protagonisten wie *Wilhelm Röpke* sich des Rangs der ordnungspolitischen Herausforderung bewusst waren, die im Gefolge der Weltwirtschaftskrise entstand. Deshalb waren sie bemüht, aktuelle Krisentendenzen in Verbindung mit den großartigen, aber zugleich fragilen Koordinationsprozessen zu sehen, auf welchen die Dynamik moderner individualistischer Gesellschaften beruht. Röpke sah sich veranlasst, ein vielbeachtetes Buch über die Tiefendimensionen der damaligen Krise zu schreiben. Die Ordoliberalen wussten auch, dass man aus dem Scheitern der Planwirtschaft nicht viel bezüglich der Stabilitätseigenschaften von Marktwirtschaften und des ordnungspolitischen Designs lernen kann, welches zum Umgang mit deren Stabilitätsrisiken geeignet ist.

Freilich: Einige der Röpkeschen Rezepte zur Gestaltung stabilitätsfördernder »Widerlager« im Marktprozess sind für heutige Probleme nur bedingt lehrreich, geschweige denn als aktuelle Lösungen praktikabel. Moderne Ökonomen können jedoch vom Problemansatz der Ordoliberalen lernen, dass angesichts eines vermutlich anstehenden Schubs regulatorischer Gestaltung eine Erweiterung des Horizonts angebracht ist. Wenn die Frage der Regulierung von Finanzmärkten ausschließlich unter der Partialperspektive aktueller Finanzmärkte und Finanzmarktprobleme bzw. gar den Problem- und Interessenlagen einzelner (Klassen von) Finanzmarktakteure(n) diskutiert wird, sind ordnungspolitische Defizite nur per Zufall zu vermeiden. Man muss sozialphilosophisch nicht so weit ausholen wie Röpke, aber eine weitere Perspektive fördert eine Heuristik des langfristigen Allgemeininteresses, welche für größere ordnungspolitische Würfe fast unabdingbar ist. Denn es ist kein Naturgesetz, dass Partikularismus und *Rent-seeking* in Phasen größerer oder kleinerer Umbrüche (weil mit effizienz- und stabilitätsorientierter Neugestaltung unvereinbar) von selbst verschwinden: Man denke nur an die Erfahrung der postkommunistischen Transition.

Es schadet deshalb gewiss nicht, die Rolle und das Funktionsprofil des Finanzsektors unter Bedingungen einer globalisierten und politisch multipolaren Ökonomie und herrschender Bedingungen von *Corporate Governance* gründlich zu überdenken. Denn dieser Horizont ist notwendig, um zu sehen,

- ob und ggf. wie sich die buchstäblich jahrtausendealten Befürchtungen stabilitätsbedrohender Eigendynamiken des Finanzsystems unter neuen Bedingungen bewahrheiten könnten und
- welches die Grundlinien sind, entlang derer dieses System seine elementare funktionale Bestimmung bestmöglich erfüllt, nämlich die Vielzahl der mehr oder minder groß, *langfristig und riskant angelegten Transaktions- und Kooperationsmuster* zu stützen, auf denen der Wohlstand moderner Gesellschaften beruht.

Informationsasymmetrien und Moral hazard-Probleme

Ich komme nun zu einigen dieser Grundlinien, wobei insbesondere die im Titel angesprochene Frage nach der globalen Dimension eines regulatorischen Rahmens im Mittelpunkt steht. Ausgangspunkt des Regulierungsbedarfs im Finanzsektor sind ja zunächst jene Informationsasymmetrien und damit verbundene *Moral hazard-Probleme*, die schon Adam Smith zur Einsicht führten, dass

- der Zinssatz nicht ein Preis wie jeder andere ist,
- Marktwettbewerb nicht automatisch dazu führt, dass alle relevanten Informationen sofort eingepreist werden, und
- dass Regulierung angebracht sein könnte.

Aus diesen Informationsasymmetrien heraus entstehen aber auch Koordinationsprobleme, die man als Probleme (semi-)öffentlicher Güter bzw. Leistungen auffassen kann. Relevante Typen von Information, beispielsweise Informationen über die Risiko- und Ertrageigenschaften bestimmter Anlageformen, beruhen auf Leistungen, deren Nutzung nicht-rival, wenn auch teilweise ausschließbar ist. Es ist gesamtwirtschaftlich vorteilhaft, wenn möglichst viele Anlageinteressenten Zugang zu solchen Informationen haben, und zwar sowohl im Hinblick auf eine präferenzgemäße Portfoliowahl der einzelnen Anlageinteressenten als auch im Hinblick auf ein damit zusammenhängendes öffentliches Gut höherer Ordnung, nämlich den funktionierenden Wettbewerb auf den einschlägigen Märkten. Auf globalisierten Finanzmärkten (wo der Horizont individueller Anlageentscheidungen global ist) sind die entsprechenden *Probleme öffentlicher Güter globale Probleme*, was unmittelbar die prinzipiell wünschenswerte Reichweite der institutionell gestützten Koordination zur Lösung dieser Probleme vorgibt.

