

Susanne Lütz

---

# Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten

Regulative Politik in  
Deutschland, Großbritannien  
und den USA

Campus

Susanne Lütz

# Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten

Regulative Politik in Deutschland,  
Großbritannien und den USA

Campus Verlag  
Frankfurt/New York

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Ein Titeldatensatz für diese Publikation ist bei  
Der Deutschen Bibliothek erhältlich  
ISBN 3-593-37123-5

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.  
Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere  
für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung  
und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Copyright © 2002 Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main.

DTP: Thomas Pott; Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln.

Druck und Bindung: PRISMA Verlagsdruckerei GmbH.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Printed in Germany

# Inhalt

Tabellen und Schaubilder	11
Abkürzungen	12
Vorwort	13

## Einleitung

Kapitel 1	
Der regulative Staat im Zeichen von Globalisierung	19
1.1 Das Problem – Sicherheitsregulierung im globalen Wettbewerb	22
1.2 Auswege aus dem Dilemma – Antworten der »Internationalen Beziehungen«, der Europaforschung und der Komparatistik	31
1.3 Das Projektdesign – Theoretischer Ansatz, Fragestellungen und methodisches Vorgehen	44
1.4 Das Argument	51

## Teil I

### Die alten Regulierungsmodelle

#### Kapitel 2

Der Kapitalmarktsektor – Private Selbstregulierung als Sektormodell	59
2.1 Die Vereinigten Staaten – Autorisierte Selbstregulierung bis 1960	60
2.2 Großbritannien – Professionelle Selbstregulierung bis 1970	72
2.3 Deutschland – Föderale Selbstregulierung bis 1980	79
2.4 Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich	89

#### Kapitel 3

Der Bankensektor – Staatliche Regulierung mit vielen Gesichtern	95
3.1 Die Vereinigten Staaten – (Trenn-)Föderale Regulierung bis 1960	95
3.2 Großbritannien – Klientelistische Regulierung bis 1970	105
3.3 Deutschland – Korporatistische Regulierung bis 1980	116
3.4 Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich	129

## Teil II

### Neue politische und ökonomische Rahmenbedingungen

#### Kapitel 4

Die negative und positive Integration von Finanzmärkten, 1960–2001	137
4.1 Die Politik befreit den Markt – Vom Euromarkt zur Deregulierung, 1960–2001	137
4.2 Politik im Schatten des Marktes? Von der Internationalisierung zur Globalisierung, 1960–2001	152

4.3	Die Regeln nach der Deregulierung (I) – Der Export amerikanischer Standards im Kapitalmarktsektor, 1980–2001	170
4.4	Die Regeln nach der Deregulierung (II) – Vom Standard zur flexiblen Regulierung im Bankensektor, 1970–2001	184

### Teil III

#### Der Umbau nationaler Regulierungsmodelle

##### Kapitel 5

	Der Kapitalmarktsektor – Von privater Selbstregulierung zu Staat und Markt, 1960–2001	207
5.1	Die Vereinigten Staaten – Bundesstaatliche Regulierung mit privater Beteiligung	207
5.2	Großbritannien – Staatliche Regulierung	220
5.3	Deutschland – Bundesstaatliche Regulierung mit föderaler Beteiligung	234
5.4	Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich	248

##### Kapitel 6

	Der Bankensektor – Von staatlicher zu »gemischter« Regulierung, 1970–2001	254
6.1	Die Vereinigten Staaten – »Gemischte« Regulierung mit föderaler Beteiligung	255
6.2	Großbritannien – »Gemischte« Regulierung	268
6.3	Deutschland – »Gemischte« Regulierung mit Verbandsbeteiligung	282
6.4	Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich	298

## Schlussbetrachtung

Kapitel 7	
Globalisierung und das neue Gesicht des regulativen Staates	305
7.1 Zwischen Privat und Öffentlich – Alte und neue Regulierungsmodelle im Vergleich	305
7.2 Zwischen Markt und Koordination – Konvergenz- mechanismen auf internationaler Ebene	311
7.3 Zwischen Anpassungsdruck und institutioneller Resistenz – Reformprozesse auf nationaler Ebene	318
7.4 Zwischen Außen und Innen – Der regulative Staat im internationalen Mehr-Ebenen-System	325
Literatur	331

