

## Ein konturloser Begriff mit Konjunktur: Das deutsche Verständnis von Finanzmarktregulierung

Handke, Stefan

Veröffentlichungsversion / Published Version

Zeitschriftenartikel / journal article

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:

Verlag Barbara Budrich

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Handke, S. (2010). Ein konturloser Begriff mit Konjunktur: Das deutsche Verständnis von Finanzmarktregulierung. *der moderne staat - dms: Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management*, 3(1), 53-69. <https://doi.org/10.3224/dms.v3i1.03>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/deed.de>

### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0>

Stefan Handke

# Ein konturloser Begriff mit Konjunktur: Das deutsche Verständnis von Finanzmarktregulierung

### Zusammenfassung

In Reaktion auf die aktuelle Finanzmarktkrise ist der Begriff der Finanzmarktregulierung in Wissenschaft und Politik allgegenwärtig, dabei ist seine inhaltliche Bedeutung weitgehend unklar, da er häufig synonym mit dem Begriff der Aufsicht gebraucht wird. Vor diesem Hintergrund konturiert der Artikel das Konzept der Finanzmarktregulierung in Abgrenzung zur traditionellen Finanzmarktaufsicht, indem er die verschiedenen Verwendungen des Begriffs in der Debatte um Regulierungsreformen herausarbeitet. Es wird dabei gezeigt, bei welchen politischen Vorschlägen es sich um Veränderungen der Regulierung bzw. der Aufsicht handelt und in welchen Bereichen die terminologische und konzeptionelle Dimension voneinander abweichen. Regulierung wird dabei als Regelsetzung im Sinne der Schaffung von Vorschriften und Aufsicht als Regeldurchsetzung verstanden. Am Beispiel der deutschen Finanzmarktregulierung werden sowohl die Aufgabenvermischung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hinsichtlich Regulierungs- und Aufsichtsfunktionen, als auch aktuelle Reformbemühungen für den Finanzsektor analysiert.

*Schlagerworte:* Finanzmarkt, Regulierung, Aufsicht, BaFin

### Abstract

*The boom of a shapeless concept:*

*The German notion of financial market regulation*

Due to the financial crisis, financial market regulation is an almost omnipresent key term in political and scientific debates. However, since in German debates regulation (Regulierung) is often used as a synonym for supervision (Aufsicht), the meaning of regulation becomes unclear. The article contrasts the concept of regulation conceived as the creation of rules with the concept of supervision conceived as the enforcement of rules. In a second step, current political schemes are analyzed with regard to their effects on either regulation or supervision. At this point, it becomes evident that concepts and conceptions differ very much in German debates. Concluding, the blurring of regulatory and supervisory tasks within the German supervisory authority BaFin is discussed against the background of recent reforms.

*Key words:* financial market, regulation, supervision, BaFin

## 1. Einleitung

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise und ihre Folgen dominieren politische Prozesse und wissenschaftliche Debatten auch zu Beginn des Jahres 2010. Im Mittelpunkt steht dabei die Finanzmarktregulierung, die zur Wunderwaffe im Kampf gegen zukünftige Verwerfungen und Krisen auf den Finanzmärkten werden soll. Dabei ist noch immer nicht abschließend geklärt, was die tatsächlichen Auslöser für die jüngste Krise waren. Während einige Kritiker die ungezähmte Profitgier von Managern verantwortlich ma-

chen, halten Vertreter des libertären Lagers dagegen, dass „[blaming] a financial crisis on greed [...] is like blaming airplane crashes on gravity“ (Niskanen 2009, S. 559). Jenseits dieser eher polemischen Bewertungen stimmen Politiker, Finanzinstitute und Interessengruppen aber weitgehend in der Forderung nach *internationalen* Regulierungsstandards für Bankgeschäfte, Versicherungsaktivitäten und Wertpapierhandel überein. Bereits der Titel dieses Beitrages, der allein die deutsche Finanzmarktregulierung in den Fokus rückt, scheint daher auf den ersten Blick nicht mehr zeitgemäß, denn es ist davon auszugehen, dass die ausschließlich *nationale* Regulierung von Finanzmärkten langfristig kein befriedigender Analysegegenstand politikwissenschaftlicher Forschung sein wird. Wie kaum ein anderer Bereich sind Finanzmärkte der internationalen Vernetzung und Globalisierung unterworfen, sodass die Betrachtung von eng begrenzten nationalen Märkten sowohl aus ökonomischer als auch aus politikwissenschaftlicher Sicht unzureichend ist. Nationale Regierungen allein sind schon jetzt nicht mehr in der Lage, Banken oder Versicherungen, die Geldströme binnen Sekunden um den gesamten Globus lenken, zu kontrollieren. Nicht einmal eine europäische Perspektive scheint ausreichend, um dem Thema der Finanzmarktregulierung in vollem Umfang gerecht zu werden.

Trotz der Begrenztheit nationaler Regulierungsmöglichkeiten in globalisierten Märkten ist ein Blick auf die Aktivitäten von Einzelstaaten von Interesse, da nationalstaatliche Regulierung im Finanzbereich nur auf den ersten Blick eine überholte Materie ist. Zum einen sind Nationalstaaten bei aller Globalisierung und Entgrenzung noch immer wichtige Akteure bei internationalen Übereinkommen. Zum anderen sind Staaten der Aktionsraum von Unternehmen der Finanzbranche, da diese für ihre Geschäftstätigkeit in gewissem Umfang auf geographische Orte – an denen Regulierung implementiert wird – angewiesen sind.

In diesem Beitrag soll daher die Finanzmarktregulierung am Beispiel Deutschlands unter verschiedenen Aspekten beleuchtet werden. Es ist dabei zu untersuchen, welches Begriffsverständnis von Regulierung vorliegt und welche politischen und wissenschaftlichen Implikationen sich daraus ergeben. Vor dem Hintergrund aktueller Reformvorschläge in Reaktion auf die Finanzkrise ist daher die Frage zu beantworten, welche Bedeutungsfacetten der Regulierungsbegriff, der mit der Debatte um die Verschlankung des Staates und De-Regulierung in Deutschland Fuß gefasst hatte, für den Bereich des Finanzmarktes besitzt (vgl. Osetrova 2007). Hierbei wird auch darauf einzugehen sein, wodurch sich der deutsche Weg der Regulierung von Finanzmärkten von der Regulierung anderer Wirtschaftsbereiche unterscheidet.

Wie andere Beiträge in diesem Band verdeutlichen, findet eine Auseinandersetzung mit Regulierung in verschiedenen Wirtschaftsbereichen und Politikfeldern schon seit geraumer Zeit statt und deckt dabei alle Bereiche von der Verbraucherschutzpolitik bis hin zur Umweltpolitik ab. Auch Finanzmärkte sollen nach der Vorstellung von Politikern, Interessengruppen und Wissenschaftlern einer Regulierung unterworfen sein. Es ist allerdings im speziellen Fall der deutschen Finanzmarktregulierung nicht klar, was unter Begriffen wie Regulierung und Aufsicht zu verstehen ist. In der deutschen Debatte lässt sich feststellen, dass die Verwaltung den Regulierungsbegriff weitgehend vermeidet, Politiker ihn als Universalbegriff verwenden und Wissenschaftler sich mit einer präzisen Definition schwer tun. Die Frage ist folglich, was Regulierung von Aufsicht unterscheidet und welche Dimensionen Akteure im Blick haben, wenn sie von Reformen der Finanzmarktregulierung, der Umsetzung von *better regulation* oder der Verbesserung der Aufsicht reden? Die Begriffs- und Konzeptionsverwirrung im Zusammenhang mit staatlicher Regulierung – oder allgemeiner: hoheitlicher Einflussnahme – im Bereich des Finanz-

sektors macht nicht nur einen politischen, sondern auch einen wissenschaftlichen Diskurs schwierig. So ist es kaum verwunderlich, dass indes sogar die Forderung laut wird, „der Begriff der ‚Regulierung‘ sollte vermieden werden“ (Siekmann 2010, S. 102).

Eine Begriffsvermeidung ist jedoch nicht zweckmäßig, da sich der Regulierungsbegriff durch den starken britischen Einfluss auf die europäische Regelsetzung etabliert hat und auch in den deutschen Sprachgebrauch vorgedrungen ist. Statt den Begriff der Regulierung zu vermeiden, wird daher mit den folgenden Ausführungen das Ziel verfolgt, dem Regulierungsbegriff im Finanzbereich die Unschärfe zu nehmen und seine Bedeutung gegenüber angrenzenden Konzeptionen hervorzuheben. Zu diesem Zweck werden zunächst die Begriffe Finanzmarkt*regulierung* und Finanzmarkt*aufsicht* in einer Gegenüberstellung genauer erläutert. Daran schließt sich eine Betrachtung der aktuellen Regulierungsdebatte in Deutschland an, um schließlich den status quo der deutschen Finanzmarktregulierung bzw. -aufsicht in den Bereichen Banken und Versicherungen zu skizzieren und diesen von anderen Wirtschaftsbereichen abzugrenzen. Abschließend folgt vor dem Hintergrund der vorausgegangenen Überlegungen eine Bewertung der aktuellen Reformdebatte, die in Reaktion auf die jüngste Finanzmarktkrise stattfindet.