Auch institutionelle Vorkehrungen und Normen, welche die Eindämmung von *Moral hazard-Problemen* zum Gegenstand haben, weisen einen Aspekt öffentlicher Güter auf. Dies betrifft all jene Normen, deren Einhaltung nicht stets individuell vorteilhaft ist. Die Einhaltung von Normen, die *Moral hazard* eindämmen sollen, wird nicht stets individuell

vorteilhaft sein. Bei manchen Normen ist die Einhaltung dann individuell vorteilhaft, wenn sich auch alle anderen daran halten. In anderen Fällen ist es sogar stets individuell vorteilhaft, die Norm zu verletzen. Wie *Gerhard Colm* 1927 pointiert formulierte, liegt der klassische Fall öffentlicher Normendurchsetzung dann vor, wenn alle an der Normeneinhaltung *durch alle* anderen interessiert sind. Wie die Durchsetzung *vieler anderer* Normen, stellt die Durchsetzung jedenfalls des letztgenannten Typs von Regulierungsnormen ein öffentliches Gut-Problem höherer Ordnung dar: Die Durchsetzung von Normen ist typischerweise für einen einzelnen Akteur kostspielig, bringt aber (sofern es sich nicht um effizienzschädliche Normen handelt), Vorteile für alle.

Dies impliziert allerdings nicht, dass ein einzelner Akteur (ein Land) sich nicht besser stellen kann, indem es auf die Durchsetzung bestimmter Normen verzichtet. Intuitiv wird das Problem öffentlicher Güter als Trittbrettfahrerproblem veranschaulicht: Die Anreizsituation der einzelnen Akteure führt dazu, dass jeder Einzelne zu wenig zum öffentlichen Gut beiträgt und dieses folglich nicht oder in zu geringer Menge oder Qualität bereitgestellt wird. Die Logik des Trittbrettfahrens kann sich im Kontext der Regulierungsprobleme von Finanzmärkten auf verschiedenen Ebenen und in verschiedenen Formen manifestieren, z.B.:

- Als Regulierungsarbitrage zwischen unterschiedlichen Regulierungsregimes, wobei Kreativität, innovatives Potential und andere kostspielige Ressourcen zum Unterlaufen von Regulierung verwendet werden. Aufgrund der oben skizzierten Zusammenhänge kann es durchaus Anreize zu einer solchen Arbitrage geben, auch wenn die Normen insgesamt für alle Systemteilnehmer langfristig sinnvoll sind.
- Als *Race-to-the-bottom*-Effekt im Kontext von Wettbewerb zwischen verschiedenen Regulierungsregimes, wobei analog zu den steuerwettbewerblichen *Race-to-the-bottom*-Effekten zu erwarten ist, dass unterschiedliche (z.B. unterschiedlich große oder unterschiedlich reiche) Gebietskörperschaften zu unterschiedlichen Positionierungen im Wettbewerb neigen könnten – im hier betrachteten Fall mit nachteiligen Konsequenzen bezüglich persistenter Anreize zu Regulierungsarbitrage zwischen unterschiedlichen Regimes.
- Als klassisches Problem der privat-dezentralen Unterbereitstellung des (semi-)öffentlichen Guts Information. Dies kann auch in jenen Fällen zutreffen, wo diese Information dadurch handelbar gemacht wird, indem sie faktisch im Bündel mit individuell zurechenbaren Exklusivleistungen (z.B. spezifische Beratungsleistungen) angeboten wird.

Ich betone die Probleme öffentlicher Güter so ausführlich, weil dies für zwei Fragen ein nützliches Koordinatensystem bereitstellt: 1. Insofern Probleme öffentlicher Güter eine Rol-

le spielen, wird man die auftretenden Probleme im Grund immer als *Regulierungsversagen und nicht als Marktversagen* zu charakterisieren haben. Denn bei Vorliegen solcher Probleme ist aus theoretischer Sicht nicht zu erwarten, dass marktförmige, auf privat-dezentralen Entscheidungen beruhende Mechanismen zur Effizienz führen. Insofern kann man von Koordinationslücken im System sprechen, aber nicht von Marktversagen. 2. Insofern Probleme öffentlicher Güter eine Rolle spielen, ist der Verzicht auf kollektiv gestaltete und durchgesetzte Regulierung nur zu verantworten, wenn spezifische modelltheoretische und empirische Ergebnisse vorliegen, welche in *speziellen Konstellationen die spontane Lösung dieser Probleme (ohne Regulierung) als plausibel* erscheinen lassen. Dagegen argumentieren Ökonomen heute nicht selten auf Basis einer *Coasean presumption*, welche die Beweislast umkehrt: Zuerst müsse bewiesen werden, dass spontane Lösungen nicht funktionieren, erst dann sei Regulierung hinreichend gerechtfertigt. Diese *Coasean presumption* ist aber jedenfalls dann nicht haltbar, wenn Koordinationsprobleme vom Typ öffentlicher Güter vorliegen. Dies heißt auch, dass bei globalen Problemen dieses Typs zunächst die Vorzugswürdigkeit globaler Institutionalisierungen zu vermuten ist.

