

Regulierung, Transparenz und Unsicherheit auf Finanzmärkten

Heinz Zimmermann

Prof. Dr. Heinz Zimmermann, Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum WWZ, Universität Basel, Schweiz

In kaum einem anderen Bereich der Wirtschaft ist die Erwartungshaltung so groß wie im Finanzsektor, dass durch geeignete aufsichtsrechtliche Regeln die gesamtwirtschaftlichen (systemischen) Risiken kontrolliert und eingeschränkt werden können. Leider werden diese Hoffnungen regelmäßig enttäuscht. Im vorliegenden Beitrag wird versucht, die wesentlichsten Gründe aufzuzeigen und Folgerungen für die Finanzmarkt-aufsicht abzuleiten.

1. Einleitung

Jedes Aufsichts- und Regulierungssystem – ob staatlich oder privat – beruht auf Annahmen über die Funktionsweise des zu regulierenden Systems und dessen Akteuren, also auf einem impliziten oder expliziten Modell. Auch wenn man sich in der öffentlichen Diskussion meist mit den Zielsetzungen der Regulierung befasst – Sicherheit, Stabilität und Vertrauenswürdigkeit des Finanzsystems – so ist die Wahl und Beurteilung der geeigneten Instrumente in erheblichem Umfang von der Funktionsweise des Systems und dem Modell, das die Akteure dafür verwenden, abhängig. Der letzte Aspekt verdient im Zusammenhang mit dem systemischen Risikomanagement eine besondere Beachtung: Die Modellierung der Risiken verhält sich gegenüber der „Realität“ keineswegs passiv oder neutral.

Im vorliegenden Beitrag wird zunächst argumentiert, dass sich die Schwierigkeiten der Regulierung des Finanzsystems viel mehr als viele andere Systeme aus der zirkulären Natur der Risiken und deren adäquaten (viablen) Repräsentation ergibt, was durch die Praxis des administrativen Regulierungsprozesses weitgehend ausgeblendet wird. Jedoch: Routinen, Normen, Standards oder regulatorische Bestimmungen, welche im technischen Belangen zwecktauglich sind, erweisen sich bei Finanzrisiken im ungünstigsten Fall nicht als wirkungslos, sondern als kontraproduktiv. Die augenfälligste Evidenz für diese Behauptung liegt in der Tatsache, dass die fortgesetzten Bemühungen zur Eindämmung der systemischen Risiken – nicht erst seit den Basler Eigenkapitalstandards – stets zu einer Verlagerung und Akzentuierung der Risiken geführt haben: Galt der erste Basel Standard (1988) noch der generellen Sorge gegenüber den eingebrochenen Eigenmitteln der wesentlichen Banken, war der zweite Standard

(2007) bereits auf die Behebung der Folgen der Basel I zugeschriebenen Fehlallokation des Eigenkapitals aufgrund undifferenzierter Kapitalanforderungen bezüglich des Kreditrisikos ausgerichtet; Basel III (2014) galt schließlich der Bewältigung der Probleme, welche durch die aus den Bankbüchern ausgelagerten Kreditrisiken – als unmittelbare Folge von Basel II – entstanden sind und eine wesentliche Rolle bei der Entstehung der Finanzkrise spielten; in *Admati/Hellwig* (2013) findet man eine ausführliche Diskussion.

Mit der Finanzkrise hat sich der Kreis der mit Fragen der Stabilität des Finanzsystems als verantwortlich betrachteten Akteure und Institutionen weit über die klassischen Institute der Finanzaufsicht hinaus erweitert, namentlich auf die monetären Institutionen. Während sich noch in den neunziger Jahren die meisten Zentralbanken ausdrücklich aus der formellen Banken- und Finanzmarktregulierung ausgeklammert haben, gilt es heute als Selbstverständlichkeit (und hätte aufgrund der Analyse früherer Finanzkrisen schon immer als solche gelten müssen), dass die Geldpolitik und das geldpolitische Instrumentarium für die Bewältigung von Finanzkrisen von zentraler Bedeutung ist und ihrerseits ein erhebliches systemisches Risiko birgt. Mit der monströsen Monetisierung öffentlicher und privater Schulden, welche ihrerseits wiederum teilweise durch das Engagement der Regierungen bei der Bankenrettung im Zuge der Finanzkrise in Verbindung steht, lässt sich die Frage der Finanzstabilität definitiv nicht mehr von der Fiskal- und Verschuldungspolitik der Nationen trennen.

Dies hat kaum absehbare Implikationen für die Regulierung des Finanzsystems, und es stellt sich die Frage, ob die aktuellen aufsichtsrechtlichen Strukturen und Vorhaben überhaupt geeignet sind, stabilisierend zu wirken. Worauf beruht die Skepsis? Sind sie nicht alle auf vermehrte Transparenz, höhere Kapitalanforderungen, differenziertere Risikomodelle, umfassendere Abdeckung des Kreises der Regulierten oder verbesserte internationale Koordination ausgerichtet?

