

# Die nächste Krise kommt bestimmt

## Von Prävention zu Präemption in der Finanzmarktregulierung<sup>1</sup>

Carola Maria Westermeier

*Beitrag zur Ad-Hoc-Gruppe »Welches Wissen nutzen Zentralbanken? Ökonomik und Finanzmarktregulierung im Kontext der Krise«*

### Die Versicherheitlichung des Finanzsystems

Die Geschehnisse der Finanzkrise 2007-08 gelten als Ursache für zahlreiche ihr folgende Krisenerscheinungen wie die Staatsschuldenkrise und zum Teil andauernde weltweite Wirtschaftskrisen. Während sie zuerst als US-amerikanische Krise erschien, wurden in der Folge umfassende Finanzverflechtungen offenbar und sie wurde als globale Finanzkrise wahrgenommen. Wie die Staatsschuldenkrise, die ihr folgte, wurde auch die Finanzkrise als existenzielle Bedrohung für den wirtschaftlichen Wohlstand und das Gemeinwohl beschrieben und ‚versicherheitlicht‘ (Langenohl 2014; Langley 2014; Boy, Burgess, Leander 2011: 116). Im Sinne der Copenhagen School beschreibt Versicherheitlichung Prozesse in politischen Kommunikations- und Handlungsräumen, die, indem sie diskursiv dramatisieren und ein Problem als ‚Sicherheitsproblem‘ beschreiben, auf Entscheidungen mit kollektiver Verbindlichkeit drängen und auf Legitimation (außerordentlicher) politischer Maßnahmen abzielen. Eben eine solche dramatisierte Lage finden wir in der Hochphase der Finanzkrise, in der die ergriffenen außerordentlichen Maßnahmen wie milliardenschwere Bankenrettungen und (Teil-)Verstaatlichungen von Banken als unumgängliche Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzmärkte beschrieben wurden. Diese wurden mit Verweise auf schlimmere Bedrohungsszenarien legitimiert und in kürzester Zeit beschlossen.

Aus diesem kostspieligen politischen Eingreifen erwuchsen in der Folge Forderungen, wie zukünftige Krisen zu vermeiden seien. Die Finanzindustrie und deren Praktiken, die außer Kontrolle geraten schienen, sollten strikten Regelungen unterworfen werden. Die Notwendigkeit einer (Re-)Regulierung von Finanzmärkten war politischer Konsens. Ein Auszug aus Angela Merkels Regierungserklärung aus dem Jahr 2008 fasst das Szenario zusammen: „Wir haben es mit Exzessen der Märkte zu tun. Aufgabe des Staates in einer Sozialen Marktwirtschaft ist Kontrolle. Der Staat ist Hüter der Ordnung. Wir be-

---

<sup>1</sup> Teile des Textes sind bereits erschienen in Andreas Langenohl, Sebastian Giacobelli, Carola Westermeier: Die Finanz- und Staatsschuldenkrise in der Eurozone: Schulden, Experten und Modelle. Gießener Universitätsblätter 49 | 2016, 101–108.

schließen umfassende, weitreichende und einschneidende Maßnahmen. Wir greifen hart durch, damit sich das, was wir jetzt erlebt haben, nicht wiederholt.“ Die Politik war willens, stärker regulierend in die Finanzmärkte einzugreifen als unter bis dahin geltenden Prämissen, dass Finanzmarktakteure dem ‚freien Spiel der Märkte‘ unterworfen sein sollten, mit möglichst wenig regulatorischen Interventionen. Insbesondere die Aufwendung von öffentlichen Mitteln zur ‚Rettung‘ privater Banken sollte zukünftig vermieden werden. Dies war eine zentrale Anforderung der Politik an die Neu-Regulierung der Finanzmärkte.

Unter diesen Bedingungen wurde dem Thema der Finanzmarktregulierung auch international höchste politische Priorität eingeräumt. Auf mehreren Gipfeln der Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20) war es das zentrale Thema, schließlich war diese Gruppe in Reaktion auf die Finanzkrise als Forum für Kooperation in Fragen der Regulierung des Finanzsystems ins Leben gerufen worden. Obwohl das Thema also weiterhin politisch relevant war, verschwand es jedoch zusehends aus dem öffentlichen Diskurs und wurde, oft mit Verweis auf die technischen Anforderungen, in einen Expertendiskurs überführt.

