



**Lehrstuhl für Privat-  
und Wirtschaftsrecht**

Rämistrasse 74  
CH-8001 Zürich  
Tel. +41 44 634 48 71  
Fax +41 44 634 43 97  
hanscaspar.vondercrone@rwi.uzh.ch  
www.rwi.uzh.ch/vdc

**Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone**  
Ordinarius

## **SECHS THESEN ZUR FINANZMARKTREGULIERUNG**

*Referat am 14. Zermatter Symposium zum Thema „Finanzmarktkrise: zwei Jahre da-  
nach“, 24. August 2009*

<b>I. EINLEITUNG</b> .....	<b>2</b>
<b>II. THESE 1: ES BRAUCHT NICHT MEHR SONDERN ANDERE REGULIERUNG</b> .....	<b>2</b>
A. KRITIK AM KONZEPT DES VALUE AT RISK .....	2
B. EIGENMITTELBEDARF ALS ERFAHRUNGSWERT.....	3
C. PFADABHÄNGIGKEIT .....	5
<b>III. THESE 2: NACH DER KRISE DROHT DIE ÜBERREGULIERUNG</b> .....	<b>5</b>
A. WIRKUNGSVOLLE REGULIERUNG WIRD KRITISIERT .....	6
B. REGULIERUNG ALS WETTRÜSTEN .....	6
<b>IV. THESE 3: FINANZMARKTKRISE ALS VERTRAUENSKRISE</b> .....	<b>7</b>
A. VERTRAUEN UND REPUTATION .....	7
B. REGULIERUNG UND RISIKOBEWUSSTSEIN .....	9
C. REGULIERUNG ALS VERTRAUENSTATBESTAND.....	11
D. VERTRAUENSVERLUST .....	12
<b>V. THESE 4: DER STAAT DARF NICHT LÄNGER GEISEL DES PRINZIPS „TOO BIG TO FAIL“ SEIN</b> .....	<b>12</b>
A. KAMPF UM DIE REPUTATION .....	12
B. GLAUBWÜRDIGE DROHUNG .....	14
<b>VI. THESE 5: SELBSTREGULIERUNG BÜRGT FÜR KOMPETENZ UND MARKTNÄHE</b> .....	<b>15</b>
A. KLÄRUNG DER KOMPETENZORDNUNG .....	15
B. POLITISCHE VERANTWORTUNG .....	15
<b>VII. THESE 6: EINE HAUPTURSACHE DER FINANZKRISE SIND DIE ENTSCHÄDIGUNGSMODELLE</b> .....	<b>17</b>
A. TATSACHEN.....	18
B. RISIKO: PRÄFERENZEN UND WAHRNEHMUNG.....	18
C. PRICING DER STAATLICHEN GARANTIEEN .....	19



## I. Einleitung

Erfolgreiche Regulierung schützt die Erwartungen von Marktteilnehmern.

Am Beispiel des öffentlichen Verkehrs: Die Aufsicht über den öffentlichen Verkehr soll sicherstellen, dass sich die Benutzer von öffentlichen Verkehrsmitteln auf deren Sicherheit verlassen können. Jedermann weiss, dass es auch im öffentlichen Verkehr zu Unfällen kommen kann. Deshalb wird auch niemand absolute Sicherheit verlangen. Die Benutzer von öffentlichen Verkehrsmitteln erwarten vielmehr ein dem Stand der Technik entsprechendes Sicherheitsniveau verbunden mit einem System der Qualitätssicherung, das eine adäquate und rasche Reaktion auf Fehler gewährleistet.

Trotz aller Anstrengungen konnte die Finanzmarktregulierung die Erwartungen der Marktteilnehmer nicht schützen: Die Finanzmarktregulierung hat den Test nicht bestanden. Fürs erste ist das eine nüchterne Feststellung und keine Schuldzuweisung: Auch wenn der eine oder andere Rufer in der Wüste schon früh gemahnt haben mag: Kaum jemand wird für sich in Anspruch nehmen können, die Finanzmarktkrise in allen Zusammenhängen rechtzeitig vorhergesehen zu haben.

Was nicht funktioniert, will repariert sein. Nachfolgend möchte ich deshalb einige Thesen, mit denen im Zusammenhang mit der Aufarbeitung der Finanzkrise argumentiert wird, auf ihre Stichhaltigkeit überprüfen.

## II. These 1: Es braucht nicht mehr sondern andere Regulierung

Eine erste These stellt die bisherige Strategie der Regulierung grundsätzlich in Frage. Für die Zukunft brauche es nicht mehr vom selben, sondern einen grundlegend neuen Ansatz.

### A. Kritik am Konzept des *value at risk*

Im Zentrum der Kritik steht der *value at risk* Ansatz. Das *value at risk* Konzept dient der Bestimmung der Eigenmittel, über die ein Finanzinstitut verfügen muss. Dabei wird der Eigenkapitalbedarf in Abhängigkeit vom Ausfallrisiko auf den einzelnen Aktivpositionen bestimmt. Aktivpositionen mit höherem Ausfallrisiko, müssen in höherem Ausmass mit Eigenmitteln unterlegt sein, solche mit tieferen Ausfallrisiko, „sichere“ Aktiven, können weitergehend fremdfinanziert werden. Das Ausfallrisiko der einzelnen Positionen wird gestützt auf ihre in der Vergangenheit beobachtete Volatilität ermittelt.

Absolut gesehen liess der *value at risk* Ansatz ein zuvor noch nie dagewesenes Mass an Fremdfinanzierung zu. Das hat zuerst Werte geschaffen und anschliessend auch



wieder vernichtet. Entsprechend steht der Ansatz heute in der Kritik und es werden Alternativen wie eine leverage ratio also eine formale Obergrenze für das Verhältnis zwischen Fremdkapital und Eigenkapital postuliert.