## Tabellen und Schaubilder

### *Tabellen*

4-1	Börsennotierte inländische Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich, 1990–1998	157
4-2	Marktkapitalisierung im internationalen Vergleich	158
4-3	Derivative Geschäfte deutscher Banken	165

### *Schaubilder*

1-1	Nationale Regulierungskontexte im Vergleich	43
2-1	Kapitalmarktsektor: Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich	92
3-1	Bankensektor: Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich	131
4-1	Anteil der institutionellen Anleger am gesamten Finanzvermögen des finanziellen Sektors, 1985 und 1995	159
4-2	Verteilung der institutionellen Anleger auf Herkunftsländer, 1996	160
4-3	Vermögen der institutionellen Anleger, 1996	161
4-4	Märkte für derivative Instrumente	162
5-1	Kapitalmarktsektor: Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich	250
6-1	Bankensektor: Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich	300
7-1	Regulierungsprobleme, Reformkoalitionen und institutionelle Lösungen	317
7-2	Nationaler Anpassungsdruck im Banken- und Kapitalmarktsektor	320
7-3	Nationale Reformblockaden und Staatsstruktur im Regulierungsfeld	324



## Abkürzungsverzeichnis

ABA	American Bankers Association
AEWBR	Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
AFBD	Association of Futures Brokers and Dealers
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
APA	Administrative Procedure Act
APB	Accounting Principles Board
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das gesamte Kreditwesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BBA	British Bankers Association
BCCI	Bank of Credit and Commerce International
BfG	Bank für Gemeinwesen
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft
BoE	Bank of England
BSK	Börsensachverständigenkommission
BdB	Bundesverband deutscher Banken
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
BOND	Banking Organization National Desktop
BSK	Börsensachverständigenkommission
CAP	Committee on Accounting Procedures
CBOT	Chicago Board of Trade
CFTC	Commodities and Futures Trade Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
COB	Commission Operation de Bourse
CPC	Central Point of Contact
CSI	Council for the Securities Industry

DIDMCA	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act
DIHT	Deutscher Industrie-und Handelstag
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband
DTB	Deutsche Terminbörse
DTI	Department of Trade and Industry
DWZ	Deutsche Wertpapierzentrale
ECN	Electronic Communication Network
EEA	Einheitliche Europäische Akte
EWA	Europäischer Wertpapierausschuss
EZB	Europäische Zentralbank
FASB	Financial Accounting Standards Board
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Federal Reserve Board
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FESE	Federation of European Stock Exchanges
FFIEC	Federal Financial Institution Examination Council
FIMBRA	Financial Intermediaries, Managers and Brokers Association
FINDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FIRREA	Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FSA	Financial Services Authority
FSF	Forum für Finanzstabilität
FTC	Federal Trade Commission
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
G30	Group of Thirty
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IAS	International Accounting Standard
IASC	International Accounting Standards Committee
IBA	Investment Bankers Association
IIF	Institute of International Finance
ILSA	International Lending Supervisory Act
IMRO	Investment Management Regulatory Organization
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISE	International Securities Exchange
ISRO	International Securities Regulatory Organization

IWF	Internationaler Währungsfonds
JMB	Johnson Matthey Bankers
KWG	Kreditwesengesetz
LAUTRO	Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization
LCBO	Large and Complex Banking Organization
LIFFE	London International Financial Futures Exchange
LSE	London Stock Exchange
LZB	Landeszentralbank
MoU	Memorandum of Understanding
NASD	National Association of Securities Dealers
NRSRO	Nationally Recognised Statistical Rating Organisation
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization of Economic Co-operation and Development
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OFT	Office of Fair Trading
OTC	Over-the-Counter
OTS	Office of Thrift Supervision
PFI	Prevention of Fraud (Investments) Act
RFC	Reconstruction Finance Corporation
RPB	Recognized Professional Body
SEC	Securities and Exchange Commission
SFA	Securities and Futures Authority
SFO	Serious Fraud Office
SIB	Securities and Investment Board
SIPC	Securities Investor Protection Corporation
SRO	Self-Regulating Organization
WestLB	Westdeutsche Landesbank
ZKMA	Zentraler Kapitalmarktausschuss
ZKA	Zentraler Kreditausschuss