## Die technokratische Bearbeitung der Finanzkrise

In Folge der Finanzkrise lassen sich zwei Diskurse beobachten, die sich nahezu unabhängig voneinander entwickelten: zum einen ein Diskurs der kriseninduzierten Politisierung, zum anderen ein Diskurs der deliberativen Technokratisierung des Themas Finanzmarktregulation. Beide können durchaus koexistieren, weil sich die finanzmarktpolitischen Diskursräume in mancher Hinsicht entkoppelt haben. Auf der einen Seite, ein auf die Interaktion in den politischen Beratungsnetzwerken fokussierter koordinierender Diskurs, auf der anderen Seite, ein auf die breitere Öffentlichkeit gerichteter kommunikativer Diskurs (Bieling 2014). Während im öffentlichen Diskurs die Krisenerfahrung unter den Schlagworten Gier, Korruption und Betrug verhandelt wurden, ist der Diskurs in den Beratungsnetzwerken, an dem ausgewählte Experten/-innen teilnehmen, anders ausgerichtet. Hier dominieren Analysen, die sich mit technischen Fragen der Regulierung auseinandersetzen, die vermeintlich unpolitisch sind. Dass diesen Diskurs insbesondere Akteuren führten, die mitunter unmittelbar mit der Finanzindustrie verbunden waren, wurde von Beobachtern und einigen NGOs heftig kritisiert (Rowell et al. 2010). In der Krise griff die Politik auf Akteure der Finanzregulierung zurück, die miteinander bestens vernetzt sind. Dazu zählen Akteure aus Zentralbanken und internationalen Aufsichtsgremien mit ihren eigenen Analysen und Berichten. Hinzu kommen Gremien der Finanzmarktregulation, die sich aus privaten und staatlichen Mitgliedern zusammensetzen. Nicht zuletzt sind es Manager/-innen großer Finanzkonglomerate sowie ausgewählte Wissenschaftler/-innen, die Verbindungen in die Finanzbranche unterhalten. Politische Entscheidungsträger/-innen adressierten zum Teil das Dilemma, dass sie sich in den politischen Reaktionen auf das Wissen von jenen Akteursgruppen berufen mussten, die zu den Verursachern der Krise zählten<sup>2</sup> (Westermeier 2017). Dieser Kreis, dessen Mitglieder zum großen Teil sehr ähnliche Biografien und Ausbildungen vorweisen, bringt eine spezifische Krisendeutung hervor: Die Krise wird als Versagen des Staates und Regulatoren gedeutet, ein exogener Schock für die

---

<sup>2</sup> Merkel Rede, 02.02.2016  
<http://www.bundeskanzlerin.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Reden/2009/11/2009-11-20-rede-merkel-kongress-sz.html>

Märkte, für den einzelne Marktteilnehmer/-innen nicht verantwortlich gemacht werden könnten (FSB, IMF, BIS, Macroprudential, 03.05.2016<sup>3</sup>; Kessler 2013).

Als Reaktion auf dieses Narrativ des Versagens der Aufsichtsbehörden, die bis zur Krise vornehmlich national organisiert waren, wurden zahlreiche neue Institutionen und Gremien erschaffen, die mit neuen oder erweiterten Kompetenzen ausgestattet wurden. Während vor der Krise Regulatoren vornehmlich auf nationaler Ebene aktiv waren wie etwa die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) wurden im Zuge der Krise viele ihrer Kompetenzen auf die supranationale Ebene der Europäischen Finanzaufsicht überführt und erweitert. Erweiterungen gab es ebenso in der inhaltlichen Ausrichtung der Finanzmarktregulierung. In Europa wurde ein neues europäisches Aufsichtssystem etabliert, auf das die bisher nationalen Kompetenzen der Finanzmarktaufsicht weitgehend überführt wurden. Das „European System of Financial Supervision“ (ESFS) geht maßgeblich auf die Empfehlungen einer Expertenkommission zurück, die Beobachter verschiedener NGOs ebenfalls als zu eng mit der Finanzindustrie verbunden kritisierten (Haar et al., Bank, 14.03.2016<sup>4</sup>). Mit der Einführung dieses neuen Aufsichtssystems wurde die dramatisierte Versicherheitlichung des Krisenmanagements in einen neuen Modus überführt, der jedoch weiterhin auf der Wahrnehmung des Finanzsystems als potentielles Sicherheitsproblem beruht. Die latente Gefahr einer möglichen Finanzkrise legitimiert den Einsatz von Akteuren, die das Handeln der Finanzmarktakteure ständig beobachten sollen und gegebenenfalls intervenieren. In diesem auf Dauer gestellten Modus der Versicherheitlichung soll mithilfe von speziellen Praktiken der Überwachung und Kontrolle Stabilität gewährleistet werden. Es werden Routinen der Überwachung und Kontrolle entwickelt, die wenig Aufsehen erregen und nur im Falle einer Intervention sichtbar werden.