Die Skepsis ergibt sich aus verschiedenen Gesichtspunkten, von denen nachfolgend nur drei herausgegriffen werden: in den unterschätzten Problemen, welche mit der „Repräsentation“ von Risiken und namentlich systemischer Risiken verbunden sind sowie der Bürokratisierung des Risikoüberwachungsprozesses (Abschnitt 2); in einer Fehleinschätzung der ökonomischen Effekte vermehrter Transparenz (Abschnitt 3); und schließlich der eklatanten Rechtsunsicherheit, welche mit den Regulierungsvorhaben verbunden sind (Abschnitt 4). Es muss an dieser Stelle nicht auf die Flut bestehender und geplanter Regulierungen hingewiesen werden. Schon heute verwendet ein Kundenberater, nach aktueller Schätzung einer schweizerischen Privatbank,¹ etwa einen Viertel der Arbeitszeit für administrative Arbeiten; vor rund 25 Jahren seien das 7 bis 8% gewesen, und mit der Umsetzung der anstehenden Gesetze soll der Anteil gegen 30% steigen. Die Compliance-Kosten liefern einen weiteren Indikator dieser Entwicklung, denn auf einen schweizerischen Banker kommen in den nächsten Jahren mit FIDLEG, FINIG, FinfraG, MiFID II, MiFIR, UCITS V und VI, EMIR, PRIIPs, AIFMD, etc eine schier unübersichtliche Zahl neuer Regelwerke dazu. Ob *Nobels*

1 *Christian Rahn* im TA vom 30. Oktober 2015.

Standardwerk zur internationalen Finanzmarktregulierung (*Nobel*, 2010), das seit der 1. Auflage (1997) von 637 auf 1250 Seiten (3. Auflage, 2010) angestiegen ist, hier seitenzahlmäßig noch mithalten kann, bleibt abzuwarten.

Diese rein quantitativen Aspekte stehen nicht im Vordergrund der nachfolgenden Überlegungen. Vielmehr soll der Fokus auf drei wenig beachtete Aspekte im Zusammenhang mit der systemischen Sicherheit des geltenden Regulierungsansatzes diskutiert werden. Wir schließen daraus, dass bereits viel erreicht wäre, wenn auf jene Regulierungsvorhaben **verzichtet** würde, von welchen unter realistischen Annahmen zusätzliche destabilisierende Effekte zu erwarten sind, und dafür schwerpunktmäßig einige einfache Regeln **umgesetzt** würden.

2. Unsicherheit, Risiko und Repräsentation

Der Begriff der Repräsentation spielt in der Erkenntnistheorie eine entscheidende Rolle. Es stellt sich hier die Frage, welche Bedeutung ein epistemologischer Begriff in einer wirtschaftspolitischen Frage spielt. Der Grund liegt darin begründet, dass sich die Finanzregulierung mit Zufällen, Unsicherheit und den sich daraus ergebenden Risiken beschäftigt, also einem abstrakten Erkenntnisgegenstand oder einer Fiktion (*Esposito*, 2007), der schon aus der Sache her eine geeignete Repräsentation erfordert, damit dieser unserer Erfahrung, Erkenntnis und unserem Wissen zugänglich wird. Dabei erweist sich eine radikal konstruktivistische Sichtweise als besonders zielführend oder passend (viabel²), aber durchaus ungewohnt: Durch die Form der Repräsentation wird der zu untersuchende Gegenstand – der Zufall, die Unsicherheit oder das Risiko – überhaupt erst konstruiert. Die Wahrscheinlichkeitstheorie und Statistik sind dabei nur zwei der vielen Möglichkeiten.

Dabei verhält sich die Art und Weise der Repräsentation keineswegs neutral gegenüber dem repräsentierten Gegenstand und unserem Verhalten und Wissen diesem gegenüber. Im Unterschied zu anderen erkenntnistheoretischen Positionen wird dabei das vollständig über die Wirklichkeit informierte Subjekt, welches ein Abbild derselben oder eben ein Modell als „vereinfachtes Bild der Wirklichkeit“ herstellt, ersetzt durch ein Individuum, welches mit seinen Konstruktionen eine partizipative Rolle bei der Beobachtung oder Gestaltung der natürlichen, gesellschaftlichen, ökonomischen oder kulturellen Umwelt einnimmt. Der Zufall oder zumindest davon nicht unterscheidbare, un-rechenbare (*transcomputational*) Strukturen ergeben sich als eine natürliche Konsequenz dieses Modells.

Der Konstruktivismus ist keine Theorie, sondern eine Perspektive zum Gebrauch von Modellen, welche dem Paradigma einer objektiven, vom „Beobachter“ unabhängigen Wirklichkeit, welche quasi durch Modelle vereinfacht abgebildet werden soll, diametral gegenübersteht. Für die Belange des Zufalls ist diese Perspektive äußerst produktiv. So befördert *Heisenbergs* Unschärfetheorie

2 (*Glaserfeld*, 1997, 43) bezeichnet damit „Handlungen, Begriffe und begriffliche Operationen [...], wenn sie zu den Zwecken oder Beschreibungen passen, für die wir sie benutzen.“

jegliche Beobachtung respektive Messung in den Bereich des Zufälligen. Wer sich mit dem Zufallscharakter der Natur nicht anfreunden möchte³ - man ist in bester Gesellschaft mit Einstein - kommt mit der von *Foersterschen* nicht-trivialen Maschine zu einem äquivalenten Ergebnis (*Foerster*, 2003, 52): Es handelt sich um einen zirkulär konzipierten Automaten mit einem zustandsabhängigen Programm. Mit jedem Input wird die Maschine in einen spezifischen Zustand versetzt, der das spezifische Programm bestimmt, dh nach dem die Transformation der Inputs in die Outputs vorgenommen wird. Selbst bei einer relativ einfachen Programm- und Zustandsstruktur ist es nahezu unmöglich, aufgrund der Reaktionsmuster der Maschine das Programm - also die Wirklichkeit - zu rekonstruieren, das System ist analytisch unbestimmbar und lässt sich von einem Zufalls-generator nicht unterscheiden.