# Vorwort

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit den Auswirkungen der Globalisierung von Finanzmärkten auf die Ausgestaltung und Veränderung von Institutionen der Finanzmarktregulierung auf nationaler und internationaler Ebene. Von Interesse ist hierbei, welcher Form und Qualität die Sicherheitsstandards sind, die sich im Zuge wachsender Entgrenzung und strukturellen Wandels des internationalen Finanzgeschäftes herausbilden, auf welchen Wegen sie sich ausbreiten und wovon der Erfolg nationaler Reformen der heimischen Regulierungsregime letztlich abhängt. Die Beantwortung dieser Fragen verspricht außerdem, Aufschluss über die Handlungs- beziehungsweise Problemlösungsfähigkeit von Nationalstaaten in einem Politik- und Regulierungsfeld zu geben, das wohl wie kein zweites durch Prozesse ökonomischer Entgrenzung, aber auch durch die Verlagerung politischer Entscheidungsprozesse auf die europäische oder globale Ebene gekennzeichnet ist. Insofern ist die vorliegende Studie auch als Analyse der Möglichkeiten und Grenzen des »Regierens zwischen Markt und Mehr-Ebenen-System« und im Kern als Beitrag zur neueren staatstheoretischen Diskussion zu verstehen.

Das Buch ist das Produkt meiner langjährigen Beschäftigung mit Problemen der Globalisierung von Finanzmärkten und der Veränderung regulativer Staatlichkeit in diesem Sektor. Meine Arbeit an diesen Themen war zunächst gespeist vom Interesse an Fragen politischer Steuerung und solchen politischer Ökonomie sowie von einer diffusen Faszination an der für Politikwissenschaftler meist fremden Welt des Geldes und ihren Spielregeln. Zudem stellten Finanzmärkte und deren Regulierung in der deutschen Politikwissenschaft bis dahin ein nahezu unbearbeitetes Feld dar. Seit Mitte der 90er-Jahre erhielt das Thema jedoch eine wachsende empirische Relevanz. In Europa und auch in Deutschland zeigten die in den 80er-Jahren begonne-

ne Deregulierung und Liberalisierung von Finanzdienstleistungen sowie Maßnahmen der Privatisierung von bislang verstaatlichten Infrastruktursektoren erste Wirkungen. Am deutlichsten zeigten sich diese im rasanten Wachstum der europäischen Börsen- und Kapitalmärkte sowie der Entwicklung immer neuer Finanzprodukte, an der Nutzung des Kapitalmarktes zur Unternehmensfinanzierung, Vermögensbildung, aber auch zur Spekulation. Ebenso wie die Chancen wurden mittlerweile auch die Risiken entgrenzter, qualitativ kurzfristiger und zunehmend anonymer Formen von Finanzbeziehungen offenkundig. In Deutschland manifestierten sich diese in immer neuen Berichten darüber, auf welchen Wegen private Investoren bei ihrer Geldanlage von Finanzdienstleistungsanbietern übervorteilt werden bei dem Versuch, Informationsvorsprünge über Wertpapiere, Anlagemöglichkeiten und Aktienkurse zum eigenen Vorteil auszunutzen. In Großbritannien und den Vereinigten Staaten häuften sich Fälle von Bankenkonkursen, die nicht zuletzt auf Fehler im Umgang mit zunehmend komplexen Finanzrisiken und deren ungenügende Absicherung zurückgingen. Finanz- und Währungskrisen in Lateinamerika und Asien zeigten schließlich, dass falsches Risikomanagement Einzelner kollektive Kettenreaktionen nach sich ziehen kann, durch die weitere Wirtschaftssektoren und ganze Volkswirtschaften in Mitleidenschaft gezogen werden. Es entsteht der Eindruck, Nationalstaaten befänden sich mittlerweile in der Situation des Zauberlehrlings, der die Geister, die er rief, nicht mehr bändigen kann. Vor diesem Hintergrund ist in Wissenschaft und Praxis der Ruf nach einem »regulierten Kapitalismus« immer lauter geworden – welche Formen er im Finanzsektor annimmt und welchen Funktionsbedingungen er unterliegt, diesen Fragen ist dieses Buch gewidmet.