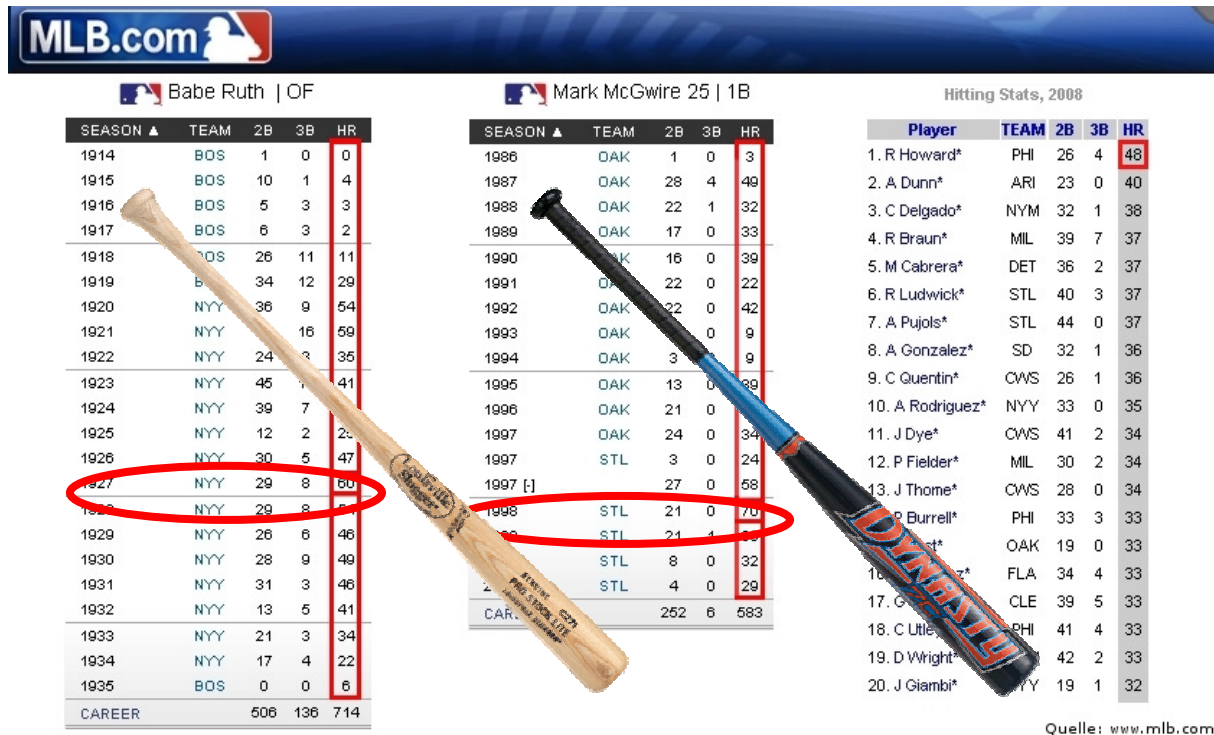
### *B. Eigenmittelbedarf als Erfahrungswert*

Eigenmittelvorschriften regeln die zentrale Frage, nach dem Kapital, das für ein bestimmtes Geschäftsmodell notwendig ist.

Diese Frage lässt sich nicht exakt beantworten. Entscheidend ist vielmehr die Extrapolation aus einer möglichst breiten Basis von historischen Daten. Damit führt im Bereich der Eigenmittelvorschriften als erste Konsequenz kein Weg an einem statistischen Ansatz vorbei. Gerade das aber ist eine Stärke des value at risk Ansatzes: Er baut direkt und offen ausgewiesen auf einer statistischen Analyse auf, anders als beispielsweise eine leverage ratio, die das unausgesprochen und damit auch nur schwer überprüfbar tut.

Zweite Konsequenz ist, dass auch das beste Risikomodell seine Funktion erst erfüllen kann, wenn es mit breiten Erfahrungen unterlegt ist. Modell- und Ansatzwechsel haben deshalb, selbst wenn sie noch so gut gemeint sind, drastische Nebenwirkungen: Sie entwerten oder relativieren die erarbeiteten Erfahrungswerte, ohne dass sich dieser Erfahrungsverlust einfach durch ein backtesting auffangen liesse.

Die Amerikaner haben dies dort, wo es ihnen wirklich wichtig ist, schon immer beherrzigt.



**MLB.com**

**Babe Ruth | OF**

SEASON ▲	TEAM	2B	3B	HR
1914	BOS	1	0	0
1915	BOS	10	1	4
1916	BOS	5	3	3
1917	BOS	6	3	2
1918	BOS	26	11	11
1919	BOS	34	12	29
1920	NYG	36	9	54
1921	NYG	16	5	59
1922	NYG	24	3	35
1923	NYG	45	7	41
1924	NYG	39	7	25
1925	NYG	12	2	25
1926	NYG	30	5	47
1927	NYG	29	8	60
1928	NYG	29	8	57
1929	NYG	26	6	46
1930	NYG	28	9	49
1931	NYG	31	3	46
1932	NYG	13	5	41
1933	NYG	21	3	34
1934	NYG	17	4	22
1935	BOS	0	0	6
CAREER		506	136	714

**Mark McGwire 25 | 1B**

SEASON ▲	TEAM	2B	3B	HR
1986	OAK	1	0	3
1987	OAK	28	4	49
1988	OAK	22	1	32
1989	OAK	17	0	33
1990	OAK	16	0	39
1991	OAK	22	0	22
1992	OAK	22	0	42
1993	OAK	0	0	9
1994	OAK	3	0	9
1995	OAK	13	0	99
1996	OAK	21	0	33
1997	OAK	24	0	34
1997	STL	3	0	24
1997 [-]		27	0	58
1998	STL	21	0	70
1999	STL	21	1	33
2000	STL	8	0	32
2001	STL	4	0	29
CAREER		252	6	583

**Hitting Stats, 2008**

Player	TEAM	2B	3B	HR
1. R Howard*	PHI	26	4	48
2. A Dunn*	ARI	23	0	40
3. C Delgado*	NYM	32	1	38
4. R Braun*	MIL	39	7	37
5. M Cabrera*	DET	36	2	37
6. R Ludwick*	STL	40	3	37
7. A Pujols*	STL	44	0	37
8. A Gonzalez*	SD	32	1	36
9. C Quentin*	CWS	26	1	36
10. A Rodriguez*	NYG	33	0	35
11. J Dye*	CWS	41	2	34
12. P Fielder*	MIL	30	2	34
13. J Thome*	CWS	28	0	34
14. P Burrell*	PHI	33	3	33
15. J Lincecum*	OAK	19	0	33
16. C Lee*	FLA	34	4	33
17. G Ibanez*	CLE	39	5	33
18. C Utley*	PHI	41	4	33
19. D Wright*	DET	42	2	33
20. J Giambi*	NYG	19	1	32

Quelle: www.mlb.com

Im Baseball spielen Statistiken eine zentrale Rolle. Damit diese Statistiken ihre Aussagekraft behalten und einen Vergleich etwa des Home-run-Rekords von Babe Ruth aus dem Jahr 1927 mit Leistungen in der Gegenwart möglich bleibt, müssen die Rahmenbedingungen gleich bleiben. Als etwa in den 1980iger Jahren der Ersatz der Eschenholz- durch Aluminium-Schläger zur Diskussion stand, wurde dies nach eingehender professoraler Analyse der Physik des Baseballs verworfen, weil Aluminium-Schläger zu längeren Schlägen und damit zu einer Entwertung der Statistik führen. So hat die kollektive US-amerikanische (und übrigens auch kubanische) Erfahrung, dass 60 Home-runs in einer Saison einen Spitzenwert darstellen, auch heute noch Gültigkeit.