Aus zwei Gründen erweist sich der radikal konstruktivistische Denkansatz als brauchbarer Weg für die Modellierung des Zufalls:

- a) Das Wissen über den Zufall. Da sich der radikale Konstruktivismus nicht als Erkenntnistheorie, sondern als Theorie des Wissens versteht (*Glaserfeld*, 1997, 130, 187), führt er zu einer völlig anderen Beurteilung der Eigenschaften und Steuerbarkeit komplexer Systeme: Der Zufall lässt sich durch noch so viel Wissen nicht aus der Welt schaffen, ganz im Gegenteil. Völlig im Gegensatz dazu steht das vorherrschende Regulierungsmodell, das sich am einfachsten mit Heinz von *Försters* trivialen Maschine vergleichen lässt, deren Programm auf keine Umweltzustände reagiert und stabile Verhaltensmuster erzeugt, sodass das „Programm“ durch systematische Analyse der In- und Outputs identifiziert werden kann. Dies reflektiert nicht nur eine Überschätzung des Wissens, sondern impliziert eine verkürzte Sicht bei regulatorischen Eingriffen zum Zwecke der Risikobegrenzung. Dies manifestiert sich bspw im Zusammenhang mit dem Basel II Kapitalstandard, welcher eine differenzierte Unterlegung von Kreditrisiken durch Eigenkapital vorsah. Die Absicht war offensichtlich - eine Reduktion der Kreditrisiken oder mehr Eigenkapital -, aber die Reaktion des Bankensystem bestand ebenso darin, die Risiken zur „Entlastung“ der Bankbilanzen in unregulierte, aus Rentabilitätsgründen mit wenig Eigenkapital ausgestattete Zweckgesellschaften (**special purpose vehicles, conduits**) auszulagern. Transparente Risiken wurden durch den komplexen und teilweise mehrstufigen Verbriefungs- und Strukturierungsprozess in einen nicht nur hinsichtlich Umfang, sondern auch bezüglich Haftung intransparenten Bereich transformiert, der im Zuge des Ausbruchs der Finanzkrise weitere regulatorische - und monetäre - Maßnahmen nach sich zog.⁴ Die Zirkularität des Prozesses resultiert im vorliegenden Fall insbesondere aus der systemischen Natur der betroffenen Risiken: Da die

3 Die Beförderung des Modells von der Mikroebene (Quanten) auf makroskopische Objekte - bspw gesellschaftliche oder ökonomische Kontexte - ist nicht naheliegend. Noch vor der Geburt der Kybernetik und deren Anwendung auf neurobiologische und sozialökonomische Fragen hat *John Dewey* auf dieser Grundlage ein philosophisches Programm entwickelt, dessen Anspruch nicht in der Erkenntnis, sondern in der Handlungsorientierung liegt.

4 Das Wechselspiel zwischen Finanzinnovationen und Regulierung sowie die möglichen systemischen Effekten werden in (*Nobel/Zimmermann*, 2014) diskutiert.

meisten Vehikel von den gleichen makroökonomischen Risikofaktoren abhängig waren (Zinsänderungs-, Kredit- und Immobilienpreissrisiko) und sich der Großteil der Risiken auf etwa ein Dutzend globale Banken konzentrierte, gerieten die Gläubigerbanken nahezu gleichzeitig in Schwierigkeiten, die Märkte für die zugrunde liegenden Risiken versagten ihren Dienst, was Notkäufe durch Zentralbanken und Regierungen mit all den bekannten Folgeerscheinungen erforderte.⁵ Systemische Risiken weisen Rückkoppelungseffekte auf, welche namentlich durch Friktionen an den Kredit- und Kapitalmärkten getrieben werden. Liquiditätsrisiken sind typische Risiken, welche nur aus einer systemischen Perspektive verstanden werden können. Die Metapher der nicht-trivialen Maschine lehrt uns, dass sich die regulatorischen Interventionen in solchen Situationen kaum prognostizieren lassen. Am besten verzichtet man auf regulatorische Instrumente, die systemische Risiken überhaupt erst auslösen.