## Der Makroprudentielle Ansatz der Finanzmarktregulierung

Eine der markantesten Neuerungen ist dabei die Implementierung der sogenannten ‚Makroprudentiellen Regulierung‘ als dritten Pfeiler der Finanzmarktsteuerung neben der klassischen Geldpolitik und der mikroprudentiellen Regulierung. Auch diese Reform wurde maßgeblich in den eng verflochtenen Zirkeln der global agierenden Institutionen der Finanzmarkt-Steuerung erarbeitet, insbesondere in der Bank for International Settlements, dem International Monetary Fund und dem Financial Stability Board, das als beratendes und ausführendes Organ der G20 fungiert. In der post-Krisen-Debatte um die Restrukturierung der Finanzmärkte sind die Publikationen der G20, unter maßgeblicher Einbeziehung der genannten Finanzmarktinstitutionen, diskursive Knotenpunkte (Kessler 2013). So ist in einem der Dokumente beispielsweise folgende Formulierung zu finden: ‚The G20 asked the IMF, in consultation with the BIS, FSB and other bodies, to jointly develop a common international framework and guidelines‘ (IMF, FSB, BIS, Report, 04.02.2016<sup>5</sup>). In einem der zentralen Dokumente der Finanzmarktreform, das IMF, FSB und BIS gemeinsam für die G20 erarbeiteten, wird der neue makroprudentielle Ansatz bereits in der Einleitung prominent genannt als ‚response to the unprecedented reach of the financial crisis that began in August 2007 and the growing awareness that the macroprudential orientation of financial stability policy would need to be strengthened‘ (ibid.: 4).

---

<sup>3</sup> <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.

<sup>4</sup> <http://archive.corporateeurope.org/docs/would-you-bank-on-them.pdf>.

<sup>5</sup> <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf>.

Im Vergleich zu dem vor der Krise angewandten mikroprudentiellen Ansatz, der sich auf die Supervision und Regulierung einzelner Finanzinstitute und -akteure konzentrierte, setzt sich der makroprudentielle Ansatz zum Ziel, das Finanzsystem als Ganzes im Blick zu haben. Auf diese Weise soll etwa der Bildung von Blasen entgegengewirkt werden, die weniger durch individuelle, sondern vor allem durch kollektive Aktivitäten ausgelöst werden. Um die erhofften Effekte zu haben, müssen jedoch zuerst entsprechende Daten über Marktbewegungen generiert werden, auf die mit ebenfalls noch zu entwickelnden Maßnahmen reagiert werden soll. Der makroprudentielle Ansatz war in den Zirkeln der genannten Institutionen der internationalen Finanzmarkt-Governance bekannt. Bereits vor der Krise hatten Vertreter/-innen der Bank for International Settlements vor der Entwicklung von Blasen in Finanzmärkten gewarnt und neue Ansätze vorgeschlagen, waren aber damit auf wenig Resonanz gestoßen (Baker 2013). Einer dieser Vertreter/-innen und der heutige Leiter des einflussreichen Monetary and Economic Department der BIS, Claudio Borio, veröffentlichte schon in 2003 die unten angefügte Tabelle, welche die wichtigsten Unterschiede der beiden Regulierungsansätze erläutert (Borio, Macroprudential, 02.11.2015, [www.bis.org/publ/work128.pdf](http://www.bis.org/publ/work128.pdf)). Nach der Krise waren neue Ansätze gefragt, welche das Auftreten derartiger Instabilitäten erklären und zukünftig vermeiden sollten. Der makroprudentielle Ansatz fand breite Zustimmung, insbesondere mit seinem Fokus auf der Stabilität des Systems und der Vorstellung, Finanzmärkte als Ganze und nicht nur als die Summe ihrer Teile zu verstehen. Dies wurde in der Bearbeitung der Krise als Antwort auf ein weiteres Schlagwort, die sogenannten 'systemischen Risiken', angesehen (FSB, IMF, BIS, Macroprudential, 03.05.2016<sup>6</sup>). Damit wurden Risiken beschrieben, die nicht konkret bei bestimmten Finanzmarktakteuren identifiziert werden können, sondern die in deren Interaktion liegen. Dies folgt ebenso der Überzeugung, dass Risiken nicht als ursächlich extern beschrieben werden, sondern dem Finanzsystem inhärent ('endogenous').