Dem gegenüber ist niemand in der Lage, den Schwimmweltrekord des Schwimmers Paul Biedermann über 200m Freistil an der Weltmeisterschaft von 2009 in Rom mit den Leistungen anderer Schwimmer in anderen Anzügen an der Olympiade in Peking zu vergleichen.

Und – um zu den Finanzmärkten zurückzukehren – es ist heute auch völlig unklar, ob das Streben nach einer Eigenkapitalrendite von 25 % bei einer Bank Ausdruck von Ambition oder von Hybris ist.



Die These, wonach es einen grundlegend anderen Ansatz für die Regulierung von Finanzinstituten braucht, scheint mir deshalb falsch. Das value at risk Modell ist konzeptionell sachgerecht, in seiner Methodik transparent und es wird durch eine breite Erfahrungsbasis auf der Seite der Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörden getragen. Gerade die Erfahrungen der letzten zwei Jahre müssten eigentlich einen positiven Beitrag zur Aussagekraft des value at risk geleistet haben. Die Diskussion über die richtige Kapitalausstattung sollte deshalb innerhalb des value at risk Ansatzes geführt und gerade nicht mit einem Modellwechsel verbunden werden. Es braucht, um auf die These zurückzukommen, keine andere Regulierung, sondern eine Einarbeitung der gemachten Erfahrungen in den bestehenden analytischen Rahmen.

Dabei ist insbesondere dem Zusammenhang zwischen den Risikomodellen und der Rechnungslegung vermehrt Rechnung zu tragen. Aussagekräftige, weil empirisch unterlegte Risikomodelle setzen eine robuste und stetige Rechnungslegung voraus. Diese Stetigkeit der Rechnungslegung war in den letzten Jahren nicht gewährleistet. Krasse Beispiele sind das opportunistische Hin und Her zwischen verschiedenen Regeln über die Behandlung des Goodwill im acquisition accounting oder, gerade in letzter Zeit, die Tendenz, Finanzanlagen solange als die Preise steigen mark to market zu verbuchen (zu Marktwerten), sobald sie fallen held to maturity (zu historischen Anschaffungskosten). Die Finanzmarktaufsicht sollte sich meines Erachtens in Zukunft dezidiert in den Prozess des Standardsetting für die Rechnungslegung einbringen und damit auch ein Gegengewicht zudem in diesem Bereich offensichtlich besonders ausgeprägten Lobbying setzen.

### *C. Pfadabhängigkeit*

Schliesslich gilt es die Pfadabhängigkeit des Risikomanagement und der Eigenmittelvorschriften zu beachten. Es genügt nicht, Eigenmittelvorschriften für das Gesamtinstitut aufzustellen. Damit diese im Alltag zu tragen kommen, müssen sie bis auf die Handelsfront hinunter tief in den elektronischen Handels- und Überwachungssysteme implementiert werden. Konsequenz ist eine substantielle Pfadabhängigkeit. Die operative Umsetzung eines alternativen Ansatzes würde deshalb in den meisten Fällen die vollständige Überarbeitung der elektronischen Handel- und Überwachungssysteme erfordern. Zumindest kurz- bis mittelfristig ist dies keine realistische Option.

## **III. These 2: Nach der Krise droht die Überregulierung**

Eine zweite These prognostiziert im Nachgang zur Finanzkrise regulatorische Hektik und, als Ergebnis, Überregulierung. Angesichts des grossen öffentlichen und politischen Drucks sähen sich Aufsichtsbehörden zum Aktivismus gedrängt. Ergebnis sei



weitgehend unkontrollierte Regulierung in alle Richtungen, von zusätzlichen Stress-tests bis zu Vorschriften über die Entschädigungssysteme.

*A. Wirkungsvolle Regulierung wird kritisiert*

Jede Regulierung schränkt ein und niemand lässt sich gerne einschränken. Aufsichtsbehörden werden – hoffentlich – geachtet, sicher aber nicht geliebt. Und: wirkungsvolle Regulierung wird auch immer kritisiert werden. Insofern ist der präventive Vorwurf der Überregulierung bis zu einem gewissen Grad eine normale Begleiterscheinung der Interaktion zwischen Regulator und Regulierten.

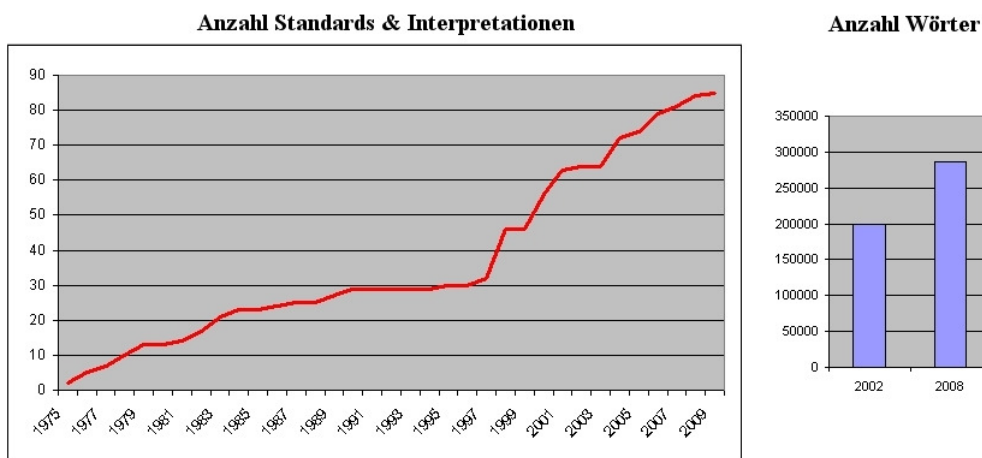
*B. Regulierung als Wettrüsten*

Von diesen mehr atmosphärischen Aspekten abgesehen gilt es aber auch die Eigendynamik der Beaufsichtigung von Märkten zu beachten. Jede Regulierung stellt bis zu einem gewissen Grad die Form vor den Inhalt. Wer eine Regel offen verletzt, wird sich nur schwer mit dem Argument rechtfertigen können, Sinn und Zweck der Norm seien dennoch eingehalten. Wer umgekehrt die Vorschrift dem Buchstaben nach einhält, muss nur ausnahmsweise mit Sanktionen rechnen, wenn er sie materiell unterläuft. Der Verstoss gegen Sinn und Zweck einer Regulierung wird also eher toleriert als ihre formelle Verletzung. Die Marktteilnehmer werden deshalb immer nach Wegen suchen, die ihnen bei formeller Einhaltung der Standards ein Minimum an materieller Einschränkung der Handlungsfreiheit bieten. Man mag das bedauern und an Vernunft und Ethik appellieren. Auf den Finanzmärkten allerdings herrscht nicht die Ethik, sondern das Eigeninteresse. Auf die Dauer wird sich deshalb auch der Vernünftige dem Druck seitens der Märkte – einschliesslich des Arbeitsmarktes – ausgesetzt fühlen, den vorhandenen Handlungsspielraum voll auszuschöpfen.