## 2. Finanzmarktregulierung versus Finanzmarktaufsicht

Um der Verwirrung in politischen und wissenschaftlichen Debatten entgegenzuwirken, besteht die Notwendigkeit einer Differenzierung zwischen Regulierung und Aufsicht. Zwar fällt im Finanzbereich eine Abgrenzung aufgrund faktischer Überschneidungen nicht allzu leicht, trotzdem bestehen signifikante Unterschiede im Hinblick auf Regulierung als *Regelschaffung* und Aufsicht als *Regeldurchsetzung* (vgl. Denters 2009). In den folgenden Ausführungen soll daher der Gedanke Siekmanns (2010, S. 102) zugrunde gelegt werden, der vorschlägt, „zwischen den institutionellen Vorschriften für Organisation und Verfahren von Kontrollleinrichtungen und den materiellen Vorgaben für die Tätigkeit der Finanzmarktakteure zu unterscheiden“.

Wie auch in anderen Wirtschaftsbereichen sind regulatorische Staatseingriffe im Sinne von bindenden Vorschriften für Marktakteure in der Finanzwirtschaft entweder „präventiv“ durch Markteintritts- oder Eigenkapitalnormen wirksam, oder „protektiv“ durch Einlagensicherungssysteme (Gischer u.a. 2005, S. 108). Noch vor wenigen Jahren spielten jedoch *regulatorische* Elemente und der Begriff der *Regulierung* eine untergeordnete Rolle für den deutschen Finanzsektor, da alle staatlichen Eingriffe schlicht unter dem Konzept der Aufsicht subsummiert wurden. Für den speziellen Fall der Bankenaufsicht beschreibt zum Beispiel Knorr (1999) daher nicht nur die Mittel der traditionellen Bankenaufsicht, sondern auch die Voraussetzungen für die Wirksamkeit dieser Aufsicht. Als Aufsichtsmittel werden erstens die „präventive Wettbewerbsbeschränkung“, zweitens die Festlegung von „präventiven Mindeststandards“ wie Mindestkapitalquoten oder Mindestliquidität, drittens „Einlagengarantien“, und viertens Vorkehrung zur Wahrnehmung der staatlichen „Auffangverantwortung“ definiert (Knorr 1999, S. 353ff.). Für die Wirksamkeit dieser Mittel sollen in der herkömmlichen Aufsichtskonzeption zusätzlich vier Voraussetzungen erfüllt sein. An erster Stelle soll eine Aufsichtsbehörde mit einem „konkreten Auftrag“ und den entsprechenden Aufsichtsinstrumenten ausgestattet sein, zweitens sollen der Behörde für ihren Auftrag „polizeiähnliche Befugnisse“ eingeräumt werden, drittens muss ausreichend „fachlich qualifiziertes Aufsichtspersonal“ vorhanden

sein, und schließlich sind „ausgeprägte Informationsasymmetrien zu Lasten der Behörde“ zu verhindern, um sicherzustellen, dass die „tatsächliche Handlungsfähigkeit“ einer Aufsichtsbehörde hergestellt ist (*Knorr* 1999, S. 355ff.).

Vergleicht man die Charakterisierung der traditionellen Bankenaufsicht mit der derzeitigen Begriffsverwendung von Regulierung und Aufsicht, dann zeigt sich, dass der ursprüngliche Aufsichtsbegriff in zwei Teile zerlegt wird. Die „Mittel der traditionellen Aufsicht“, das heißt die präventiv wirkenden Regeln wie sie *Knorr* beschreibt, sind in vollem Umfang von dem neu hinzugekommenen Verständnis von Regulierung abgedeckt, während die zusätzlichen Voraussetzungen weiterhin im Konzept der herkömmlichen Aufsicht verbleiben (1999, S. 353). Ansätze zur Reform der Regulierung von Finanzmärkten rekurrieren daher in erster Linie auf die „Festlegung von Bewertungsmaßstäben für komplexe Finanzprodukte wie die Kreditverbriefungen, [die] Erhöhung der Eigenkapitalpuffer von Finanzinstitutionen bei der Verbriefung und Kreditvergabe, [die] Harmonisierung und Überarbeitung von Bilanzierungsregeln [und die] Orientierung der Anreizsysteme von Managern an mittelfristigen Zielen“ (Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung 2008, S. 12). Belege für eine derartige Verwendung des Regulierungsbegriffs lassen sich zur Genüge finden. Beispielhaft soll an dieser Stelle nur auf Äußerungen des finanzpolitischen Sprechers der CDU/CSU-Bundestagsfraktion, *Leo Dautzenberg*, verwiesen werden, der unter Finanzmarktregulierung auf nationaler Ebene in erster Linie „die Umsetzung der Eigenkapital-Richtlinie [...] oder die gesetzlichen Vorgaben für die Vergütung von Bank Managern“ versteht (*Fietz* 2010).

Im Gegensatz zur Regulierung im Sinne von Regelsetzung nutzt die Aufsicht verschiedene Instrumente zur Gewährleistung der Regeleinhaltung durch die unterworfenen Marktakteure und beschreibt damit die Regeldurchsetzung. Hierzu zählen vor allem Lizenzvergaben, Steuerungs- und Anordnungsbefugnisse, Informations-, Auskunfts- und Berichtspflichten und die Förderung von Selbstregulierungsmechanismen (vgl. *Fehling* 2007; House of Lords 2009). Die Überwachung von Banken und Versicherungen beruht in Deutschland vorwiegend auf der Kontrolle von Kennzahlen und Grenzwerten und ist damit eine stark quantitativ ausgerichtete Aufsicht (vgl. *Kette* 2008). Diese greift zu Sanktionen, sobald vorgegebene Parameter – die eigentliche Regulierung – nicht eingehalten werden. Es kommt dabei jedoch nur in geringem Umfang vor, dass Aufsichtsbehörden wie die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) diese Parameter selbst mithilfe eigener, ausschließlich nationaler Regeln vorgeben. Aufsicht umfasste in Deutschland schließlich die Kontrolle des Marktzugangs und die faktische Erhaltung der Systemfunktionen des Finanzsystems, wie zum Beispiel die Gewährleistung des reibungslosen Zahlungsverkehrs (vgl. *Knorr* 1999).

Insbesondere der erste Teil dieser weitgefassten Aufsichtsdefinition, das heißt die präventiven Marktzugangsbeschränkungen und Produkt- bzw. Prozessstandardisierungen, wird seit einigen Jahren unter dem Begriff der Regulierung gefasst. Das faktische Regulierungsverständnis in Deutschland nähert sich damit der angelsächsischen Differenzierung zwischen „regulation“ und „supervision“ an (vgl. European Union Committee of the House of Lords 2009). Dabei wird zwischen der Regelsetzung (regulation) einerseits und der Regelüberwachung und -durchsetzung (supervision) andererseits unterschieden (vgl. z.B. *Lastra* 2003; *Denters* 2009). In ähnlicher Weise definiert auch die Bundesregierung in ihrer Antwort auf eine Kleine Anfrage der FDP-Bundestagsfraktion dieses Begriffspaar (vgl. Bundestags-Drucksache 16/12383). Mit der Verwendung der Bezeichnung Finanzmarktregulierung ist dabei in Bezug auf die tatsächliche staatliche Einflussnahme auf Fi-

nanzmärkte nichts substantiell Neues hinzugekommen. Vielmehr handelt es sich bei der Begriffsschöpfung eher um eine Aufspaltung und Umbenennung von Teilen der traditionellen *Finanzaufsicht* in die Bezeichnungen *Regulierung* und *Aufsicht*, wie sie in der unten folgenden Tabelle gegenübergestellt sind (vgl. Tabelle 1). Hier wird deutlich, dass sich vor allem die Mittel und Methoden der Einflussnahme (Dimensionen) unterscheiden und der *Regulierung* vorwiegend eine übergeordnete Funktion der Vorschriftenkonstruktion zukommt. Auch hinsichtlich der Zieldimensionen der relevanten Akteure und der Kritik gegenüber den beiden Ausprägungen zeigen sich signifikante Unterschiede. Allerdings bestehen auch Überschneidungen wie die Wahrnehmung von Aufsichts- und Regulierungsfunktionen durch nationale Behörden.