- b) Modell und Bürokratie. Mit dem Basel II Kapitalstandard war ferner die Erwartung verknüpft, dass mit Eigenkapitalentlastungen ein Anreiz bei den Banken für Verbesserungen der „internen“ Risikomodelle erreicht werden kann. Dadurch wurde ermöglicht, die Berechnung der regulatorischen Eigenkapitalanforderungen, basierend auf risikogewichteten Aktiva, auf bankeigene Modellentwicklungen abzustützen: Markttrisiken auf „interne“ Wahrscheinlichkeitsmodelle, Kreditrisiko auf interne Ratingansätze (IRB) und ähnlich für operationelle Risiken. Vor dem Hintergrund der Metapher nicht-trivialer Maschinen muss bezweifelt werden, dass aufsichtsrechtliche Prozesse dafür zielführend sind. Das Modell ist in besagter Metapher eine Repräsentation zur Konstruktion und Wahrnehmung des Zufalls (respektive der Unsicherheit oder Risiken), und steht damit im Widerspruch zum administrativen Anerkennungs- und Bewilligungsprozess, der auf deren „Verschwinden“ ausgerichtet ist. Das Modell wird zum Verhandlungsgegenstand und zum Objekt, um gegenseitige Expertise zu dokumentieren, sein Wissen zu signalisieren und strategisch zu nutzen. Es ist das Gegenteil dessen, was eine nicht-triviale Maschine leisten kann. Das Modell erfüllt die Aufgabe eines Marketinginstruments und ist seiner zugeordneten konstruktiven Funktion beraubt. Darüber hinaus unterliegt der Regulierungsansatz einem weiteren fatalen Irrtum, indem gewissermaßen Standards der Risikomessung – ähnlichen technischen Standards – suggeriert werden, welche bei der Beurteilung und Bewilligung zur Anwendung gelangen können. Solche muss es schon nur im Interesse der Rechtssicherheit des administrativen Prozesses geben. Wohl existieren „best practices“ – aber für alle Regulierten einheitliche und verbindliche Normen kann es bei der Modellierung von Finanzrisiken nicht geben.⁶ Man beachte, dass selbst bei technischen Sicherheitsnormen die Stochastik in die Mindestan-

5 Die mit der Kreditverbriefung implizierten Liquiditätsprobleme konnten antizipiert werden, wenn auch sie kaum thematisiert wurden; siehe (Zimmermann, 2007).

6 Eine besondere Rolle spielt darüber hinaus die Latenz vieler Finanzrisiken sowie die Illiquidität von Märkten; beides erschwert, verzerrt oder verunmöglicht die Repräsentation von Risiken mit den traditionellen Messkonzepten; siehe Zimmermann (2008).

forderungen oder Standards einfließt, aber selbst nicht Verhandlungsgegenstand mit der Regulierungsbehörde ist.

Daraus folgt, dass die vermeintlich besseren, da anspruchsvolleren Modelle meistens durch den aufsichtsrechtlichen Prozess nicht zu einer brauchbareren Repräsentation der Risiken führen, sondern primär darauf ausgerichtet sind, den Prozess aufrechterhalten und die bankinternen Risikomanagementfunktionen zu unterstützen. Der Preis vermeintlich besserer Risikomodelle liegt in höheren Modellrisiken: Ein Messergebnis wird nicht zwingend präziser, wenn man genauer misst – im Gegenteil, die Zufälligkeit gewinnt an Bedeutung. Bei Finanzrisiken verhält es sich nicht anders. Daraus ergibt sich der zirkuläre Charakter der Repräsentation von Finanzrisiken, den ein auf Bewilligung ausgerichteter Prozess zwingend verkennen muss. Unnötig zu sagen, dass das Risikomanagement auf diese Weise in einem nicht zu definierenden Umfang, jedoch prinzipiell, an die Aufsichtsbehörde delegiert wird.

3. Transparenz und Komplexität⁷

Transparenz prägt wie kein anderes Paradigma die Regulierungsdebatte. Wenn der Gesetzgeber oder eine Behörde regulatorische Absichten hegen, ist es stets der Nutzen erhöhter Transparenz, mit dem ein Gesetz – zunächst in Form von Informationspflichten – seinen Anfang nimmt: etwa bei der Unternehmensberichtserstattung, Corporate Governance, der Börsenregulierung oder dem Austausch von Steuerdaten. So gerät in Vergessenheit, dass Transparenz lediglich ein Mittel zum Zweck ist.

Die Transparenzdiskussion hatte, nicht erstaunlicherweise, ihren Anfang in der Rechnungslegung, in der Schweiz manifestiert in der Forderung nach einer „gläsernen Bilanz“ (Bossard, 1984, 32. Titel).⁸ Diese blieb lange unerhört, und in helvetischer Manier verblieb der diskretionäre Spielraum des Managements bei der Gestaltung der Jahresergebnisse im Vergleich zum Ausland beträchtlich. Nobel (2003) hat denn nicht zufällig die zähflüssige Revision des schweizerischen Aktienrechts als „eigentlich [...] eine Geschichte des Widerstandes gegen gesteigerte Transparenz“ bezeichnet. Spätestens mit der Globalisierung und Institutionalisierung⁹ der Aktionariate, den Bilanzierungsskandalen rund um Enron und dem Aufkommen gewinnabhängiger Vergütungssysteme wurde **fair value accounting** und die Adaption internationaler Standards wie IFRS/IAS und GAAP unabwendbar. Wurden die Abschlüsse dadurch transparenter und die Volatilität an den Börsen geringer? Wenn man bedenkt, wie viel Erfahrung und Detailwissen in diesen Regelwerken steckt, müsste man dies vermuten. Für die internationa-

7 Die Ausführungen dieses Abschnitts stellen eine überarbeitete Fassung eines Leitartikels in „tribune“ 3/2013 (Hrsg Handelskammer beider Basel ua) dar.

8 Allerdings wurde das Transparenzerfordernis „true and fair“ in der britischen Rechnungslegung bereits 1948 im Companies Act (Section 149 § 1) kodifiziert.