Der Regulator wird deswegen ständig durch den Versuch der Marktteilnehmer herausgefordert, den bestehenden Standard zu unterlaufen. Begnügt er sich mit formeller Regelkonformität und wird dies den Marktteilnehmern bewusst, so riskiert er, nicht mehr ernst genommen zu werden. Will der Regulator seine Reputation und die seines Standards verteidigen, wird er auf diese Herausforderung mit immer umfassenderer und raffinierterer Regulierung reagieren müssen. Herausforderer ist dabei primär der marginale und nicht der durchschnittliche Marktteilnehmer. Die Aufnahme in einen Klub ist ja bekanntlich gerade für denjenigen besonders attraktiv, der das Anforderungsprofil nur knapp erfüllt. Im Kampf mit diesem marginalen Marktteilnehmer aber läuft der Regulator zwangsweise das Risiko der Überregulierung.

Die Aufsichtsbehörde wird es als marktnahe Regulierung verstehen, der Beaufsichtigte als Überregulierung kritisieren die Dynamik jedenfalls ist unausweichlich: Regulierung hat den Charakter eines Wetttrüstens. Und, so sehr man das, insbesondere aus einer liberal-marktwirtschaftlichen Perspektive bedauern mag: Ja, die Regulierungsdichte wird auch in Zukunft mit aller Wahrscheinlichkeit zu- und nicht abnehmen.

## IAS/IFRS



Als Beispiel: Auf der Grafik links die Gesamtzahl, der IAS / IFRS Standards in der Entwicklung seit 1975 und rechts die Gesamtzahl der Worte der publizierten Fassung von IAS / IFRS im Vergleich 2002 zu 2008.

### IV. These 3: Finanzmarktkrise als Vertrauenskrise

Eine dritte These sieht die Ursache der Finanzkrise in einer Vertrauenskrise. Insbesondere in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 war das fehlende Vertrauen unter den Banken das zentrale Thema in der Diskussion über die Finanzkrise. Trotz grosszügiger Versorgung mit Liquidität durch die Zentralbanken kam der Interbankmarkt praktisch zum Erliegen.

#### A. *Vertrauen und Reputation*

Was ist die Funktion und Bedeutung des Vertrauens auf Märkten?

Vertrauen ersetzt fehlendes Wissen: Verfügen Marktteilnehmer nicht über vollständige Information, fehlen ihnen die Fakten, so stellen sie stattdessen auf den Ruf der Gegenseite ab. Interagieren die Teilnehmer auf einem bestimmten Markt immer wieder miteinander, so bilden sich Reputationsmechanismen heraus: Die Marktteilnehmer wissen, dass ihr Verhalten von anderen Marktteilnehmern beobachtet wird und sie wissen, dass

kurzfristig opportunistisches Verhalten langfristig der Reputation schadet. Reputationsmechanismen machen verlässliches Verhalten attraktiv und rechtfertigen damit zugleich das Vertrauen in die Gegenpartei.

Ist ein Wirtschaftssektor in hohem Mass auf Reputationsmechanismen angewiesen, so hängt die Reputation der einzelnen Marktteilnehmer bis zu einem gewissen Grad voneinander ab. Hat die Branche als Ganzes einen schlechten Ruf, so beeinträchtigt dies insbesondere jene Dienstleistungserbringer, die im Branchenvergleich hohe Qualität anbieten. Wie im berühmten Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes (*market for lemons*) wird es ihnen schwer fallen, ihre Kunden davon zu überzeugen, dass ihre Leistung entgegen der Reputation der gesamten Branche eine überdurchschnittlich hohe Qualität aufweist. Dementsprechend werden sie sich ausser Stande sehen, für ihre Leistung den der Qualität entsprechenden Preis zu verrechnen.

Wer Leistungen hoher Qualität erbringt, wird deshalb daran interessiert sein, gemeinsam mit anderen Anbietern hoher Qualität einen Qualitätsstandard zu etablieren und so den Dienstleistungsnachfragern ein die Suchkosten senkendes Qualitätssignal zur Verfügung zu stellen. Dies sind Ansätze einer Selbstregulierung, welche sich etwa bei Branchenverbänden wie den Anwaltsverbänden oder der Ärzteverbindung FMH finden. Die Organisationen, welche solche Standards festlegen und durchsetzen, entwickeln typischerweise eine Form von Zeichen.

Der Dienstleistungsanbieter kann dem Markt durch Verwendung des Zeichens signalisieren, dass er den Standard erfüllt. Beispiele für solche Zeichen oder „Labels“ sind die Facharzt-titel der FMH oder die Fachanwaltstitel des Schweizerischen Anwaltsverbandes.

Ob ein Standard tatsächlich zu einer Reduktion der Suchkosten führt, hängt von seiner Leistungsfähigkeit und der Qualität seiner Durchsetzung ab. Insbesondere ist jeder Standard gegen Trittbrettfahrer zu verteidigen.







Die Leistungsfähigkeit eines Standards und die Qualität seiner Durchsetzung lassen sich wiederum nur beschränkt messen. Auch auf dieser Ebene sind wir mit einem Problem der asymmetrischen Information konfrontiert. Dementsprechend spielt auch hier der Ruf eine zentrale Rolle: Die Reputation des individuellen Leistungsanbieters wird mit anderen Worten durch die Reputation der regulierenden Instanz und des von ihr erlassenen Standards ergänzt und zum Teil sogar ersetzt.

Auf den Finanzmärkten ist dieser Prozess zur Herausbildung von Standards und Qualitätssignalen besonders weit fortgeschritten. Die zentralen Finanzmarktdienstleistungen können nur durch zugelassene und permanent durch die Aufsichtsbehörden überwachte Institute angeboten werden. Die Gegenpartei eines überwachten Instituts weiss damit, dass die Aufsichtsbehörde seine Organisation und insbesondere seine Kapitalausstattung als angemessen beurteilt.

Eine besonders prägnante Form von Qualitätssignal auf Finanzmärkten stellen die Ratings dar, wird hier doch die komplexe Einschätzung der Kreditwürdigkeit einer Gegenpartei auf ein bis drei Buchstaben reduziert.