*Tabelle 1: Regulierung und Aufsicht im Finanzmarkt*

	<b>Regulierung</b>	<b>Aufsicht</b>
<b>Dimension</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Regelssetzung für Marktteilnehmer</li> <li>– Aufgabendefinition für Aufsichtsbehörden</li> <li>– Leitbildformulierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Regelüberwachung</li> <li>– Regeldurchsetzung</li> <li>– Sanktionierung</li> </ul>
<b>Ziel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Stabilisierung des Finanzsystems</li> <li>– Verbraucherschutz</li> <li>– Erwartungssicherheit und Kostensenkung für Finanzunternehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Regeleinhaltung (compliance)</li> <li>– Gefahrenabwehr</li> <li>– Hinwirkung auf Anpassung von Regulierung an Aufsichtserfordernisse</li> </ul>
<b>Akteure</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Nationale Regierungen</li> <li>– Ebene-3-Ausschüsse der EU</li> <li>– Branchenverbände</li> <li>– Nationale Aufsichtsbehörden</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Nationale Aufsichtsbehörden (BaFin/Bundesbank)</li> <li>– Nationale Branchenverbände</li> </ul>
<b>Kritik</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fehlende internationale Harmonisierung</li> <li>– Einigung auf kleinsten gemeinsamen Nenner</li> <li>– Kosten für Regulierte</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Fehlende Koordination</li> <li>– Kosten für Regulierte</li> </ul>

Ungeachtet der terminologischen Trennung, die anhand von vier Unterscheidungskriterien vorgenommen wird, bleibt den Konzeptionen als gemeinsames Element erhalten, dass „the objective of supervision and regulation is to manage risks of market failure“ (*Denters* 2009, S. 66). Während – abgesehen von dieser einen Gemeinsamkeit – eine konzeptionelle Unterscheidung zwischen Aufsicht und Regulierung ohne größere Schwierigkeiten vorgenommen werden kann, verschwimmt die faktische Trennung jedoch in zweierlei Hinsicht sehr schnell. Zum einen findet keine analytische Differenzierung statt, da weder Politiker, Finanzunternehmen, Medien oder Wissenschaftler in der Verwendung des Begriffspaars eine konsequente, nachvollziehbare Unterscheidung vornehmen. Einzig die Ministerialverwaltung entgeht der so entstehenden Sinnvermischung, indem sie bei der Bezeichnung Aufsicht bleibt und es weitgehend vermeidet von Regulierung zu sprechen. Dies wird unter anderem darin deutlich, dass in keinem Gesetz, das in Reaktion auf die Finanzmarktkrise verabschiedet oder verändert worden ist, der Regulierungsbegriff zu finden ist.<sup>1</sup> Zum anderen wird die konzeptionelle Unterscheidung durch die Aufgabenstruktur der BaFin verwischt. Die BaFin ist in erster Linie zuständig für die Prüfung und Kontrolle von Finanzinstituten. Sie erfüllt damit die klassischen Aufgaben einer Aufsichtsbehörde (vgl. FinDAG § 4). Darüber hinaus wird die BaFin aber auch als Regulierer tätig, indem sie als deutscher Vertreter an der Ausgestaltung europäischer Richtlinien mitwirkt, die als Regulierung im Finanzmarkt wirkmächtig werden (vgl. *Handke* 2010).

Deutlich wird dies aktuell im Versicherungssektor, den die EU mithilfe der sogenannten Solvency II-Richtlinie zu regulieren bestrebt ist. An der Konstruktion dieser Richtlinie, deren Inkrafttreten für 2012 geplant ist, wirkt die BaFin seit einigen Jahren im Rahmen des sogenannten Lamfalussy-Verfahrens mit (vgl. *Quaglia* 2007). Auf der dritten Ebene dieses speziellen Komitologieverfahrens ist die BaFin Mitglied in den drei beratenden Ausschüssen für Banken (Committee of European Banking Supervisors, CEBS), Wertpapiere (Committee of European Securities Regulators, CESR) und Versicherungen (Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors, CEIOPS). Der für Versicherungen zuständige Ausschuss CEIOPS stellt dabei ein Netzwerk von Aufsichtsbehörden dar, das mit Einbindung der Versicherungswirtschaft Vorschläge für die Etablierung von Solvabilitätsvorschriften ausarbeitet, die von höheren Ebenen des EU-Entscheidungsprozesses kaum mehr verändert werden (vgl. *Coen/Thatcher* 2006; *Handke* 2010). Die Solvency II-Richtlinie, die im Wesentlichen Quoten für Mindestkapitalrücklagen von Versicherungen vorschreibt, orientiert sich in ihrer Konstruktion am Vorbild des Bankensektors. Bereits mit der internationalen Bankenregulierung durch das sogenannte Basel II-Abkommen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht sind jedoch gewisse Schwierigkeiten hinsichtlich der Schaffung und Implementierung von Eigenkapitalvorschriften verbunden. Während die eigentliche Regelkonstruktion als gut gelungen angesehen wird, besteht bei der Durchführung der Aufsicht das Problem, dass Banken große Spielräume in der Erstellung individueller Risikoberechnungen nutzen können (Bankenarbitrage) und Aufsichtsbehörden wie die BaFin aufgrund von Informationsasymmetrien nicht ausreichend zu deren Überprüfung in der Lage sind (vgl. *Hartmann-Wendels* u.a. 2009, S. 7). Darüber hinaus zielt Basel II auf die Stabilisierung des globalen Bankensystems in seiner Gesamtheit ab, reguliert allerdings nur die „Bank als Organisation“ (*Kussin* 2009, S. 19). Dieses Auseinanderdriften von Regulierungsanspruch und Regulierungswirkung identifizieren *Brunnermeier* u.a. (2009) als wesentlichen Konstruktionsfehler internationaler Finanzregulierung, der zusätzlich dadurch verschärft wird, dass Implementierung und Überwachung von Vorschriften rein national stattfinden.

Nicht nur Basel II und Solvency II, sondern die Mehrzahl aller international geltenden Finanzmarktvorschriften müssen durch nationale Institutionen ebenso durchgesetzt werden wie rein national gültige Regeln. Das Beispiel der deutschen BaFin, die sowohl an der Entwicklung von Vorschriften mitwirkt, als auch für deren Überwachung zuständig ist, verdeutlicht daher, dass Finanzmarktregulierung und Finanzmarktaufsicht nach wie vor mit einem nationalen Bezug untersucht werden müssen. Während die Regulierung zwar bereits zu einem Großteil auf supra- oder internationaler Ebene verortet ist, liegt die Durchführung der Aufsicht noch immer ausschließlich im nationalstaatlichen Kompetenzbereich (vgl. *Denters* 2009). Damit ist zunächst eine Begründung dafür geliefert, dass die Analyse nationaler Regulierung im Finanzsektor sinnvoll ist, auch um zu klären, welche Vorstellung nationale Akteure von dieser besitzen. Im nächsten Schritt ist allerdings eine weitergehende Betrachtung der Rezeption des Regulierungsbegriffs in Deutschland notwendig, die über die dichotome Gegenüberstellung der traditionellen Aufsichtskonzeption hinausgeht.

### 3. Regulierung in Deutschland

Nicht nur im besonderen Fall der Finanzmärkte, sondern auch in anderen Politikfeldern und in verschiedenen Wissenschaftsdisziplinen verfolgt die Verwendung des Regulierungsbegriffs sehr unterschiedliche Richtungen, ohne dass dabei eine „feste Begriffsfassung“ vorhanden wäre (Müller-Graff 2009, S. 204). Für die Betrachtung zahlreicher Regulierungsmaterien sind oft einfache politikwissenschaftliche und ökonomische Definitionen, die nach jeder „staatlichen Einflussnahme auf gesellschaftliche Prozesse [bzw.] Marktprozesse“ fragen, ausreichend (Fehling 2007, S. 172). Hilfreicher ist jedoch in vielen Fällen eine feinere politikwissenschaftliche Perspektive, die „Regulierungsfragen vor dem Hintergrund der Erreichung beabsichtigter Steuerungswirkungen“ untersucht und dabei bestimmte Akteursinteressen einbezieht (Kette 2008, S. 31). Auf die Akteure eines Politikfeldes hebt auch eine frühe Arbeit von Meier (1985, S. 7) ab, der in seiner grundlegenden Studie über Regulierung in den USA als zentrales Kriterium die Verhaltensänderung von Akteuren ansieht und im Hinblick auf die Ausgestaltung von Regeln zu der übergeordneten Leitfrage für eine politikwissenschaftliche Analyse gelangt: „who benefits from regulation?“. Politikwissenschaftliche Fragestellungen, die unter Berücksichtigung von Akteurskonstellationen auf die Entstehung von Regulierung blicken und deren Implementation untersuchen, sind für eine Erklärung der Bedeutung des Regulierungskonzepts im Finanzmarkt jedoch nur bedingt anwendbar. Sie umfassen Regulierung im weiteren Sinne, das heißt staatliche Eingriffe, die auf jedermann abzielen können. Im Bereich der Finanzmarktregulierung handelt es sich jedoch um eine „Regulierung im engen Sinne“, die ausschließlich die Verfügungsmöglichkeiten von privaten Unternehmen betrifft (Osetrova 2007, S. 10).