9 Zu institutionellen Investoren gehören bspw Pensions- und Vorsorgepläne, Family Offices, Investment- und Anlagefonds oder Versicherungen.

len kotierten Gesellschaften haben sie aber mehr zur Verwirrung als zur Klärung beigetragen. Wenn Transparenzanforderungen dazu führen, dass jede Zahl im Quartalsabschluss durch zehn weitere Zahlen kommentiert, jeder Satz im Geschäftsbericht durch weitere zehn Sätze präzisiert werden muss, dann unterliegt man dem Irrtum, dass eine komplexe Sache einfacher wird, wenn man die Zahl der Daten (im besten Fall Informationen) erhöht. Dies stimmt weder in qualitativer noch in quantitativer Hinsicht. Erstens müssen es relevante und richtige Informationen sein, und zweitens sollten sie interpretierbar sein und verstanden werden. In der Regel vermag eine Informationsflut das Problem der Komplexität des zugrunde liegenden Problems nicht zu lösen, im Gegenteil. Noch nie konnten so viele Leute so schnell und selektiv auf so viele Informationen zugreifen wie heute – und es ist merkwürdig, dass Transparenz gerade in unserer Informationsgesellschaft als Problem empfunden wird.

Ein Beispiel dieser Problematik bieten die Meldepflichten über geänderte Mehrheitsbeteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften, welche in den letzten Jahren durch die Abstufung der über- und unterschrittenen Beteiligungsgrenzen in nahezu allen Jurisdiktionen verfeinert wurden. Es ist unklar, welcher Informationsgewinn damit verbunden ist, vor allem in Anbetracht von zwei Umständen: der rechtlichen Behandlung informell gemeinsam handelnder Investoren (**acting in concert**) sowie indirekter Beteiligungsverhältnisse über derivative Strukturen. In Deutschland wurden Verstöße zudem so minimal sanktioniert, dass die Meldepflichten faktisch nicht ernst genommen wurden (siehe *Weber/Zimmermann*, 2013). Ein weiteres Beispiel sind Gewinnwarnungen, welche von börsenkotierten Gesellschaften in Form von ad-hoc Meldungen veröffentlicht werden müssen, sobald die Geschäftsleitung über Informationen verfügt, die sie zu geänderten Gewinnerwartungen veranlasst. Die Zielsetzung, die Einschränkung des Insiderhandels, ist offensichtlich; unklar ist, wie die Börse die frühzeitige Veröffentlichung neuer Erwartungen gegenüber der damit verbundenen zusätzlichen Unsicherheit bewertet. Die Evidenz ist keineswegs klar, vor allem nicht unter Berücksichtigung strategischer Motive bei der Informationspolitik von Unternehmungen.

Es scheint fast, dass Intransparenz viel mehr die Folge der Informationsflut darstellt, welche einem undifferenzierten Bedürfnis nach Transparenz entspringt, und zwar nicht bloß als passive Nebenerscheinung, sondern teilweise als strategische Absicht: Man erinnert sich dabei fast unwillkürlich an den Filmklassiker „The Circus“ mit *Charlie Chaplin*, der der Polizei durch Flucht in ein Spiegelkabinett entkommt. Wenn man sich schon nicht in Luft auflösen kann, so tarnt man sich am besten durch Reproduktion in großer Anzahl. Im vorangehenden Kontext: Wenn Transparenzanforderungen dazu verpflichten, Dinge offenzulegen, dann tarnt man die relevanten Dinge in einem Dickicht irrelevanter und verwirrender Einzelheiten, damit der Empfänger keinen Informationsgewinn hat. Es ist daher wenig erstaunlich, wenn Berichte, Stellungnahmen, Sitzungsunterlagen etc gelegentlich umfangreich und äußerst transparent, aber nicht sonderlich informativ erscheinen.

Ein weiteres Beispiel bietet die europäische Finanzdienstleistungsrichtlinie MiFiD, durch welche die Transparenz, Effizienz und Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Finanzplatzes erhöht werden soll. Dazu gehört insbesondere

eine verbesserte Transparenz über Umsätze und Kursbildung im Wertschriftenhandel. Eine solche scheint auch angezeigt, werden die internationalen Standardwerte doch simultan an traditionellen Börsen, multilateralen Handelssystemen und Dark Pools gehandelt – die Fragmentierung und Intransparenz ist gewaltig. Aber sie ereignete sich nicht zufällig, sondern ist weitgehend die Konsequenz des von MiFiD geforderten Wettbewerbs zwischen „sichtbaren“ und „unsichtbaren“ Börsen und Handelssystemen. Dieser reduzierte zwar die direkten Transaktionskosten, aber der Einfluss auf die Marktliquidität und -effizienz ist umstritten. Die Qualität einer Marktstruktur kann nicht eindimensional durch ein Mehr an Wettbewerbern erhöht werden, ohne die dadurch entstehenden Informationsprobleme zu lösen (siehe *Nobel/Zimmermann*, 2011). Dies gilt insbesondere im Zusammenhang mit dem Hochfrequenzhandel: Der Wettbewerb hat in Verbindung mit dem technologischen Fortschritt der Handelssysteme vor allem auch zu einer zeitlichen Fragmentierung des Wertpapierhandels geführt, indem ein zunehmender (wenn nicht sogar der größte) Teil der Handelssysteme im Millisekundenbereich operiert. Damit können Preisunterschiede quasi in Echtzeit wegarbitragegiert werden, was die Mikroeffizienz des Marktes erhöht, aber keinen eindeutigen ökonomischen Nutzen hinsichtlich der Makroeffizienz der Märkte stiftet.¹⁰ Die Transparenz hat sich durch die Marktfragmentierung auf alle Fälle nicht erhöht, und die Einhaltung der Best Execution Regel (also die für den Kunden günstigste Ausführung von Aufträgen), welche von MiFiD ebenso gefordert wird, lässt sich nur noch unter größten Schwierigkeiten umsetzen.