Regulierungsmaßnahmen mit eindeutig partialem Charakter

In Bezug auf die eingangs gestellt Frage nach der Sequenz von Reformschritten auf nationaler und globaler Ebene ist folgendes zu bedenken: Es gibt durchaus Regulierungsmaßnahmen, die *klar und eindeutig partialen Charakter* aufweisen und nicht den Weg für internationale Harmonisierungsschritte oder anspruchsvollere Institutionalisierungen auf globaler Ebene verbauen. Eine solche Maßnahme ist die Schaffung einer Agentur, welche eine *Standardisierungs-, Zertifizierungs- und Überwachungsaufgabe* im Hinblick auf jene Produkte hat, die für ein *breiteres Publikum* angeboten werden. Das Publikum soll aus einer übersichtlichen Palette von Anlageformen auswählen können, deren Charakteristika hinreichend einfach zu kommunizieren sind. Der nationale Rahmen bringt im Hinblick auf diesen Typus von Agentur sogar insofern Vorteile, als auf allenfalls vorhandene nationale Besonderheiten im Anlageverhalten und im *Framing* von Informationen Rücksicht genommen werden kann. Dies bietet eine Chance, denn es geht nicht nur darum, das verlorene Vertrauen des Publikums wiederzugewinnen, wie oft gesagt wird. Vielmehr sollte der anstehende Regulierungsschub dazu genutzt werden, die Voraussetzungen für rationales Anlageverhalten des breiteren Publikums nachhaltig zu verbessern. Dies ist keine triviale Aufgabe, wie u.a. die Experimente des Harvard-Ökonomen *David Laibson* zeigen. Möglicherweise ist hierfür die Berücksichtigung historisch gewachsener Spezifika, welche Einfluss auf das *Framing* von Informationen bezüglich bestimmter Produkte haben könn-

ten, partiell vorteilhaft. Die grundlegende Rechtfertigung für eine solche Agentur besteht jedoch darin, dass in manchen Bereichen die Bereitstellung des öffentlichen Gutes Information eben doch in ganz erheblichem Umfang direkt durch öffentliche Agenturen gestützt werden muss. Es spricht vieles dafür, dass die in den letzten Jahren vorherrschende Beratungskultur auf schmaler Informationsbasis im privaten Sektor nicht nur in Einzelfällen, sondern weithin wenig zweckmäßig und durch Interessenkollisionen verzerrt war. Insgesamt sind die sich aus diesen Entwicklungen ergebenden Hinweise darauf ernst zu nehmen, dass *Reputationsmechanismen* auf verschiedenen Ebenen des Umgangs mit asymmetrischer Information eben doch nicht so effektiv waren, wie weithin erwartet oder erhofft wurde.

Freilich liegt es angesichts globaler und systemarer Interdependenzen nahe, dass auch die Effektivität einer Agentur, die sich in der angedeuteten Weise um die einzelnen Produkte kümmert, durch Einbettung in ein umfassender angelegtes Regulierungssystem auf höherer Ebene zu steigern ist, selbst wenn ihr partialer Rahmen und Regulierungshorizont zweckmäßig konzipiert ist. Dieses umfassende Design müsste das ganze Finanzsystem einschließlich der Interdependenzen zwischen verschiedenartigen Spielern und Institutionen dieses Systems im Blick haben. Nur so kann die Voraussetzung geschaffen werden, um systemische Risiken rechtzeitig zu erkennen, wie sie im Kontext der aktuellen Probleme virulent wurden. Das umfassendere Design müsste auch darauf zielen, für eine im Hinblick auf die einzelnen Teile des Systems »ausgewogene« Regulierung zu sorgen, um die Anreize für Regulierungsarbitrage zu minimieren.

Nicht mehr, sondern bessere Regulierung

Oft ist heute die Wendung zu hören, wir bräuchten nicht mehr, sondern bessere Regulierung. Dem ist uneingeschränkt zuzustimmen. Allerdings bietet diese Wendung kaum eine ergiebige Heuristik für zukunftsorientierte Gestaltung der Regulierungspolitik. Eine solche käme vielleicht zustande, wenn »Deregulierung« als programmatischer Schlachtruf durch die komplementäre Wendung ergänzt würde, wir bräuchten *nicht weniger, sondern bessere Regulierung*. Damit wäre immerhin ausgedrückt, dass sich Regulierungsdesigns nicht an ideologischen Moden oder theoretisch verbrämten A-priori-Vermutungen, sondern an Problemen zu orientieren haben, die sich anhand der Theorien öffentlicher Güter, der Märkte mit asymmetrischer Information und des *Moral hazard* dem Grundzug nach einigermaßen gut diagnostizieren lassen – und deren globale Dimension unter Bedingungen globaler Finanzmärkte dadurch klar hervortritt.