Neben der Unterscheidung von Regulierung im engeren oder im weiteren Sinne, konzentrieren sich wissenschaftliche Analysen vor allem auf die verschiedenartige regulatorische Wirkung hinsichtlich Marktstrukturen oder natürlichen bzw. gesellschaftlichen Gefährdungsmomenten. Sowohl die Beeinflussung von Wettbewerb, als auch die Gefahrenabwehr werden dabei von zwei regulatorischen Grundtypen, der *Marktregulierung* und der *Risikoregulierung*, eingeschlossen (vgl. Döhler 2006). Risikoregulierung deckt im Bereich der Lebensmittelsicherheit oder im Betrieb von Kernkraftwerken die Aufgaben der klassischen Gefahrenabwehr und Risikovorsorge ab; Marktregulierung hingegen schafft oder korrigiert Märkte für bestimmte Güter und Dienstleistungen im Rahmen einer Wettbewerbsordnung (vgl. Frach 2001, S. 23). Gerade die *marktschaffende* Regulierung, die im Zusammenhang mit Privatisierung und Liberalisierung breite Anwendung fand, beinhaltet weitgehende gestalterische Elemente zur Herstellung funktionierender Wettbewerbs mit vormals nicht marktgängigen oder monopolistisch angebotenen Gütern. Sie stellt an den Staat jedoch zugleich auch den Anspruch einer Gewährleistungsverantwortung, die jenseits herkömmlicher Ordnungspolitik liegt (vgl. Möllers 2008, S. 83).

Im Fokus sozialwissenschaftlicher Untersuchungen über Marktregulierung stehen vorwiegend Märkte mit Netzstrukturen, wie Telekommunikation, Strom, Gas oder Schienenverkehr (vgl. z.B. König/Benz 1997, Knieps 2003). Auch der Bereich der Finanzmärkte wird im Hinblick auf Herausforderungen und Strategien der Marktregulierung zunehmend in den Blick gerückt. Dabei werden vor allem die Geschäftsfelder von Banken und der Wertpapierhandel aus nationaler und internationaler Perspektive untersucht (vgl. z.B. Burghof 1997, Busch 2003, Czada et. al. 2003, Lütz 2004, Gerhardt 2005, Quaglia 2007, Wymeersch 2007, Kette 2008). Arbeiten zur Regulierung von Versicherungen, von denen sich ein Großteil zudem auf den Versicherungsmarkt der USA bezieht, finden sich



dagegen nur in geringerem Umfang (vgl. z.B. *Meier* 1988, *Klein* 1995, *Perlet/Gründl* 2005, *Quaglia* 2009).

Nicht nur die nationale bzw. internationale Perspektive oder die spezifischen Perspektiven auf verschiedene Finanzsektoren unterscheiden sich, sondern auch die Herangehensweisen einzelner Wissenschaftsdisziplinen. Eine große Anzahl aktueller Veröffentlichungen, die unmittelbar vor und nach der Finanzkrise erschienen sind, nähert sich der Finanzmarktregulierung aus betriebswirtschaftlicher oder juristischer Sicht und analysiert die Wirkung technischer Details der Regulierungsregime wie Basel II und Solvency II (vgl. z.B. *Beringer* 2007, *Wymeersch* 2007, *Graf* 2008, *Wieland* 2010). Hierbei werden kaum politikwissenschaftliche Fragen aufgeworfen oder die Rolle der beteiligten Akteure problematisiert. Auch finden sich keine Veröffentlichungen, die sich speziell dem Phänomen der Regulierung widmen und klären, was unter diesem Begriff zu verstehen ist, welcher seit der Finanzmarktkrise in aller Munde ist. Selbst aktuelle Studien nehmen den Regulierungsbegriff als selbstverständlich hin und verzichten auf eine Definition (vgl. z.B. *Helleiner et. al* 2010).

An dieser Stelle soll die Begriffspräzisierung für das deutsche Verständnis von Regulierung, die über die reine Abgrenzung von dem Begriff der Aufsicht hinausgeht, zunächst auf einer rechtswissenschaftlichen Basis erfolgen. Aufgrund der sehr technischen Ausrichtung von Finanzmarktregeln ist daher die von *Fehling* (2007, S. 172) vorgeschlagene Sichtweise, die Regulierung als „Wirtschafts- und Wettbewerbsaufsicht mit zusätzlichem, über die ordnungsrechtliche Gefahrenabwehr hinausreichendem Gestaltungsauftrag“ begreift, eine hilfreiche Grundlage. Definiert man für Regulierung als neue und zentrale Dimension einen marktschaffenden oder *marktgestaltenden* Anspruch, dann lässt sich gegenwärtig für den deutschen Finanzsektor allerdings nur in einem sehr beschränkten Umfang von *nationaler* Regulierung sprechen, da gestalterische Elemente vorwiegend auf europäischer oder internationaler Ebene angesiedelt sind (vgl. BMF Presstext 2010).

Den Markt betreffende, bestehende Regulierungselemente finden sich in Vorschriften zum „Marktzugang“, zur „Marktnutzung“ und zum „Marktaustritt“ noch immer auch auf nationaler Ebene (vgl. *Osetrova* 2007, S. 11). Diese Elemente sind jedoch seit längerer Zeit existent und erfahren nun durch supra- und internationale Einflüsse eine Umgestaltung oder Anpassung. Weder die deutsche Bundesregierung noch die BaFin agieren dabei in der finanzmarktrelevanten Regelsetzung rein national. Insofern bleibt in Deutschland zwar noch immer ein nationaler Regulierungsanspruch bestehen, welcher aber supranational vertreten und realisiert wird, wie die Beispiele der Credit Requirements Directive (CRD) oder der Finanzmarkttrichtlinie MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) zeigen.

Trotz der starken Fokussierung auf den Marktaspekt, der sich bereits aufgrund des Begriffs der Finanzmarktregulierung aufdrängt, ist eine reine marktregulatorische Perspektive keineswegs ausreichend, um alle Facetten der Regulierungsmaterie abzudecken. Bei der Auseinandersetzung mit Finanzmarktvorschriften zeigt sich, dass es sich bei der Finanzmarktregulierung – ob national oder europäisch – nicht in erster Linie um *Marktregulierung* handelt. Vielmehr werden über die Verbraucherschutzziele auch Elemente der *Risikoregulierung* transportiert, die der Schadensbegrenzung dienen. Die Hervorhebung des Kundenschutzes bei MiFID oder CRD machen dies ebenso deutlich, wie die grundlegende Bestrebung, mit Solvency II die Zahlungsfähigkeit von Versicherungen zu garantieren und damit individuelle Kundenrisiken von Versicherten zu minimieren. Der BaFin stehen für die Wahrnehmung dieser Aufgaben dabei nicht nur Informationsrechte gegenüber Finanzinstituten zur Verfügung, sondern auch direkte Zugriffsrechte, die bis zur Schließung eines Un-

ternehmens reichen können (§ 35 KWG; § 87 VAG). Darüber hinaus zeigt sich in zwei weiteren Beispielen, dass Elemente der Risikoregulierung auch in der Finanzmarktregulierung enthalten sind. Einerseits in der Vorstellung des Risikomanagements, das davon ausgeht, dass unternehmerische Risiken von Banken und Versicherungen mittels mathematischer Kalkulationen berechenbar sind und diesen zum Beispiel durch Eigenkapitalvorschriften entgegengewirkt werden kann (vgl. Lütz 1998; BaFin 2009). Andererseits in der Risikokommunikation, die neben der Risikobewertung von einzelnen Instituten vor allem die Verbraucherinformation vor dem Hintergrund des Leitbilds des mündigen Verbrauchers umfasst (vgl. BaFin 2009; Massenbergs 2009). Die Finanzmarktregulierung beinhaltet damit neben Aspekten der Marktregulierung Kernelemente der Risikoregulierung.