Dies trifft auch für verschiedene Government-Regeln und -Standards zu, wie sie seit dem Sarbanes-Oxley Act erlassen wurden. In vielen Fällen schafft nämlich das Marktsystem selbst die nötigen Anreize: Verschiedene Studien haben gezeigt (bspw *Beiner/Drobtz/Schmid/Zimmermann*, 2006), dass eine intransparente Konzernstruktur, eine schlecht kommunizierte Geschäftsstrategie, unklare Risiken, undurchsichtige Optionspläne für das Management und verwirrende Ergebnisse vom Kapitalmarkt massiv bestraft werden. Dies mussten verschiedene Finanzkonglomerate, die selbst für erfahrene Finanzanalysten kaum mehr durchschaubar waren, am eigenen Leib erfahren. Mit der tieferen Börsenbewertung steigen nicht nur das Übernahmerisiko, sondern auch die Kosten der Fremd- und Eigenmittelbeschaffung. Wo der Markt für die einschlägigen Anreize sorgt, benötigt man keine regulatorischen Eingriffe.

Es wird argumentiert, dass Transparenz unbeachtet dieser Einwände zumindest das Vertrauen stärke. Das stimmt nur unter der Bedingung, dass die Akteure über Handlungsspielräume verfügen. Was bewirkt die Information über das Salär eines CEOs, wenn ich die Aktien der Gesellschaft nicht verkaufen, die Produkte nicht meiden oder den Job nicht wechseln kann? Welches Vertrauen stiftet Transparenz über die Verwaltungskosten einer Vorsorgeeinrichtung, wenn ich diese nicht wechseln kann? Was nützt Transparenz über ein Gerichtsurteil, wenn ich nicht prozessieren oder rekurrieren kann? Ohne Handlungsmöglichkeiten ist Transparenz wertlos.

10 Diese Unterscheidung geht auf *Samuelson* (1998) zurück.

So gesehen sind Handlungsspielräume das wichtigere Primat einer freiheitlichen Gesellschaft als undifferenzierte Transparenz- und Informationspflichten. Letztere können die Handlungsspielräume sogar massiv beschränken (siehe *Bernholz*, 2013/2014) - und dies führt zum letzten Thema:

4. Rechtsunsicherheit

Handlungsspielräume werden durch unklare Regeln eingeschränkt. Unter Anknüpfung an *Kants* Verdikt, wonach der Mensch frei sei, wenn er niemandem gehorchen müsse außer dem Gesetz, schreibt *Bernholz*: „Aber selbst wenn Individuen rechtsstaatlich existierenden Gesetzen Folge leisten, so ist ihre Freiheit doch stets dadurch bedroht, dass diese Gesetze allzu einfach durch staatliche Behörden geändert werden können. Dieser Befund gilt auch für Demokratien [...]“. Zweifellos führt die Regulierungsflut im Finanzbereich nebst unabschätzbaren (und kaum je abgeschätzten) Kosten zu erheblicher Rechtsunsicherheit.

In der Schweiz, nur um dies exemplarisch zu erwähnen, steht nebst der Umsetzung zahlreicher europäischer Richtlinien und Normen ein Totalumbau der gesamten regulatorischen Finanzmarktarchitektur an, der in der Einführung dreier neuer Regularien auf Gesetzesstufe besteht¹¹, in die bestehende Bankengesetz und das Börsengesetz zu integrieren sind. Dieses Vorhaben wird von der Vorstellung der flächendeckenden Regulierung getragen, welche keine weißen Flecken in der Regulierungslandschaft zulässt. Es steht im Gegensatz zu einem Regulierungsmodell, welches - von *Zuberbühler* (2004, 295) als das Ski-Pisten-Konzept bezeichnet - einen „überwachten und einigermaßen gesicherten“ regulierten Sektor von einem Bereich außerhalb unterscheidet, wo man auf die Gefahren aufmerksam gemacht wird, aber letztlich auf eigenes Risiko unterwegs ist. Der Preis dieses regulatorischen Perfektionismus liegt in einer sich über Jahre hinwegziehenden Rechtsunsicherheit, welche die systemisch relevanten Akteure ihrerseits durch permanente Reorganisation ihrer juristischen Entitäten beantworten.

Doch es wäre zu kurz gegriffen, die verbreitete Rechtsunsicherheit alleine der Regulierungsflut anzulasten. Eine wesentliche Ursache bildet selbstredend die Globalisierung des Finanzdienstleistungsgeschäfts, welches selbst für kleine Anbieter transnationale Compliance-Anforderungen stellt, ganz zu schweigen von internationalen Konzernen, welche sich mit den regulatorischen Anforderungen und Rechnungslegungsvorschriften - aber auch kulturellen und ethischen Normen - von 50 oder 100 Jurisdiktionen befassen müssen.¹² Diese - bis zu einem gewissen Grad selbst gewählte - Komplexität soll nicht Gegenstand der nachfolgenden Überlegungen sein, sondern eine Reihe zusätzlicher Entwicklungen, die in der nationalen Rechtssetzung eine stets kritischere Rolle spielen. *Bühler* (2010) legt dar, dass sich die Finanzmarktregulierung zunehmend dem

11 Dies sind: ein Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), ein Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) sowie das Finanzinstitutsgesetz (FINIG).