### *B. Regulierung und Risikobewusstsein*

Erfolgreiche Regulierung gibt den Marktteilnehmern ein Gefühl der Sicherheit. Sie verdrängt damit einen Teil des natürlichen Risikobewusstseins, welches für nicht-regulierte Geschäftsbeziehungen typisch ist. Bei der Auswahl eines regulierten Dienstleistungserbringers werden Dienstleistungsbezüger dem Gegenparteirisiko geringere Bedeutung zumessen, als dies in einem nicht regulierten Bereich der Fall wäre. Im bereits erwähnten Umgang mit öffentlichen Verkehrsmitteln, vom Tram, Zug über die Seilbahn bis zum Flugzeug, mit Elektrogeräten oder mit Banken sind Konsumenten weniger risikobewusst, als sie dies gegenüber nicht regulierten Leistungsanbietern wären. Sie verlassen sich bis zu einem gewissen Grad auf die Wirksamkeit der Regulierung.



Durch das oben abgebildete Gelände führt die steilste Drahtseilbahn der Welt, die Gelmerbahn im Grimselgebiet. Eingezeichnet ist das Trasse der Bahn, im Jahr 1926 zum Bau des Gelmerstausees gebaut wurde. Das Foto links zeigt den Blick nach unten von der steilsten Stelle aus.

Wenn wir die Fahrt mit der Bahn heute, wie es die Betreiberin Kraftwerke Oberhasli AG auf ihrer Webseite ausdrückt – trotz des Flugrostes auf den Schienen – als „Nervenkitzel“ und nicht als ernsthaftes Risiko betrachten, dann, weil wir wissen, dass die Sicherheit der Bahn durch das Bundesamt für Verkehr laufend überwacht wird.



Auf den ersten Blick mag der Eindruck entstehen, es liege ein Sachverhalt des *moral hazard* vor, d.h., Regulierung mache schlicht sorglos und vertrauensselig. Das greift allerdings zu kurz: Moderne Produkte-, Dienstleistungs- und Finanzmärkte könnten nicht nach dem Prinzip „Misstrauen“ oder wie es traditionell heisst „Trau, schau wem“ funktionieren. Vielmehr müssen sich Marktteilnehmer gegenseitig ein Grundmass an Vertrauen entgegenbringen können. Die Teilnehmer an Finanzmärkten wären beispielsweise nicht in der Lage, die Kreditwürdigkeit jeder Gegenpartei vor jedem einzelnen Geschäft in allen Einzelheiten abzuklären, jedenfalls nicht zu vertretbaren Transaktionskosten.

Regulierung hat mit anderen Worten gerade die Funktion, natürliches Misstrauen durch ein Grundvertrauen zu ersetzen, beim Reisen mit der Eisenbahn so gut wie im Geschäftsverkehr mit und unter Banken.

### *C. Regulierung als Vertrauenstatbestand*

Funktionierende Regulierung schafft somit Erwartungen und beeinflusst das Verhalten der Marktteilnehmer, in dem sie in der Tendenz Misstrauen durch Vertrauen ersetzt. Regulierung hat also alle Aspekte eines Vertrauenstatbestandes oder einer Versicherung. Auch wer sich keinen *moral hazard* vorwerfen lassen muss, wird in einem regulierten Markt seine Gegenparteien anders auswählen und überwachen, als er dies in einem nicht regulierten Markt tun würde.

Anders als bei tatsächlicher Vertrauenshaftung oder Versicherungsverträgen steht dem Marktteilnehmer im „Schadensfall“ – dann also, wenn seine Erwartungen enttäuscht werden – kein Anspruch gegen den Regulator zu. Der Regulator übernimmt mit anderen Worten keine formelle Verantwortung für die Qualität des zuvor ausgesandten regulatorischen Signals, genauso wie er zuvor auch keine Entschädigung – keine Versicherungsprämie – für die Übernahme dieser Verantwortung erhalten hatte. Regulierung läuft damit Gefahr, überschüssende Signale zu setzen. Der Regulator schafft Erwartungen, auf die er sich, sollte er sich täuschen, nicht behaften lässt. Diese prekäre Natur des regulatorischen Signals wird den Marktteilnehmern in kritischen Phasen bewusst, etwa nach Seilbahnunglücken, Flugzeugabstürzen oder eben in der weltweiten Finanzkrise: Das regulatorische Signal erscheint nicht länger als vertrauenswürdig, jedenfalls dann, wenn es nicht beim erklärbaren Einzelereignis bleibt. Die Reputation des Regulators und seines Standards ist in Frage gestellt. Vorsicht tritt im Geschäftsverkehr an die Stelle des durch Regulierung geschaffenen Grundvertrauens.



#### *D. Vertrauensverlust*

Um auf die These, wonach die Finanzmarktkrise eine Vertrauenskrise sei zurückzukommen:

Im Sommer 2008 haben die Marktteilnehmer das Vertrauen in die verschiedenen Qualitätssignale verloren, die für das Funktionieren der Finanzmärkte konstitutiv sind. Diskreditiert wurden allen voran die Ratings, dann aber auch ganz allgemein die Signale zu Gunsten der genügenden Eigenmittelausstattung der Finanzinstitute. An die Stelle des Vertrauens in die Qualitätssignale trat eine nüchterne Lagebeurteilung. Die Finanzinstitute wussten aufgrund der Analyse der eigenen Handelsbücher, wie gross die Kluft zwischen dem Schein und dem Sein war.

Was als Vertrauenskrise bezeichnet wurde, war in Wirklichkeit ein Realitätsschock. Zuvor bestanden Informationsasymmetrien, die durch das Vertrauen auf die verschiedenen Qualitätssignale überbrückt wurden. Nachher herrschte Klarheit darüber, dass die meisten Gegenparteien massiv weniger kreditwürdig waren, als dies zuvor angenommen wurde.

#### **V. These 4: Der Staat darf nicht länger Geisel des Prinzips „too big to fail“ sein**

Eine vierte These, oder vielleicht besser gesagt Forderung, betrifft den Grundsatz „too big to fail“. Solange und soweit Marktteilnehmer damit rechnen könnten, im Notfall gerettet zu werden, spekulierten sie auf Kosten des Staates. Dies erlaube es ihnen, Risiken einzugehen, ohne die vollen Kosten dafür zu tragen.

Tatsächlich haben die verschiedenen staatlichen Rettungs- und Unterstützungsmassnahmen des letzten Jahres im Ergebnis zu einer Sozialisierung von Risiken geführt. Dies gilt nicht nur für die Institute die direkt Staatshilfe in Anspruch genommen haben. Nachdem nämlich einmal klar war, dass der Staat im Zweifelsfall zu mindest bei systemrelevanten Banken einspringen würde, profitierten auch die nicht direkt unterstützten Institute von einer impliziten Staatsgarantie. Dieses Ergebnis ist weder aus marktwirtschaftlicher noch aus politischer Sicht akzeptabel:

Ja, der Staat sollte nicht länger Geisel des Prinzips „too big to fail“ sein.