Nicht nur die Zuordnung der Finanzmarktregulierung zu Markt- und Risikoregulierung ist für das Verständnis des Themenfeldes nötig, sondern auch die Berücksichtigung normativer Aspekte, die sich hinter dem Schlagwort *better regulation* verbergen. Der Begriff *better regulation* findet sich immer häufiger in wissenschaftlichen Aufsätzen oder politischen Verlautbarungen und muss daher auch im Bezug auf den Finanzsektor eine Würdigung erfahren (vgl. z.B. Wegrich 2009; McCreevy 2009). In Deutschland und anderen Staaten der EU hielt die Vorstellung einer *besseren Regulierung* mit dem Leitbild des schlanken Staates innerhalb der New Public Management Konzeption Einzug und wurde schnell von Politik und Verwaltung verinnerlicht (Radaelli/Meuwese 2009). In der Tat finden sich Elemente von *better regulation* auch im Finanzsektor, so zum Beispiel die frühzeitige Konsultation von Regelungsunterworfenen im Prozess der Entscheidungsfindung bei Solvency II, oder die Berücksichtigung der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen bei der Konstruktion von Regelsystemen (vgl. Radaelli/Meuwese 2009).<sup>2</sup> Die Vorstellung, dass *better regulation* ein Teil der Finanzmarktregulierung sein sollte, wie dies an einigen Stellen eingefordert wird (vgl. z.B. McCreevy 2009), bringt indes keinen nennenswerten Erkenntniszugewinn für die Analyse der deutschen Finanzmarktregulierung, da mit *better regulation* letztlich nur eine Facette der traditionellen Finanzaufsicht umschrieben wird. *Better regulation* im Sinne von „weniger Regulierung“ ist für den Finanzmarkt darüber hinaus nicht vorgesehen (vgl. Wegrich 2009). Vielmehr findet eine Abkehr von der regulierten Selbstregulierung statt und die Forderung nach mehr Regulierung wird von beinahe allen Akteuren artikuliert (vgl. Wieland 2010).

Die Zunahme von Vorschriften, die sich infolge der Finanzmarktkrise abzeichnet, lässt bei den Regelunterworfenen einen gewissen Abwehrreflex erwarten. Gleich welcher spezielle Regulierungstyp – ob Markt- oder Risikoregulierung – vorliegt, Vorschriften werden von Unternehmen zunächst als Kostenfaktor und Einschränkung der unternehmerischen Freiheit wahrgenommen (vgl. Gischer u.a. 2005). Nach dieser Vorstellung haben Unternehmen ein Interesse an geringer Regulierung und wählen ihre Geschäftsstandorte nach entsprechenden Kostenüberlegungen aus. Diese Beobachtung ist für die Mehrzahl aller Wirtschaftszweige in der Tat zutreffend, nicht jedoch für die Finanzbranche im Allgemeinen (vgl. Schraven 2009). Hier besteht vielmehr ein Interesse an Regulierung, genauer an internationaler Regulierung und Harmonisierung. Aus Sicht von international tätigen Finanzunternehmen führen einheitliche Regeln zu Planungssicherheit und sinkenden Kosten, da nicht in jedem Land unterschiedliche Vorgaben beachtet werden müssen (vgl. Osetrova 2007; Rodrik 2010). Darüber hinaus stellen internationale Regulierungsstandards häufig einen kleinsten gemeinsamen Nenner dar, der Unternehmen weit weniger einschränkt als spezifische, nationale Regeln (vgl. Rodríguez 2003). Widerstand gegen Regulierung regt sich allerdings dann, wenn Vorschriften stark verschärft werden und die Kosten der Regelbefol-

gung den Nutzen einheitlicher Rahmenbedingungen (level playing field) übersteigen (vgl. *Jenkins* 2010). Bei dieser Kosten-Nutzen-Überlegung spielt jedoch nicht mehr allein die Regulierung im Sinne der Regelsetzung eine Rolle, sondern vor allem die Implementierung dieser Vorgaben und die damit verbundene nationale Aufsicht. Hier fallen tatsächliche, individuelle Kosten für die Realisierung von gemeinwohlorientierten Maßnahmen an. Mit dem Ziel der Stabilisierung des globalen Finanzsystems bzw. der Vermeidung systemischer Risiken sind Finanzmarktregulierung und -aufsicht auf ein öffentliches Gut gerichtet, von dem alle Marktakteure profitieren, dafür in der Regel aber nicht zu zahlen bereit sind (vgl. *Lo* 2009). Aus diesem Grund besteht zwar Akzeptanz für internationale oder europäische Regulierung, nicht aber für eine Verschärfung der Aufsicht (vgl. FAZ.NET 2009). Diese ist allerdings nötig, um dem Problem des Trittbrettfahrens, das heißt des Nutzengewinns durch die Regelbefolgung durch andere bei gleichzeitiger eigener Regelmissachtung, zu begegnen und damit die intendierte Wirkung von Vorschriften zu erzielen. Am Beispiel des deutschen Finanzmarktes soll im folgenden Abschnitt gezeigt werden, wie das Zusammenspiel von Regulierung und Aufsicht im Rahmen nationaler Möglichkeiten gestaltet wird, um dabei zu verdeutlichen, welche nationalen Kontrollelemente dem europäischen Verständnis von Regulierung entsprechen.

#### 4. Staatliche Einflussnahme im deutschen Finanzmarkt

Der deutsche Finanzsektor unterliegt seit dem Beginn des 20. Jahrhunderts staatlicher Kontrolle, wobei diese zunächst vorwiegend auf Selbstregulierung durch Branchenverbände setzte und sich auf die Etablierung eines Ordnungsrahmens beschränkte (vgl. *Benbenroth* u.a. 2009). Die staatliche Aufsicht war dabei bis in die 1990er Jahre ein akzeptiertes Instrument zur Gewährleistung des Verbraucher- und Bürgerschutzes, das „nicht als staatliche Bevormundung des privaten Wirtschaftens“ begriffen wurde, sondern das als Element der „Sozialstaatlichkeit“ auch bei Banken und Versicherungen Akzeptanz fand (*Osetrova* 2007, S. 25). Mit der zunehmenden Vernetzung und Globalisierung wurde jedoch eine andere Form der Einflussnahme nötig, die über den begrenzten Rahmen nationaler Kontrolle von Finanzgeschäften hinausging. Insbesondere die Europäische Union drängte dabei nicht nur auf eine veränderte, supranationale Regelsetzung, sondern in erster Linie auf nationale Deregulierung. Diese war im Fall der deutschen Versicherungswirtschaft, die traditionell einen guten Kontakt zu ihrer Aufsichtsbehörde pflegte, jedoch wenig erwünscht (vgl. *Osetrova* 2007). Trotz der anfänglichen Unzufriedenheit der Versicherer entwickelte sich die Versicherungsregulierung aufgrund politisch gesteuerter Prozessen jenseits der nationalen Grenzen und führte in jüngster Vergangenheit zu der europäischen Solvabilitätsrichtlinie Solvency II. Ihren Niederschlag in der deutschen Aufsichtspraxis findet diese Richtlinie bereits vor ihrem Inkrafttreten mit den sogenannten „Aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ (MaRisk VA). Mit der Europäisierung der Regelsetzung, die durch politische Vorgaben vorangetrieben wurde, hat sich einerseits das enge – vielleicht allzu enge – Verhältnis zwischen deutschen Aufsichtsbehörden und deutschen Finanzunternehmen gelockert, andererseits hat sich der Begriff der Regulierung immer stärker durchgesetzt und sich gegenüber dem traditionellen Aufsichtskonzept etabliert. Als Problem für die aktuelle Untersuchung der Finanzmarktregulierung erweist sich jedoch, dass „sich aus der Betrachtung dieser politischen Prozesse [, die zu der beschriebenen Europäisierung führten,] nicht beantworten

[lässt], wie sich die Regulierung wissenschaftlich erklären lässt“ (*Osetrova* 2007, S. 37). Während die Verlagerung von Regulierungskompetenzen am Anfang dieser Entwicklung noch aus politischen Entscheidungen resultierte, ist die Fortentwicklung der europäischen Regulierung dem politischen Wettbewerb weitgehend entzogen. Diese findet verstärkt im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens durch die Zusammenarbeit nationaler Aufsichtsbehörden statt, die in den Ebene-3-Ausschüssen CEBS, CESR und CEIOPS ein Netzwerk von Experten bilden, das Entscheidungsprozesse wirksam vorstrukturiert (vgl. *de Visser* u.a. 2008). Ein Bestandteil dieses Netzwerkes ist auch die BaFin, die neben ihrer Funktion als deutsche Aufsichtsbehörde zusätzlich die Rolle eines Regulierers im oben herausgearbeiteten Sinne erfüllt. Findet die Regelschaffung auf „europäischer oder globaler Ebene [statt, wirkt] sie nicht zuletzt als Interessenvertreter der nationalen Marktakteure in Regulierungsangelegenheiten mit“ (*Lütz* 2002, S. 153). Die BaFin als Teil der Exekutive, die nur noch mit einem Teil ihrer Tätigkeit in der politischen Arena agiert, stellt damit ein entscheidendes Bindeglied zwischen europäischer und nationaler Ebene dar und ist für die Betrachtung der deutschen Finanzmarktregulierung zentral.