12 Eine aktuelle Schrift des ehemaligen General Counsel und späteren CEO der UBS zeigt die damit verbundenen Anforderungen an einen internationalen Konzern; vgl. *Kurer* (2015).

Spannungsfeld von Politik, Medien und rechtsstaatlichen Grundprinzipien ausgesetzt ist. Das opportunistische **fine-tuning** von Gesetzesvorlagen durch tagespolitische Anliegen (sog ad-hoc Legiferierung), wie beispielsweise den in der Schweiz per Volksinitiative in die Verfassung aufgenommenen Paragraphen gegen die „Abzockerei“, mag im Hinblick auf die Rechtsunsicherheit noch verhältnismäßig moderat ausfallen. Schwerer ins Gewicht fällt die Tendenz, im Dienste der „Sachdienlichkeit“ und Flexibilität auf Gesetzesstufe Rahmengesetze zu erlassen, welche erst auf Verordnungsstufe konkretisiert werden. Außer dem Aspekt der Rechtssicherheit besteht dabei die Gefahr einer zu detaillierten Regulierung, was den Handlungsspielraum der Regulierten zugunsten der Aufsichtsbehörde einschränkt (Bühler, 2010, 473). So wurde 2007 im Zuge einer medial getriebenen Panik über vermeintliche Heuschrecken (Private Equity und Hedge Funds), welche schweizerische Unternehmen gefährdeten, innerhalb weniger Monate die Meldepflicht für börsennotierte Beteiligungen in einem im Vergleich zum Ausland völlig ausufernden und impraktikablen Detaillierungsgrad verschärft - auf Verordnungsstufe, und die dafür erforderliche Teilrevision des Börsengesetzes wurde im Parlament als dringliches Bundesgesetz verabschiedet.

Noch viel problematischer ist schließlich der Trend der Rechtssetzung außerhalb der formellen Gesetzgebungsverfahren, also über Richtlinien, Rundschreiben, Wegleitungen und Mitteilungen von Aufsichtsbehörden und Verwaltungsstellen. Diese greifen häufig sehr direkt in die (nicht delegierbaren) Kompetenzen der obersten Geschäftsführung von Finanzinstituten ein, wie etwa das Rundschreiben 01/10 der finma (Finanzmarktaufsicht), welches Mindeststandards für die Vergütungssysteme vorschreibt. Obwohl kein Finanzinstitut es sich erlauben könnte, diesen Standard respektive ein Rundschreiben der Aufsichtsbehörde zu ignorieren, sind diese juristisch betrachtet „ohne rechtssetzenden Charakter zu qualifizieren“ (Bühler, 2010, 474). Doch was dies für die Praxis bedeutet, bleibt für die Regulierten unklar.

5. Schlussbemerkungen

Als Ökonom hegt man Zweifel an der sicherheitsfördernden Rolle der regulatorischen Entwicklung des Finanzsystems. Das prinzipielle Problem besteht im inadäquaten Denkansatz, der der gängigen Modellierung der Finanzrisiken und deren regulatorischen Behandlung zu Grunde liegt. Regulierte Institutionen reagieren analog zu zustandsabhängigen Automaten und regulierte Risiken verändern sich in ihrer Struktur. Die Steuerungsmöglichkeiten solcher Systeme sind begrenzt. Dazu kommt die Komplexität der Rahmenbedingungen, unter denen das Finanzsystem operiert; namentlich des Verhaltens der politischen und monetären Behörden. Durch die Finanzkrise ist die gegenseitige Verflechtung noch viel undurchschaubarer geworden. Die Repräsentation der damit verbundenen Risiken stellt eine große Herausforderung dar und übersteigt die üblicherweise verwendeten Wahrscheinlichkeitsmodelle. Diese erfüllen im Risikomanagement der regulierten Institute eine unentbehrliche Funktion, greifen als Grundlage für die Repräsentation **systemischer** Risiken und daraus abgeleiteter Regeln zu kurz - ja haben häufig, wie die Finanzkrise lehrt - kontraproduktive Wirkungen.

Es übersteigt den Anspruch des vorliegenden Beitrags, die Schlussfolgerungen der vorgebrachten Kritik zu diskutieren. Einige Stichworte mögen genügen:

- 1) Mit jeder Regel verändert sich das Programm, nach dem sich die regulierte Institution oder der regulierte Akteur verhält. Risikomanagement wirkt zirkulär.
- 2) Verzicht auf zyklisch wirkende Regulierungsinstrumente, bspw Eigenkapitalanforderungen, welche erst in Stresssituationen greifen, wenn die Kapitalkosten hoch und die Liquidität der Märkte tief sind.
- 3) Institutionelle Differenzierung von Regeln – eine Bank ist keine Versicherung, das Risiko einer Handelsposition unterscheidet sich vom Risiko einer Immobilie des Anlagevermögens.
- 4) Keine Delegation von Risiken an Aufsichtsbehörden, den Staat oder monetäre Behörden.
- 5) Verbessertes Risikomanagement erschöpft sich nicht in einer genaueren Messung von Risiken – das Informations- und Koordinationsproblem des Risikomanagements liegt auf einer übergeordneten Ebene. Der Fokus auf das Messbare verkennt die systemischen Risiken institutioneller (organisatorischer, juristischer oder wettbewerbspolitischer) oder struktureller Aspekte.¹³
- 6) Mut zur Lücke (*Zuberbühler*, 2004, 295): Abkehr von der Idee einer flächendeckenden Regulierung des Finanzsystems, sondern Beschränkung auf systemisch relevante Gesichtspunkte.