Das vorliegende Buch wurde im Oktober 2001 als Habilitationsschrift im Fach Politikwissenschaft an der FernUniversität Hagen angenommen. Die Studie präsentiert Ergebnisse eines Forschungsprojektes, das von 1994 bis 2001 am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln durchgeführt wurde. Den Institutsdirektoren Prof. Wolfgang Streeck und Prof. Fritz W. Scharpf gebührt herzlicher Dank dafür, dass sie das institutionelle Dach für dieses Forschungsvorhaben bereitgestellt haben. Ohne Rückgriff auf die Ressourcen, die technische Infrastruktur und nicht zuletzt die nicht nur technische Hilfe vieler Kolleginnen und Kollegen hätte dieses Buch sicher nicht entstehen können. Ein besonderer Dank gilt Fritz W. Scharpf, dessen Hinweise auf die theoretisch interessanten Aspekte der Forschungsarbeit zum »Durchblick« an der richtigen Stelle und zum richtigen Zeitpunkt verhalfen. Zudem ließ er mir die Möglichkeit, immer wieder neue

empirische und theoretische Facetten des Themas zu entdecken und hat daher nicht zuletzt durch seine zahlreichen »non-decisions« zum heutigen Aussehen des Buches beigetragen. Roland Czada hat mir in vielen Diskussionen und gemeinsamen Publikationen immer wieder zu neuen Einblicken in die vielfältigen Probleme regulativen Staatshandelns verholfen. Ein weiterer Dank gebührt William Coleman, Richard Deeg und Phil Cerny, alleamt Politikwissenschaftler und Finanzmarktexperten, gleichwohl mit sehr unterschiedlichen empirischen und theoretischen Interessen. Teils in Gesprächen, teils im Rahmen gemeinsamer Publikationsprojekte halfen sie mir, einen eigenen Zugang zum Thema »Staat und Finanzmärkte« zu entwickeln. Zahlreiche Hinweise zur publikationsreifen Überarbeitung des Manuskriptes verdanke ich zudem Arthur Benz, Josef Esser, Dieter Kerwer, Egon Matzner, Renate Mayntz, Georg Simonis, Wolfgang Streeck und Helmut Voelzkow. Bei der Erstellung von Grafiken, Formatierungs- und Korrekturarbeiten habe ich auf die bewährte fachkundige Hilfe von Tolga Kurnaz, Christel Schommertz, Thomas Pott und Annette Vogel zurückgegriffen. Ihnen sei ebenfalls herzlich gedankt.

Im Verlauf der letzten Jahre wurden Teilargumente und auch empirische Teilaspekte der vorliegenden Arbeit in verschiedenen Foren präsentiert und zur Diskussion gestellt: Hierzu zählen unter anderem zwei Kongresse der Deutschen Vereinigung für Politische Wissenschaft (DVPW) und insbesondere Workshops der DVPW-Sektion »Politik und Ökonomie«, ein Jahreskongress der Deutschen Gesellschaft für Soziologie (DGS) sowie ein Workshop der DGS-Sektion »Wirtschaftssoziologie«, Panels und Workshops der American Political Science Association (APSA) und der European Consortium of Political Research (ECPR) Joint Sessions, Projektpräsentationen im Rahmen des Polis-Kolloquiums der FernUniversität Hagen, der In-house-Seminarreihe des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln und der Max-Planck-Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter in Bonn. Allen Diskussionspartnern sei herzlich für ihre Kritik und Anregungen gedankt.