Das für den deutschen Finanzmarkt geltende Regelsystem ohne die Berücksichtigung sektoraler Besonderheiten zu betrachten, ist aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle und Entwicklungstradition von Banken und Versicherungen nicht unproblematisch. Dennoch soll an dieser Stelle keine Differenzierung der Geschäftsbereiche vorgenommen, sondern der Blick ausschließlich auf die Gemeinsamkeiten ihrer Regulierung gerichtet werden. Eine dieser Gemeinsamkeiten besteht darin, dass auf dem deutschen Finanzmarkt nicht von einer marktschaffenden Regulierung gesprochen werden kann, wie sie sich im Bereich der netzgebundenen Wirtschaft findet, da bereits „ein grundsätzlich funktionsfähiger Markt mit hinreichendem Leistungsangebot“ bestand (*Fehling* 2007, S. 174). Damit wird allerdings deutlich, dass der regulatorische Gestaltungsanspruch der weiter oben herangezogenen juristischen Definition von Regulierung für den Finanzsektor nicht zutrifft. Vielmehr bleibt die Finanzmarktregulierung weitgehend den Zielen Verbraucherschutz und Systemstabilität verhaftet, ohne dadurch notwendigerweise die Herstellung von Wettbewerb zu fördern (vgl. *Rodríguez* 2003; *Fehling* 2007; European Union Committee of the House of Lords 2009). Die grundsätzliche europäische Bestrebung nach Marktöffnung und dem Abbau von Wettbewerbsbeschränkungen darf dabei dennoch nicht übersehen werden, denn die Binnenmarktpolitik der EU hat in weiten Bereichen eine marktschaffende Wirkung entfaltet und zur Abnahme nationalstaatlicher Einzelregelungen geführt. Allerdings stellen Marktschaffung und Regelabbau derzeit keine zentralen Elemente europäischer oder deutscher Finanzmarktregulierung dar. Speziell für den deutschen Finanzmarkt konstatiert *Frach* (vgl. 2007, S. 22) vielmehr, dass die Liberalisierung durch die EU nicht zu einem Rückzug des Staates geführt hat, sondern zu einer Zunahme an staatlicher Regelsetzung. Das übergeordnete Regulierungsziel bleibt dabei die Verhinderung von Marktversagen, ohne im Hinblick auf die Zielverwirklichung einen Unterschied zwischen Regelschaffung und Regeldurchsetzung zu machen. Es steht damit allein die Frage im Mittelpunkt, wie staatliche Einflussnahme Kunden und Anleger schützen und Systemstabilität herstellen kann, ohne in eine „Regulierungsspirale“ zu geraten, in der Regulierer der Marktentwicklung hinterher hinken oder in der Regelsetzung von Marktteilnehmern vereinnahmt werden (*Frach* 2007, S. 23). Um dies sicherzustellen, mussten sich auch die deutsche Finanzmarktregulierung und -aufsicht weiterentwickeln und den Markterfordernissen anpassen.

Zu diesen Anpassungen zählte 2002 auch die Errichtung der BaFin als Allfinanzaufsichtsbehörde, die für Banken, Versicherungen und Wertpapierhandel zuständig ist. Die

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht entstand durch die Zusammenlegung der Bundesaufsichtsämter für Kreditwesen (BAKred), Versicherungswesen (BAV) und Wertpapierhandel (BAWe) und übernahm damit alle Aufsichtsfunktionen ihrer Vorgängerbehörden. Mit ihrem Status als Anstalt des öffentlichen Rechts hat die Behörde zwar die Möglichkeit in eigener Verantwortung zu agieren, sie untersteht aber dennoch der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) und ist an Weisungen gebunden (§ 2 FinDAG). Zwar werden der BaFin weite Handlungsspielräume und ein großer Kompetenzbereich zugebilligt, aber dennoch kann die Bundesregierung die Organisation der Aufsicht nach eigenen Überlegungen umgestalten. Je nach politischer Ausrichtung können der Behörde dabei mehr oder weniger viele Zuständigkeiten überlassen werden. Entsprechende politische Entscheidungen folgen dabei der Strategie der „grabbing hand“, das heißt der Umgestaltung zugunsten einer bestimmten Klientel, oder der Strategie der „helping hand“, die eine Allgemeinwohlförderung im Blick hat (*Pellegrina/ Masciandaro* 2008, S. 292). Die klientelorientierte Politik strebt nach dieser Typisierung eine aufsichtliche Kompetenzverteilung auf verschiedenen Behörden an, um Machtkonzentrationen zu verhindern, während die „helping hand“-Politik eine Konzentration von Aufsichtskompetenzen präferiert.

Die klientelistische „grabbing hand“-Stoßrichtung manifestiert sich seit 2009 unter anderem darin, dass die Bundesregierung aus Union und FDP in ihrem Koalitionsvertrag die Verlagerung der Bankenaufsicht von der BaFin zur Bundesbank beschlossen hat (Koalitionsvertrag 2009, S. 54). Diese Konzentration der Aufsichtskompetenzen bei der Bundesbank ist nicht aufgrund eines Versagens der BaFin erklärbar, sondern ausschließlich aufgrund politischer Motive. Die BaFin hatte sich durch ihren besonderen Status als allein zuständige Fachbehörde für Finanzmarktregulierung stark von der faktischen Kontrolle durch das BMF emanzipiert. Die Finanzkrise wurde daher von Seiten des BMF als günstige Gelegenheit (*window of opportunity*) genutzt, um den Kontrollverlust über die Behörde zu korrigieren und ministerielle Zugriffsrechte zu stärken (vgl. *Handke* 2010). Dieser Schritt wird seitens der Bundesregierung als Element einer umfassenden Reaktion auf die Finanzkrise erachtet, die nicht nur eine Verbesserung internationaler Regulierung beinhaltet, sondern für die Wirksamkeit dieser Regulierung auch eine „effektive Aufsicht“ braucht (Koalitionsvertrag 2009, S. 54). Eine Begründung für die intendierte Effektivitätssteigerung durch die Zusammenführung der Bankenaufsicht bei der Bundesbank findet sich dabei an keiner Stelle. Die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen BaFin und Bundesbank ist daher nur durch das „grabbing hand“-Paradigma zu erklären. Die weitere, grundlegende Linie der Reformvorschläge zur Finanzmarktregulierung soll im folgenden Abschnitt kurz skizziert werden.

## 5. Reformen der Finanzmarktregulierung nach der Krise

Nicht nur in Deutschland ist durch die Finanzkrise der Eindruck entstanden, Regulierung und Aufsicht hätten unzureichend funktioniert. Nationale Aufsichtsbehörden waren im Vorfeld der Krise nicht in der Lage, frühzeitig einzugreifen, da ihnen entweder die rechtlichen Grundlagen fehlten oder aber schlicht das Verständnis für komplexe Finanzprodukte, die sie zu prüfen hatten (vgl. *Denters* 2009). So, wie nach Finanzmarktkrisen immer wieder die „Forderung nach stärkerer Lenkung der Märkte“ betont wird, wird auch in der aktuellen politischen Debatte der Ruf nach einer verbesserten Finanzmarktregulierung

laut (Gischer u.a. 2005, S. 107). Unterscheiden lassen sich dabei zwei Stoßrichtungen. Auf der einen Seite die akute „Krisenbewältigung“ mithilfe von Staatsgarantien und Finanzmarktstabilisierungsgesetzen, auf der anderen Seite die zukünftige „Krisenvermeidung [mit] dauerhaften Regulativa“ (Müller-Graff 2009, S. 203).

Bei allen Ankündigungen bleibt jedoch unklar, ob eine Veränderung der Regulierung im o.g. Sinne, das heißt eine Veränderung der allgemeinen Spielregeln gemeint ist oder lediglich ein institutioneller Umbau der Aufsicht. Regulierung erfüllt in der Debatte um die Finanzkrise dadurch häufig die Funktion eines verbalen Platzhalters, der zunächst keine konkreten Konsequenzen nach sich zieht, sondern nur politische Handlungsabsicht und -fähigkeit suggerieren soll. Betrachtet man detailliertere Ausführungen zu Reformvorhaben im Bereich der Finanzmarktregulierung, dann verbergen sich dahinter überwiegend Vorschläge für schärfere Regeln und größere Einschränkungen für Finanzinstitute und deren Geschäfte. Damit wird in erster Linie der Zwangscharakter von Regulierung in den Vordergrund gerückt, während weichere Anreizelemente, die ebenfalls Teil einer verhaltensändernden Regulierung sein können, in den Hintergrund gedrängt werden (vgl. Meier 1985). Ohnehin zeigt sich, dass als Reaktion auf die Krise bislang weniger der Weg einer verstärkten Regulierung beschritten wurde, sondern lediglich die Veränderung der nationalen Aufsicht. Ein wesentlicher Grund für die geringen Reformfolge im Regulierungsbereich sind Bestrebungen, Regeln europäisch oder international, wie auf EU-Gipfeltreffen, dem G20-Gipfel von Pittsburgh oder dem Weltwirtschaftsforum in Davos, aufzustellen. Ebenso wie in anderen Politikfeldern ist diese supra und -internationale Regelsetzung jedoch überaus schwierig und von der Kompromissbereitschaft der mit heterogenen Interessen ausgestatteten Akteure abhängig. Einfacher zu realisieren ist dagegen die Verschärfung der Aufsicht, weil diese allein auf nationaler Ebene stattfindet wo sich politischer Änderungswille demonstrieren und die Handlungsfähigkeit einer nationalen Regierung beweisen lässt. Dieser Logik folgt auch der geplante Umbau der deutschen Finanzmarktaufsicht, bei der die BaFin Kompetenzen an die Bundesbank abgeben soll.