Es wäre in der heutigen Regulierungsdebatte bereits viel erreicht, auf jene Vorhaben zu verzichten, von welchen unter realistischen Annahmen zusätzliche destabilisierende Effekte zu erwarten sind, und im Interesse der Rechtssicherheit den Schwerpunkt auf einfache Regeln und deren Umsetzung zu legen.

Vertrauen, Rechtssicherheit und Handlungsfreiheit bilden die Kernelemente einer stabilen und freiheitlichen Wirtschaftsordnung und lassen sich durch noch so viel regulatorischen Scharfsinn nicht herbeiführen – eher im Gegenteil. In den Worten *Churchills*: „If you have ten thousand regulations you destroy all respect for the law“ (Zürcher Rede, 1946).

Literaturverzeichnis

Admati, A./Hellwig, M., Des Bankers neue Kleider, München (2013)

Beiner, S./Drobetz, W./Schmid M./Zimmermann, H., An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, European Financial Management 12 (2006) 249 ff

13 So sieht *Black* (1995) in erster Linie die Regierungen in der Pflicht, welche durch verfehlte Rahmenbedingungen für das Finanzsystem (bspw kostenlose Garantien) systemische Risiken schaffen – welche sie anschließend durch Steuergelder zu regulieren versuchen.

- Bernholz, P.*, The Slow and Hidden Road to Serfdom, CESifo Forum 14 (2013), 61 ff; deutsch: Der langsame und heimliche Weg zur Knechtschaft, Liberales Institut, Zürich (2014)
- Black, F.*, Hedging, Speculation, and Systemic Risk, Journal of Derivatives 2 (4) (1995) 6 ff
- Bossard, E.*, Kommentar zum Obligationenrecht, Zürich (1984)
- Bühler, C. B.*, Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik, Schweizerische Juristen Zeitung 106 (2010) 469 ff
- Espósito, E.*, Die Fiktion der wahrscheinlichen Realität, edition suhrkamp 2485, Berlin (2007)
- Fuhrer, J./Schub, S.* (Hrsg), Beyond Shocks: What causes business cycles, Federal Reserve Bank of Boston, Boston (1998)
- Foerster, H. von.*, Wahrheit ist die Erfindung eines Lügners, Heidelberg (2003)
- Glaserfeld, E. von.*, Radikaler Konstruktivismus, stw 1326, Berlin (1997)
- Gysin, R./Schuhmacher, R./Strebel, D.* (Hrsg), 96 Jahre ZGB - Eine Festschrift mit Beiträgen zur Entstehung und Entwicklung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches, Zürich (2003)
- Héritier Lachat, A./Hirsch L.* (Hrsg), De Lege Ferrenda - Réflexions sur le droit désirable en l'honneur du Professeur Alain Hirsch, Genf (2004)
- Kurer, P.*, Legal and Compliance Risk: A Strategic Response to a Rising Threat for Global Business, Oxford (2015)
- Möslein, F.* (Hrsg), Finanzinnovation und Rechtsordnung, Zürich (2014)
- Nobel, P.*, Von der Praxis überrollt. 10 Jahre revidiertes Aktienrecht: Eine Würdigung aus heutiger Sicht, in *Gysin/Schumacher/Strebel* (2003)
- Nobel, P.*, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. Auflage, Bern (2010)
- Nobel, P./Gets, M.* (Hrsg), Law and Economics of Risk in Finance, Zürich (2007)
- Nobel, P./Zimmermann, H.*, Entwicklung und Struktur von Effektenmärkten. Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht 83 (2011) 511 ff
- Nobel, P./Zimmermann, H.*, Finanzinnovationen in Rechtswissenschaft und Finanzmarkttheorie, in *Möslein* (2014) 45 ff
- Samuelson, P. A.*, Summing Up on Business Cycles: Opening Address, in *Fuhrer/Schub* (1998)
- Strebel, B.* (Hrsg), Standards für nachhaltige Finanzmärkte, Zürich (2008)

Weber, P./Zimmermann H., Hedge Fund Activism and Information Disclosure: The Case of Germany, *European Financial Management* 19 (2013) 1017-1050

Zimmermann, H., Credit risk transfer, hedge funds, and the supply of liquidity, in *Nobel/Gets* (2007) 41 ff

Zimmermann, H., Risiko und Repräsentation: Über Krisen des Finanzsystems, in *Strebel* (2008)

Zuberbühler, D., Finanzmarktregulierung und kein Ende?, in *Héritier Lachat/Hirsch* (2004) 281 ff

Abstract

JEL-No: G28, K2, B41

Regulation, Transparency, and Uncertainty of Financial Markets

In hardly any other area of the economy, the expectation is so great as in the financial sector that regulatory measures are capable to control and reduce economy-wide (systemic) risks. Unfortunately, these hopes are regularly disappointed. This paper seeks to identify the most important reasons and to derive possible implications for financial market supervision.