#### *A. Kampf um die Reputation*

„Too big to fail“ bezieht sich auf die Systemrelevanz eines Finanzinstituts. Die Aufsichtsbehörden beziehungsweise der Staat können es sich aus Gründen der Systemstabilität nicht leisten, das betreffende Institut Konkurs gehen zu lassen. Zweifellos spielen Überlegungen zur Systemstabilität in der Bankaufsicht eine zentrale Rolle. Der

Fall Lehman Brothers hat gezeigt, welche Verwerfungen das Scheitern eines nicht unbedeutenden und breit vernetzten Finanzinstituts zur Folge haben kann. Klar ist aber auch, dass nicht jedes der unterstützten Institute im engeren Sinn systemrelevant war. Wieso also diese regulatorische Grosszügigkeit?

Ich möchte dazu eine ergänzende Sichtweise zur Diskussion stellen, in deren Zentrum die Reputation des Finanzmarktregulators und seiner regulatorischen Signale steht. Die Finanzmarktkrise hat die verschiedenen regulatorischen Qualitätssignale wie gezeigt fundamental in Frage gestellt, ja vorübergehend entwertet. Die breiten Auffangmassnahmen der Aufsichtsbehörden auch ausserhalb des engeren Bereichs der systemrelevanten Institute lassen sich als Teil des Kampfes um die Reputation des Regulators und der regulatorischen Signale verstehen. Etwas pointiert gesagt haben die Aufsichtsbehörden weltweit nicht bloss einzelne systemrelevanten Banken sondern eben auch das System und damit sich selbst gerettet. Es waren die Aufsichtsbehörden die zuvor den Marktteilnehmern signalisiert hatten, sie seien gegenseitig genügend kapitalisiert und damit genügend kreditwürdig. Und es waren die Aufsichtsbehörden die in der Krise dieses regulatorische Signal mit einer staatlichen Garantie unterlegten.

Trifft diese Interpretation der Vorgänge des letzten Jahres zu, so sind die Chancen des Staates, sich aus der Geiselhafheit des Prinzips „too big to fail“ zu befreien, nüchtern einzuschätzen.

Gut stehen die Aussichten was das Scheitern einzelner Finanzinstitute betrifft. Hat der Regulator im Einzelfall mit seinem regulatorischen Plazet Vertrauen erweckt, das so nicht gerechtfertigt war, wird er seine Reputation in der Regel schützen können, in dem er das Geschehene nachvollziehbar macht und zeigt, welche Konsequenzen er für die Zukunft zieht. Im Fall der einzelnen Fehlleistung, des Ausreissers sozusagen, ist mit anderen Worten die Aufarbeitung des Ereignisses entscheidend. Solange diese gelingt, hat der Regulator gute Aussichten, seine Reputation schützen können.



Quelle: <http://sz-magazin.sueddeutsche.de>

Demgegenüber kann schon die einzelne nicht erklärbare Fehlleistung seinen Ruf in Frage stellen. Dies zeigt aktuell das Beispiel der Aufsicht über die Zivilluftfahrt. Bekanntlich konnte beim Flugzeugunglück, das sich vor kurzem über dem Südatlantik zutrug, der Flugschreiber nicht geborgen werden.



Die Luftfahrtaufsichtsbehörden werden den Hergang des Unglücks deshalb nicht vollständig erklären und daraus unmittelbare Konsequenzen ziehen können. Die Luftfahrtaufsichtsbehörden sind sich sehr wohl bewusst, wie stark schon dieser einzelne nicht erklärbare Fall, ihre Reputation in Frage stellt. Aufgrund ihrer langjährigen Erfahrung im Umgang mit öffentlichen Erwartungen sprechen sie diesen Umstand denn auch offen an, auch dies natürlich mit der Zielsetzung des Reputationsschutzes.

Schlecht stehen die Aussichten, wenn wir es nicht mit einer einzelnen und isolierten, sondern mit einer systemischen regulatorischen Fehlleistung zu tun haben. Hier wird es auch in Zukunft mit dem Erklären nicht getan sein. Mit einem regulatorischen Flächenbrand konfrontiert verbleibt dem Regulator kaum Handlungsspielraum. Will er seine Reputation erhalten, so wird er für die erweckten Erwartungen einzustehen haben. Ist die diese Interpretation zumindest auch richtig, so überlagert sich der Grundsatz „too big to fail“ in der Systemkrise mit „too dangerous for the regulator’s reputation to let fail“. Die Chancen, dem Grundsatz „too big to fail“ für den Fall beizukommen, in dem die Krise ihre Ursache unter anderem in systematisch überschüssenden regulatorischen Signalen hat, sind deshalb nicht allzu positiv einzuschätzen. Umso wichtiger ist es, mit der konsequenten Weiterentwicklung des Value at risk Ansatzes dafür zu sorgen, dass die Finanzinstitute risikoadäquat kapitalisiert sind.

### *B. Glaubwürdige Drohung*

Zugleich sind aber auch Massnahmen zu treffen, die das Risiko des Staates, im Einzelfall zum unfreiwilligen Garanten eines systemrelevanten Instituts zu werden minimieren.

Kann für den Krisenfall mit der vorbehaltlosen Unterstützung des Staates gerechnet werden, so wird unweigerlich auf Kosten des Gemeinwesens spekuliert werden. Künftig muss es deshalb möglich sein, Institute aufzufangen, ohne zugleich opportunistisches Verhalten zu belohnen. Ansatzpunkt könnten klare Regeln über die Rückstufung der Aktionäre – und darin eingeschlossen des Managements – sein. Letztlich muss der Staat so weit, als er einer Bank das nicht mehr vorhandene Eigenkapital zur Verfügung stellt, an die Stelle der Aktionäre treten. Wann dies geschieht, kann nicht Sache von Verhandlungen sein, sondern muss eine automatische und im Voraus abschätzbare Konsequenz der Unterschreitung von Mindestkapitalanforderungen sein. Wer sein Geschäft als Eigentümer so führt oder führen lässt, dass er auf den Staat angewiesen ist, muss den staatlichen Eingriff akzeptieren. Der Staat seinerseits hat das Institut zu sanieren und zu reprivatisieren. Ein allenfalls resultierender Gewinn ist Gegenstück zur



staatlichen Risikoübernahme und steht deshalb dem Staat und nicht den früheren Aktionären zu.

Solche klaren Spielregeln haben durchaus liberalen Charakter: Der Rückgriff auf den Staat ist eine ultima ratio, die genügend unattraktiv sein muss, damit sie nicht ohne Not und schon gar nicht mit spekulativer Zielsetzung beansprucht wird. Wenn aber der Punkt der Systemgefährdung erreicht ist, gebietet es die Sorge um das Wohl des steuerzahlenden Bürgers, dass rasch und konsequent, aber auch vorhersehbar gehandelt werden kann.