**The macro- and microprudential perspectives compared**

	<b>Macroprudential</b>	<b>Microprudential</b>
Proximate objective	limit financial system-wide distress	limit distress of individual institutions
Ultimate objective	avoid output (GDP) costs	consumer (investor/depositor) protection
Characterisation of risk	Seen as dependent on collective behaviour ("endogenous")	Seen as independent of individual agents' behaviour ("exogenous")
Correlations and common exposures across institutions	important	irrelevant
Calibration of prudential controls	in terms of system-wide risk; top-down	in terms of risks of individual institutions; bottom-up

*Source: Borio (2003)*

Im Vergleich der mikro- und makroprudentiellen Regulierung fallen deren grundsätzlich verschiedenen Herangehensweisen auf: während der mikroprudentielle Ansatz eher disziplinarisch agiert, wenn Finanzmarktpraktiken nicht den Regularien entsprechen, setzt makroprudentielle Regulierung weniger auf Verbote, sondern auf möglichst wenig Intervention in die finanzwirtschaftlichen Kreisläufe. Statt auf einzelne Praktiken der Finanzwirtschaft zu reagieren, werden Vorgaben gemacht, etwa zu den vorzuhaltenden Eigenkapitalanteilen, die darauf abzielen, das gesamte System zu stabilisieren. Statt der

<sup>6</sup> <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf>.

bisherigen Vorsichtsmaßnahmen (im Englischen ‚precaution‘) setzt makroprudentielle Regulierung auf Vorbeugung, um unvorhergesehenen Ereignissen begegnen zu können (‚preemption‘). Dies impliziert ein Verständnis von Zeitlichkeit, das mögliche zukünftige Ereignisse – wie erneute Krisen – ständig mitdenkt und in Handlungen der Gegenwart miteinbezieht. Maßgeblich ist dabei die Grundannahme, dass weitere Finanzkrisen nicht zu vermeiden sind, sondern allenfalls in ihren Auswirkungen begrenztbar. Sie folgt einer antizipatorischen Logik, wie sie von Louise Amoore (2013) beschrieben wurde. Makroprudentielle Regulierung handelt nicht nach der Maxime, auf Basis erhobener Daten mögliche zukünftige Ereignisse gänzlich zu verhindern, sondern dem Aufkommen und der Entfaltung von Ereignissen unter Einbeziehung von möglichen prognostizierten Zukünften zuvorzukommen. Sie zielt nicht darauf ab, die Zukunft via Kalkulation vorwegzunehmen, sondern Unwissenheit und Unsicherheit über die Zukunft in anstehende Entscheidungen einzubeziehen.

Dabei wird wie in vielen anderen Bereichen, in denen vorbeugend gedacht wird, auf das Konzept der ‚Resilienz‘ zurückgegriffen. Der Ansatz der Resilienz geht davon aus, dass die Unsicherheit bestimmter (kollektiver) Subjekte nicht nur davon bestimmt ist, wie groß die Bedrohung ist, der sie ausgesetzt sind, sondern ebenso von der Konstitution des Subjekts selbst (Dunn et al. 2015). Im Idealfall sollte also ein resilientes Finanzsystem zukünftige Krise verkraften können, ohne auf staatliche Hilfe angewiesen zu sein. Zugleich sollen die Interaktionen auf den Finanzmärkten möglichst wenig eingeschränkt werden, da ihnen eine zentrale Funktion bei der Schaffung ökonomischen Wachstums zugeordnet wird. Daher ist die Mehrzahl der makroprudentiellen Maßnahmen, die sich zu großen Teilen noch in der Entwicklung befinden, nicht auf die Einschränkung von Finanzmarktinteraktionen ausgerichtet, sondern auf die Sicherstellung ihrer Stabilität – auch und insbesondere im Krisenfall. Dies war auch einer der wichtigsten Gründe, warum der makroprudentielle Ansatz insbesondere von Politiker/-innen aufgegriffen und vorangebracht wurde. Auch sie schlossen sich der Überzeugung an, dass zukünftige Krisen wahrscheinlich nicht zu verhindern seien, ihre Auswirkungen jedoch eindämmbar. Dabei war das wichtigste Ziel der politisch Verantwortlichen, zukünftige Interventionen, die aus öffentlichen Mitteln finanziert werden, möglichst zu vermeiden. So betonte Bundeskanzlerin Angela Merkel in einem Interview vor dem G20-Gipfel in Seoul „Ich will vor allem, dass wir die Krisenfestigkeit des Finanzsektors stärken. Wir müssen sicherstellen, dass nicht noch einmal die Verluste privater Banken vom Steuerzahler aufgefangen werden müssen.“ (Welt Online, Finanzmärkte, 04.01.2017<sup>7</sup>).