Mein letzter Dank gilt den circa sechzig Interviewpartnern aus Ministerien, staatlichen Aufsichtsbehörden und Verbänden des Finanzsektors auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene, die zwischen 1995 und 1998 zu teils mehrstündigen Gesprächen bereit waren.



## Einleitung





# Kapitel 1

## Der regulative Staat im Zeichen von Globalisierung

Eine starke Börse kann eben kein Klub für »ethische Kultur« sein, und die Kapitalien der großen Banken sind sowenig Wohlfahrtseinrichtungen wie Flinten und Kanonen es sind. Für eine Volkswirtschaftspolitik, welche diesseitige Ziele erstrebt, können sie nur eines sein: Machtmittel in jenem ökonomischen Kampf. Sie ... hat die Pflicht, in letzter Linie darüber zu wachen, dass fanatische Interessenten oder weltfremde Apostel des ökonomischen Friedens nicht die eigene Nation entwaffnen.

Max Weber (1896), Die Börse

Politik muss ... heute mehr denn je auch mit Blick auf die Finanzmärkte formuliert werden. Die berechtigten Interessen in- und ausländischer Investoren, der Wunsch der Finanzmarktteilnehmer nach Rechtssicherheit und Stabilität müssen respektiert werden. ... Offene Finanzmärkte erinnern Politiker allerdings vielleicht etwas häufiger und bisweilen etwas deutlicher an diese Zielsetzungen als die Wähler dies vermögen. Wenn man so will, haben die Finanzmärkte quasi als »fünfte Gewalt« neben den Medien eine wichtige Wächterrolle übernommen.

Rolf E. Breuer (2000), Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bank,  
in einem Beitrag für »Die Zeit«

Nirgendwo sind Prozesse ökonomischer Entgrenzung so weit fortgeschritten wie im Finanzsektor. Seit Mitte der 80er-Jahre zeichnen sich fundamentale Strukturverschiebungen auf internationalen Finanzmärkten ab, die auf politische Deregulierungsprozesse, Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnik sowie geändertes Verhalten der Marktteilnehmer zurückgehen. Im Kern geht es dabei um einen Bedeutungszuwachs des Handels mit Wertpapieren gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft. An die Stelle von längerfristigen Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldern treten im internationalen Finanzgeschäft zunehmend anonyme und kurzfristig

angepasste Varianten des Kapitalaustausches in Form spezifischer Produkte, die weltweit und ganzjährig handelbar sind. Im Finanzsektor ist der »schränkenlose« Kapitalismus wohl am ehesten Realität geworden.

Aus neoliberaler Perspektive und aus der Perspektive global orientierter Marktakteure führt die Globalisierung von Finanzmärkten zu einer durchaus erwünschten »Disziplinierung« der Politik durch die Ökonomie. Wenn Zinsen und Wechselkurse nicht mehr politisch durch nationalstaatliche Institutionen festgelegt werden, sondern sich auf globalen Märkten durch subjektive Renditeerwartungen bilden, werden Nationalstaaten für ihre expansive Fiskalpolitik oder eine hohe Staatsverschuldung bestraft – etwa durch Kapitalflucht, Wechselkursverfall oder Zinsanstieg. Nach Ansicht von Rolf E. Breuer, dem Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank, befreit ein offener Kapitalverkehr den privaten Anleger gleichsam von der Bevormundung durch den Nationalstaat. Weil dieser nun nicht mehr bevorzugten Zugriff auf die nationalen Ersparnisse erhalte, sondern sich zusammen mit anderen öffentlichen und privaten Schuldern im Wettbewerb um die weltweiten Ersparnisse befinde, müssten sich Investoren nicht mehr nach den Anlage- und Renditemöglichkeiten richten, die ihnen ihre Regierung einräumt – vielmehr habe sich die staatliche Politik nach den Wünschen der Investoren auszurichten. Finanzmärkte seien in ihrer Rolle als »fünfte Gewalt« dazu prädestiniert, die Politik auf die Wünsche der Anleger und damit der Wahlbürger zu verpflichten (Breuer 2000: 22). Noch vor einem Jahrhundert hatte Max Weber einen starken heimischen Kapitalmarkt als politisches Mittel im Kampf um die internationale Vormachtstellung der eigenen Nation betrachtet, als Instrument zur Sicherung des »Primats der Politik über die Ökonomie«. Aus neoliberaler Perspektive stellt sich das Verhältnis von Politik und Wirtschaft jedoch umgekehrt dar: Der Nationalstaat hat vor allem dafür zu sorgen, dass der eigene Finanzplatz in der internationalen Konkurrenz um das mobile Kapital nicht ins Hintertreffen gerät. In dieser liberalen Perspektive hat der Staat allenfalls die Infrastruktur bereitzustellen, die heimische Produzenten benötigen, um im internationalen Wettbewerb erfolgreich zu sein oder sicherzustellen, dass die heimischen Anleger weltweit freien Zugang zu den attraktivsten Finanzprodukten erhalten (vgl. zu dieser Perspektive Ohmae 1990, 1995).