Hinsichtlich der deutschen Diskussion über eine Verbesserung der Finanzmarktregulierung lassen sich daher zwei Entwicklungen beschreiben. Erstens wird von der Bundesregierung keine Änderung wirksamer Regulierungselemente wie Eigenkapitalvorschriften oder Risikoberechnungsmodellen angestrebt, sondern vornehmlich eine Re-Organisation der behördlichen Aufsichtskompetenzen, die den Bereich der faktischen Regelüberwachung, also der Aufsicht betrifft. Zweitens wird von politischen Akteuren der Begriff der Finanzmarktregulierung ohne weitere Konkretisierung verwendet, wodurch unklar bleibt, ob tatsächlich bestehende Regulierungsregime überarbeitet werden sollen oder ob bereits die Begrenzung von Bonuszahlungen für Manager als ausreichende Regulierung betrachtet wird (vgl. Handelsblatt 2009). Eine klare Einordnung regulatorischer Absichten als Marktregulierung, Risikoregulierung oder *better regulation* ist damit kaum möglich. Die Reformdebatte verharrt insgesamt auf einer Ankündigungsebene, die Regulierung lediglich als die Bemühung um wie auch immer geartete Verhaltensänderungen erscheinen lässt (vgl. dazu Meier 1985).

## 6. Schlussbetrachtung

Die problematische Verwendung des Regulierungsbegriffs zeigt sich in verschiedenen Politikfeldern ebenso wie in verschiedenen Wissenschaftsdisziplinen. Die Schwierigkei-

ten, die sich mit dem Begriff der *Finanzmarktregulierung* ergeben sind derzeit allerdings am bedeutsamsten, da die Finanzmarktkrise zu seiner Omnipräsenz in Politik, Medien und Wissenschaft geführt hat. Trotz der Hochkonjunktur der Begriffsverwendung bleibt eine erstaunliche Unschärfe bestehen, die dazu führt, dass unter Finanzmarktregulierung jede Maßnahme verstanden werden kann, die in irgendeiner Form auf Finanzmärkte, Finanzunternehmen oder andere Finanzmarktakteure gerichtet ist. Diese begriffliche Offenheit ist von Politikern solange erwünscht, wie noch nicht klar ist, welche Maßnahmen tatsächlich gegen Verwerfungen und Krisen auf dem Finanzmarkt ergriffen werden sollen. Sobald jedoch konkrete Problemlösungen erarbeitet werden müssen, ist es nötig, dass sich wissenschaftliche Berater, politische Akteure und Finanzmarktakteure einig sind, was sie unter Regulierung verstehen, um nicht in einem konzeptionellen Chaos zu enden.

Ziel dieses Beitrages war es daher, den Blick für terminologische Unterschiede zu schärfen und den Wert des Regulierungsbegriffs als Realkategorie vor dem Hintergrund aktueller Reformvorschläge für den Finanzsektor einzuschätzen. Die Hervorhebung der Gier von Managern als Auslöser der Finanzmarktkrise – wie auch die Polemik Niskanens in der Einleitung zu diesem Aufsatz demonstriert – hat die Regulierungsdiskussion in eine Richtung gelenkt, die sich auf Maßnahmen zur Behebung jenes Aspektes kapriziert. In der Folge werden Begrenzungen von Banker-Boni und die Kontrolle der Aktivitäten von Hedge-Fonds bereits als Kernelemente moderner Finanzmarktregulierung verstanden.

Im bisherigen Gebrauch des Regulierungsbegriffs für den Finanzmarkt hatte sich dagegen herauskristallisiert, dass die traditionelle deutsche Aufsichtsvorstellung aufgegliedert wurde und unter Regulierung faktisch derjenige Bereich gefasst wurde, der präventive Standardsetzung und Marktzugangsbeschränkungen beinhaltet. Der Residualkategorie Aufsicht verblieben damit die Überwachung der Regeleinhaltung und der tatsächliche, hoheitliche Eingriff in den Geschäftsbetrieb von Finanzinstituten. Mit dieser Unterscheidung, die sich dem angelsächsischen Verständnis von *regulation* und *supervision* annäherte, ist bei der staatlichen Einflussnahme auf Finanzinstitute zwar nichts Neues hinzugekommen, es ist aber zumindest nachvollziehbar, ob von Regelschaffung oder Regeldurchsetzung die Rede ist und in welchem dieser Bereiche Schwächen und Änderungserfordernisse ausgemacht werden. In der praktischen Auseinandersetzung mit Finanzmarktregulierung ist diese Differenzierung jedoch weitgehend verschwunden, da Regulierung und Aufsicht zunehmend synonym verwendet werden.

## Anmerkungen

- 1 Zu den wichtigsten gesetzlichen Regelungen auf nationaler Ebene zählen in Deutschland das Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMSStG), das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandvergütung (VorstAG), das Gesetz zur Stärkung der Finanzmarkt- und der Versicherungsaufsicht (FMVStärkG) und Änderungen des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes (FinDAG).
- 2 In der Entstehungsphase von Solvency II wurden bereits vier Untersuchungen zu den quantitativen Auswirkungen (Quantitative Impact Study; QIS) der Richtlinie durchgeführt. Dabei wurde den Versicherungsunternehmen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union die Möglichkeit gegeben, Kostenbelastungen und andere zu erwartende Probleme im Zusammenhang mit den geplanten Vorschriften an CEIOPS zu übermitteln und somit Veränderungen in der Richtlinienkonstruktion zu erwirken. Mit QIS 5 findet eine fünfte Studie im Herbst 2010 statt.