Auf diese Forderung scheint makroprudentielle Regulierung die passende Antwort zu geben. Dabei bleibt zu betonen, dass der makroprudentielle Ansatz die etablierte mikroprudentielle Aufsicht nicht ersetzt, sondern diese ergänzt. Zudem diskutieren Vertreter/-innen von Zentralbanken und anderen Aufsichtsbehörden viele der noch zu entwickelnden Makro-Maßnahmen durchaus kontrovers und deren Wirksamkeit bleibt umstritten.

Ob diese neuen Ansätze das Finanzsystem tatsächlich derart verändert haben, dass zukünftige Krisen nicht erneut als substantielle Bedrohung für den allgemeinen Wohlstand wahrgenommen werden, ist allerdings zu bezweifeln. Nicht wenige Beobachter/-innen und Kritiker/-innen konstatieren, dass nur wenige substantielle Veränderungen in der Finanzmarktregulierung tatsächlich durchgesetzt wurden und eher als leere Versprechungen gelten (vgl. Helleiner 2014).

---

<sup>7</sup> <https://www.welt.de/politik/deutschland/article10832080/Alle-Finanzmaerkte-muessen-reguliert-werden.html>

## Literatur

- Amoore, L. 2013: *The politics of possibility. Risk and security beyond probability.* Durham: Duke University Press.
- Bieling, H-J. 2014: Europäische Finanzmarktpolitik in der Krise. *Zeitschrift für Vergleichende Politikwissenschaft*, 8. Jg., S1, 91–113. DOI: 10.1007/s12286-014-0181-1.
- Borio, C. 2003: Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? Bank for International Settlements, Basel (BIS Working Papers, No 128), [www.bis.org/publ/work128.pdf](http://www.bis.org/publ/work128.pdf) (letzter Aufruf 02.11.2015)
- Boy, N., Burgess, J. P., Leander, A. 2011: The global governance of security and finance: Introduction to the special issue. *Security Dialogue*, 42. Jg., Heft 2, 115–122. DOI: 10.1177/0967010611400776.
- Dams, J. 2010: "Alle Finanzmärkte müssen reguliert werden". Interview mit Angela Merkel. Hg. v. Welt Online, <https://www.welt.de/politik/deutschland/article10832080/Alle-Finanzmaerkte-muessen-reguliert-werden.html> (letzter Aufruf 06.01.2017).
- FSB; IMF; BIS 2011: *Macroprudential Policy Tools and Frameworks.* Progress Report to G20, <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102711.pdf> (letzter Aufruf 03.05.2016).
- FSB; IMF; BIS 2009: Report to G20 Finance Ministers and Governors. *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations*, <http://www.bis.org/publ/othp07.pdf> (letzter Aufruf 04.02.2016).
- Haar, K., Rowell, A., Vassalos, Y. 2009: Would you bank on them? Why we shouldn't trust the EU's financial "wise men". Hg. v. Corporate Europe Observatory (CEO), <http://archive.corporateeurope.org/docs/would-you-bank-on-them.pdf> (letzter Aufruf 14.03.2016).
- Helleiner, E. 2014: *The status quo crisis. Global financial governance after the 2007-08 financial meltdown.* Oxford: Oxford University Press.
- Kessler, O. 2013: Die Krise als System? Die diskursive Konstruktion von „Risiko“ und „Unsicherheit“. In J. Maeße (Hg.), *Ökonomie, Diskurs, Regierung.* Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, 57–76.
- Langenohl, A. 2013: Finanzialisierung politischer Sicherheit. Das Beispiel der Euro-Rettung. In A. Baums, C. Daase: *Verunsicherte Gesellschaft – überforderter Staat. Zum Wandel der Sicherheitskultur.* Frankfurt am Main: Campus, 279–297.
- Merkel, A. 2009: Rede von Bundeskanzlerin Angela Merkel anlässlich des Führungstreffens Wirtschaft, Berlin, 20.11.2009, <http://www.bundestkanzlerin.de/ContentArchiv/DE/Archiv17/Reden/2009/11/2009-11-20-rede-merkel-kongress-sz.html> (letzter Aufruf 02.02.2016).
- Rowell, A., Haar, K., Vassalos, Y. 2010: Banking on the Bankers – Regulation and the Financial Crisis. In H. Burley et al. (Hg.), *Bursting the Brussels bubble. The battle to expose corporate lobbying at the heart of the EU.* Brussels: Alter-EU, S. 87–93.
- Westermeier, C. 2017: A Dilemma of Trust in Economic Expertise – The Regulation of Financial Markets following the Financial Crisis. In A. Schneiker et al. (Hg.), *Transnational Expertise*, Baden-Baden (i. E.).