## **VI. These 5: Selbstregulierung bürgt für Kompetenz und Marktnähe**

Eine fünfte These postuliert, dass Finanzmärkte marktnah und von Spezialisten vor allem aber nicht von Politikern reguliert werden müssen. Die klassischen politischen Strukturen des Staates verfügten nicht über das notwendige Fachwissen für die Regulierung der Finanzmärkte. Diese Aufgabe müsste deshalb mehr oder minder weitgehend an Fachspezialisten mit eigener Markterfahrung delegiert werden.

### *A. Klärung der Kompetenzordnung*

Vorerst ist zu dieser These festzuhalten, dass sich die Kompetenzordnung auf den Finanzmärkten in den letzten beiden Jahren als hochgradig unklar erwiesen hat. Dies gilt insbesondere für die Abgrenzung zwischen Zentralbankaufgaben und klassischer Bankaufsicht. Den Beteiligten ist dabei – wie man so schön sagt – ein Kränzchen zu winden. Unklare Abgrenzung von Zuständigkeiten und Verantwortung führt im Normalfall zu Kompetenzkonflikten. In der Finanzkrise allerdings wurde koordiniert gehandelt, was von der Professionalität der Beteiligten zeugt.

In einem Punkt allerdings bleibt ein schales Gefühl zurück: Weil Kompetenz und Verantwortung nicht in einer Hand lagen, wurde möglicherweise eher grosszügig denn konsequent interveniert. Die verschiedenen Finanzaufsichtsbehörden wussten dass ihre Reputation auf dem Spiel stand und sie sahen zugleich, dass sie nur ganz beschränkt über die Kosten der Rettungsmassnahmen würden Rechenschaft ablegen müssen. Da wird auch der Standfesteste in Versuchung geführt.

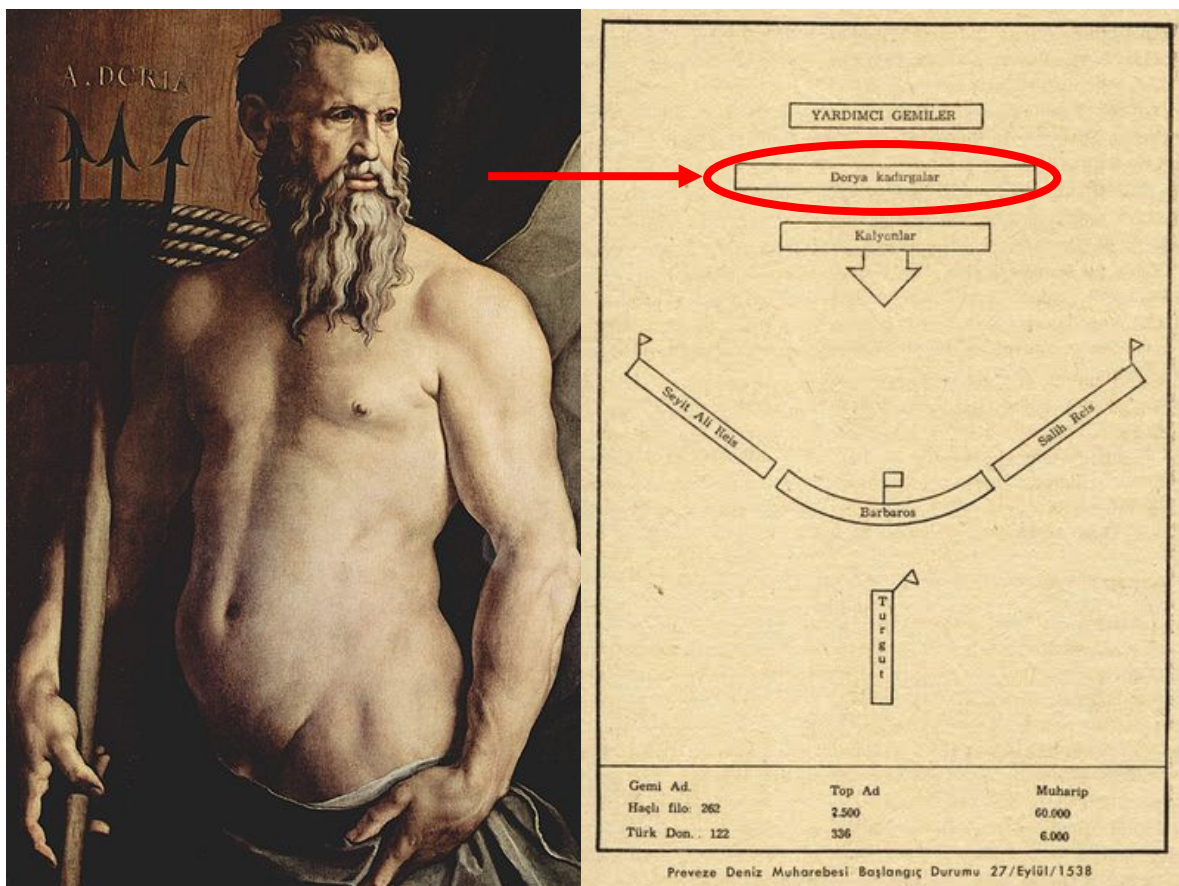
### *B. Politische Verantwortung*

Nach den massiven Stützungsmaßnahmen stellt sich – insbesondere mit Blick auf die Zukunft – die Frage nach der politischen Verantwortung. Und diese ist im Grunde genommen rasch beantwortet. Es kann nicht sein, dass der Staat eine Aufgabe, die ihn potentiell mehr kostet als der ganze Rest des Staatsbudgets zusammen, von der politischen auf eine reine Fachebene delegiert. Angesichts der existentiellen Bedeutung

muss die Finanzmarktaufsicht viel mehr direkt in die politischen Strukturen des Staates integriert werden.

Historisch gesehen stehen wir was die Finanzmarktaufsicht betrifft heute wohl am Punkt, an dem die Bürger zu Beginn der Neuzeit standen, als es darum ging, die Verantwortung für die innere und äussere Sicherheit in einen modernen Staat mit klaren Kompetenzen Verantwortungen und Gewaltenteilung über zu führen. Noch im Mittelalter wurden das öffentliche Gut Sicherheit zu grossen Teilen in public private partnerships produziert. Wallensteins Armee im dreissigjährigen Krieg etwa war nichts anders als eine gigantische Private Military Company.

Die resultierende Vermengung von privaten und öffentlichen Interessen hatte immer wieder fatale Konsequenzen.