## Literatur

- BaFin*, 2009: Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2008, Bonn.
- Bebenroth, Ralf/Dietrich, Diemo/Vollmer, Uwe*, 2009: Bank regulation and supervision in bank-dominated financial systems: a comparison between Japan and Germany, in: *European Journal of Law and Economics*, 27(2), S. 177-209.
- Beringer, Markus*, 2007: Das Spartentrennungsprinzip der Lebensversicherung: Nach Umsetzung von Solvency II noch zeitgemäß?: Eine risikothoretische und empirische Analyse, Karlsruhe: Verl. Versicherungswirtschaft.
- BMF Presstext, 2010: Finanzmarktregulierung: die Politik handelt. Online verfügbar unter: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nm\\_54180/DE/BMF\\_\\_Startseite/Multimedia/20100211\\_\\_alternativtext.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_54180/DE/BMF__Startseite/Multimedia/20100211__alternativtext.html), Stand: 23.02.2010.
- Brunnermeier, Markus K. et al.*, 2009: The Fundamental Principles of Financial Regulation, in: *Geneva Reports on the World Economy*, 11.
- Bundestags-Drucksache 16/12383, 2009: Erneuerung der globalen Finanzmarktregulierung.
- Burghof, Rudolph*, 1996: Bankenaufsicht: Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden: Gabler.
- Busch, Andreas*, 2003: Staat und Globalisierung. Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Coen, David/Thatcher, Mark*, 2006: After delegation: Regulatory Agencies and Network Governance. Paper presented at NewGov annual conference, European University Institute, Florence.
- Czada, Roland/Lütz, Susanne/Mette, Stefan*, 2003: Regulative Politik. Zählungen von Markt und Technik, Opladen: Leske + Budrich.
- De Visscher, Christian/Maiscoq, Olivier/Varone, Frédéric*, 2008: The Lamfalussy Reform in the EU Securities Market: Fiduciary Relationships, Policy Effectiveness and Balance of Power, in: *Journal of Public Policy*, 28 (1), S. 19-47.
- Denters, Erik*, 2009: Regulation and supervision of the global financial system, in: *Amsterdam Law Forum*, 1(3), S. 63-82.
- Döhler, Marian*, 2006: Regulative Politik und die Transformation der klassischen Verwaltung, in: *Bogumil, Jörg/Jann, Werner/Nullmeier, Frank* (Hrsg.), *Politik und Verwaltung. Auf dem Weg zu einer postmanagerialen Verwaltungsforschung. Politische Vierteljahresschrift Sonderheft 37*. Wiesbaden: VS Verlag.
- European Union Committee of the House of Lords, 2009: The future of EU financial regulation and supervision.
- FAZ.NET, 2009: Finanzmarktregulierung: Versicherer kämpfen um Zinszahlungen Online verfügbar unter: <http://www.faz.net/s/Rub09A305833E12405A808EF01024D15375/Doc~E520BCCE29083495A8AF6DA561D01253A~ATpl~Ecommon~Scontent.html>, Stand: 23.02.2010.
- Fehling, Michael*, 2007: Versicherungsaufsicht im Spiegel der verwaltungsrechtlichen Regulierungsdebatte, in: *Bergeest, Volker-Joachim/Winter, Gerrit* (Hrsg.): *Liber amicorum für Gerrit Winter*. Karlsruhe: Verl. Versicherungswirtschaft, S. 171-189.
- Fietz, Martina*, 2010: Finanzmarktregulierung wird nicht auf die lange Bank geschoben, in: *Cicero* 01/2010 Online verfügbar unter: [http://www.cicero.de/1725.php?kol\\_id=11035](http://www.cicero.de/1725.php?kol_id=11035), Stand 22.02.2010.
- Frach, Lotte*, 2007: Finanzaufsicht in Deutschland und Großbritannien, Wiesbaden: VS Verlag.
- Gerhardt, Sybille E.*, 2005: Basel II im Wettstreit internationaler Regulierungsinteressen: Auswirkungen auf Transmission und Wettbewerb, Wiesbaden: Dt. Univ.-Verlag.
- Gischer, Horst/Herz, Bernhard/Menkhoff, Lukas*, 2005: *Geld, Kredit und Banken*, Berlin/Heidelberg: Springer.
- Graf, Christian*, 2008: Solvency II wie die neuen Aufsichtsregeln die Versicherungswelt verändern, Marburg: Tectum.
- Handelsblatt, 2009: Koalition will hohe Manager-Boni verbieten, 16.02.2009.
- Handke, Stefan*, 2010: Yes, we can (control them)! – Regulatory Agencies: Trustees or Agents?, in: *Goettingen Journal of International Law*, 2(2010) 1, S. 111-134.
- Hartmann-Wendels, Thomas/Hellwig, Martin/Hüther, Michael/Jäger, Manfred*, 2009: Arbeitsweise der Bankenaufsicht vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise, IW-Gutachten im Auftrag des BMF.



- Helleiner, Eric/Pagliari, Stefano/Zimmermann, Hubert*, 2010: Global finance in crisis. Abingdon/Oxon: Routledge.
- Jenkins, Patrick*, 2010: Bank warnt Aufseher mit Extremszenario, in: Financial Times Deutschland, 18.02.2010.
- Kette, Sven*, 2008: Bankenregulierung als Cognitive Governance, Wiesbaden: VS Verlag.
- Klein, Robert W.*, 1995: Insurance regulation in transition, in: The Journal of Risk and Insurance, 62(3), S. 363-404.
- Knieps, Günter*, 2003: Zwischen Regulierung und Wettbewerb: Netzsektoren in Deutschland, Heidelberg: Physica-Verlag.
- Knorr, Andreas*, 1999: Staatliche Bankenaufsicht – eine effiziente Institution?, in: ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft – 50. Stuttgart/New York, N.Y.: Fischer.
- Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP, 2009: Wachstum. Bildung. Zusammenhalt.
- König, Klaus/Benz, Angelika*, 1997: Privatisierung und staatliche Regulierung, Baden-Baden: Nomos.
- Kussin, Matthias*, 2009: Organisation der Regulierung – Regulierung der Organisation, Wiesbaden: VS Verlag.
- Lastra, Rosa M.*, 2003: The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe, Columbia Journal of European Law, 10(1), S. 49-68.
- Lo, Andrew W.*, 2009: Regulatory Reform in the Wake of the Financial Crisis of 2007-2008, in: Journal of Financial Economic Policy, 1, S. 4-43.
- Lütz, Susanne*, 2004: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Frankfurt: Campus.
- Lütz, Susanne*, 2002: Der deutsche Finanzsektor im Zeichen von Europäisierung und Internationalisierung, in: *Schneider, Volker H.* (Hrsg.): Entgrenzte Märkte – grenzenlose Bürokratie?, Frankfurt: Campus.
- Lütz, Susanne*, 1998: Wenn Banken sich vergessen... Risikoregulierung im internationalen Mehr-Ebenen-System, Discussion-Paper 98/5, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Köln.
- Managerkreis der Friedrich-Ebert-Stiftung*, 2008: Ansätze zur Finanzmarktregulierung. Bericht zur Podiumsdiskussion des Managerkreises am 4. Dezember 2008.
- Massenberg, Hans-Joachim*, 2009: Information, Transparenz und Vertrauen – Grundlagen moderner Verbraucherpolitik, Bundesverband Deutscher Banken. Online verfügbar unter: <http://www.bankenverband.de/channel/101417/art/2863/index.html>, Stand: 24.02.2010.
- McCreavy, Charlie*, 2009: Looking beyond the Financial and Economic Crisis. Friends First Conference "Today's World of Financial Advisors", Speech/09/244 Online verfügbar unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/09/244&format=PDF&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>, Stand 19.02.2010.
- Meier, Kenneth*, 1988: The political economy of regulation: The case of insurance, Albany: State Univ. of New York Press.
- Meier, Kenneth*, 1985: Regulation, New York: St. Martin's Press.
- Möllers, Christoph*, 2008: Der vermisste Leviathan, Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Müller-Graff, Peter-Christian*, 2009: Finanzmarktkrise und Wirtschaftsordnungsrecht: Aufwind für den „Regulierungsstaat“?, in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (6), S. 201-211.
- Niskanen, William A.*, 2009: The Undemanding Ethics of Capitalism, in: Cato Journal, 29(3), S. 559-565.
- Osetrova, Anna*, 2007: Die Regulierung des Versicherungsmarkts unter besonderer Berücksichtigung der Solvabilitätsvorschriften. Karlsruhe: Verl. Versicherungswirtschaft.
- Pellegrina, Lucia Dalla/Masciandaro, Donato*, 2008: Politicians, central banks, and the shape of financial supervision architectures, in: Journal of Financial Regulation and Compliance, 16(4), S. 290-317.
- Perlet, Helmut/Gründl, Helmut*, 2005: Solvency II & Risikomanagement: Umbruch in der Versicherungswirtschaft, Wiesbaden: Gabler.
- Quaglia, Lucia/Christopoulos, Dimitris*, 2009: Network constraints in EU banking regulation: The case of the Capital Requirements directive, Journal of Public Policy, 29(2), S. 1-22.
- Quaglia, Lucia*, 2007: The politics of financial services regulation and supervision reform in the European Union, in: European Journal of Political Research 46(2), S. 269-290.
- Radaelli, Claudio M./Meuwese, Anne C.M.*, 2009: Better Regulation in Europe: Between Public Management and Regulatory Reform, in: Public Administration, 87(3), S. 639-654.

- Rodriguez, Jacobo L.*, 2003: Banking Stability and the Basel Capital Standards, in: *Cato Journal*, 23(1), S. 115-126.
- Rodrik, Dani*, 2010: Allein gegen die Banken, in: *Financial Times Deutschland*, 16.02.2010.
- Schraven, David*, 2009: Energieversorger. Gaskonzerne wehren sich gegen Regulierung, in: *WeltOnline*, 16. Juli 2009. Online verfügbar unter: <http://www.welt.de/wirtschaft/article4133783/Gaskonzerne-wehren-sich-gegen-Regulierung.html>, Stand: 24.02.2010.
- Siekmann, Helmut*, 2010: Die Neuordnung der Finanzmarktaufsicht, in: *Die Verwaltung*, 43(1), S. 95-116.
- Wegrich, Kai*, 2009: Better Regulation? Grundmerkmale moderner Regulierungspolitik im internationalen Vergleich, in: *Zukunft Regieren. Beiträge für eine gestaltungsfähige Politik*, 1/2009, Bertelsmann Stiftung.
- Wieland, Joachim*, 2010: Die Krise der Finanzdienstleistungsaufsicht, in: *Die Verwaltung*, 43(1), S. 83-94.
- Wymeersch, Eddy*, 2005: The future of financial regulation and supervision in Europe, in: *Common Market Law Review* 42(4), S. 987-1010.

*Anschrift des Autors:*

Dipl.-Pol. Stefan Handke, Leibniz Universität Hannover, Institut für Politische Wissenschaft, Schneiderberg 50, 30167 Hannover  
E-Mail: [st.handke@ipw.uni-hannover.de](mailto:st.handke@ipw.uni-hannover.de)