Ein schönes Beispiel dazu liefert die Seeschlacht von Preveza im Ionischen Meer von 1538 zwischen der Heiligen Liga, der Allianz zwischen den Spaniern unter Karl V, dem Papst, Venedigs und Genuas auf der einen und dem Osmanischen Reich auf der anderen Seite. Rechts zeigt die schematische Darstellung aus einer Lehrschrift der Türkischen Marine die ordre de bataille: Unten die Flotte des Osmanischen Reichs unter dem Kommando von Khair ad-Din Barbarossa und Turgut Reis. Oben die Flotte



der heiligen Liga unter dem Kommando des Genueser Admirals Andrea Doria, der sich mit Vorliebe als Neptun abbilden liess, links auf einem Bild von Agnolo Bronzino.

Der immens reiche Doria war nicht nur Oberkommandierender sondern auch Eigentümer einer grossen Zahl von Galeeren, also ein Private Military Operator. In der Schlacht hielt sich Doria sehr zurück, weil er keine Lust, seine wertvollen Schiffe aufs Spiel zu setzen. Als sich gegen Abend der Sieg der Türken abzeichnete liess Doria auf seinen Galeeren die Lichter lösche. Er wendete und setzte sich im Schutz der Dunkelheit mit seiner ganzen Flotte ohne Verluste ab. Die im Stich gelassenen Venezianer brauchten keinen Kurs in Regulatory Governance um zu verstehen, dass sie Opfer eines Interessenkonflikts geworden waren.

Für den Bereich der inneren und äusseren Sicherheit sind die Konsequenzen seither längst gezogen: öffentliche und private Interessen sind klar zu trennen. Für die Sicherheit auf den Finanzmärkten muss dieser Schritt noch konsequent getan werden. Die Ordnung der Finanzmärkte muss als Kernaufgabe des Staates verstanden werden. Sie muss aus einer Hand, das heisst voll integriert in die staatlichen Strukturen und eingebunden in die politische Verantwortung wahrgenommen werden. Die notwendige Fachkompetenz muss in den staatlichen Strukturen bereitgestellt werden. Die Zeiten der delegierten und fragmentierten Regulierung sind vorbei.

## VII. These 6: Eine Hauptursache der Finanzkrise sind die Entschädigungsmodelle

Eine sechste These führt die Finanzkrise zumindest auch auf die Entschädigungsmodelle für die Bankleitungsorgane zurück.

Die Entschädigungsmodelle haben danach falsche Anreize gesetzt. Insbesondere seien die Bankkader dazu motiviert oder verführt worden, übertriebene Risiken einzugehen. Im Ergebnis hätten sie gefahrlos auf Kosten der Aktionäre und des Staates spekulieren können.

Auf der politischen Ebene ist die Kri-





tik an den Entschädigungsmodellen verbunden mit der Kritik an der absoluten Höhe der Entschädigung. Die Banksaläre hätten jedes vernünftige Mass hinter sich gelassen. Die Unterschiede zwischen den „normalen“ Salären und den Salären, die obere Bankkader bezogen haben, seien in keiner Art und Weise mehr politisch und/oder moralisch zu rechtfertigen.

Glaubt man grundsätzlich an die Marktwirtschaft, so kann nicht die absolute Höhe der Entschädigungen im Zentrum der Diskussion stehen. Entscheiden muss vielmehr die Frage nach dem Funktionieren dieses Teiles der Finanzmärkte sein. Müssen wir im Bereich der Entschädigungen ein Marktversagen feststellen?

#### *A. Tatsachen*

Das Hauptproblem bei dieser sechsten These ist, dass sie – obwohl mit besonderer Breite und besonderem Nachdruck vertreten – zumindest in der Kernaussage in offensichtlichem Widerspruch zu den Tatsachen steht. Nach den Standardentschädigungsmodellen durften und mussten Bankführungsorgane einen grossen Teil ihrer Entschädigung in gesperrten Aktien des Unternehmens beziehen. Das Vermögen der betreffenden Bankkader setzte sich damit primär aus einer Beteiligung an der eigenen Arbeitgeberin zusammen. Entsprechend gross waren die Verluste, die Bankgeschäftsleitungsmitglieder in der Finanzkrise erlitten haben. Dies wurde denn auch in einer kürzlich publizierten Studie von Fahlenbrach/Stulz empirisch bestätigt. Es ist schlicht ausgeschlossen, dass die Bankgeschäftsleitungsmitglieder diese Verluste sehenden Auges in Kauf genommen haben – ganz abgesehen von den Reputationsverlusten für diejenigen Manager, die ihres Amtes enthoben wurden. Insofern greift die Aussage, die Entschädigungsmodelle seien die Hauptursache der Finanzkrise klar zu kurz.

#### *B. Risiko: Präferenzen und Wahrnehmung*

Klar ist aber auch, dass sich die Bankgeschäftsleitungsmitglieder der Risiken, denen sie ihr Institut und damit letztlich auch sich selbst ausgesetzt haben, in keiner Art und Weise bewusst gewesen sind.

Das ist insofern ernüchternd, als gerade die besonderen Fähigkeiten im Umgang mit Risiken als eine der Kernkompetenzen von erfolgreichen Bankiers aufgeführt und worden sind, die ihre hohen Saläre erklären sollten. Diese Überlegungen führen zurück auf einen bereits zuvor gemachten Punkt: im Zentrum der Bemühungen um eine Neuordnung der Finanzmarktaufsicht sollten nicht die Saläre, sondern die Risikokontrollmodelle und die risikoadäquate Eigenmittelausstattung stehen.

### *C. Pricing der staatlichen Garantien*

Gerechtfertigt wurden die hohen Saläre der Vergangenheit letztlich mit der hohen Wertschöpfung des Finanzsektors. In dieser Wertschöpfungsrechnung fehlten allerdings die Kosten für die faktische Staatsgarantie, ohne die die Kreditaufnahme zum Nulltarif, wie wir sie in den letzten Jahren beobachten konnten, nicht möglich gewesen wäre. Eine Schlüsselfrage für die künftige Gestaltung des Verhältnisses zwischen dem Staat und den Finanzinstituten scheint mir deshalb, wie für das korrekte Pricing des staatlichen „credit support“ gesorgt werden kann.

Auf dem Bild unten sehen Sie den Start zum Zürcher Limmatschwimmen. Den Teilnehmern wurden gelbe Enten als Schwimmhilfen zur Verfügung gestellt. Für das Zürcher Limmatschwimmen sind Gratisschwimmhilfen sicher eine charmante Sache. Für Finanzinstitute aber lassen sie sich nicht rechtfertigen. Gut möglich übrigens, dass sich das Entschädigungsthema entschärft, sobald die Finanzinstitute ihre vollen Kosten zu tragen haben.