In den letzten zwei Jahrzehnten ist der Glaube an die Rationalität der Sanktionsgewalt von Finanzmärkten jedoch immer wieder erschüttert worden. Konkurse und die Zahlungsunfähigkeit international tätiger Banken, vor allem aber Finanz- und Währungskrisen wie die lateinamerikanische Verschul-

dungskrise der frühen 80er-Jahre und der Zusammenbruch einiger asiatischer Volkswirtschaften in den Jahren 1997 und 1998 rückten weniger die Chancen als vielmehr die *Risiken* »entfesselter« Finanzmärkte in den Vordergrund. Linke Kritiker einer »Herrschaft der Finanzmärkte oder der Finanzkonzerne?« (Huffschmid 1999: 11) beklagen die zerstörerische Wirkung des weltweit vagabundierenden Finanzkapitals in Schwellen- und Entwicklungsländern und die darin sichtbaren Machtasymmetrien zwischen westlichen Kapitalgebern und den Nehmerländern. Banken, Versicherungen und Investmentfonds, die in den letzten zwanzig Jahren als Kapitalsammelstellen und institutionelle Anleger eine strategische Bedeutung erlangt haben, werden als die eigentlichen Schuldigen der zurückliegenden Finanz- und Währungskrisen ausgemacht. Als Marktteilnehmer mit der Verfügungsgewalt über große Kapitalvolumina, gleichzeitig jedoch kurzfristiger Anlagestrategie und hoher Renditeerwartung engagierten sie sich in großem Umfang in den viel versprechenden »aufstrebenden« Märkten in Asien und Lateinamerika, zogen ihr Kapital bei den ersten Anzeichen einer Währungskrise jedoch schnell wieder zurück. Eine Spirale von Abwertung, Inflation und Massenarbeitslosigkeit in der heimischen Bevölkerung war die Folge.

Auch »aufgeklärte« Spekulanten und Fondsmanager wie George Soros halten mittlerweile die Annahme der neoklassischen Ökonomie, Finanzmärkte tendierten einer Pendelbewegung ähnlich immer wieder von allein zum Gleichgewicht, für widerlegt. »Statt wie ein Pendel haben die Finanzmärkte in letzter Zeit eher wie eine Abrissbirne funktioniert: Eine Wirtschaft nach der anderen haben sie zusammenbrechen lassen« (Soros 1998: 15). Jetzt komme es darauf an, die Instabilitäten zu erkennen, die dem hochgradig mobilen und eigendynamischen Charakter von Finanztransaktionen innewohnen. Wenn Marktteilnehmer versuchten, zukünftige Gewinn- und Verlustentwicklungen in ihren heutigen Entscheidungen vorwegzunehmen, sind Fehleinschätzungen vorprogrammiert. Individuelle Irrtümer können durch Herdenverhalten der Marktteilnehmer zu kollektiven werden und international diffundieren – die jüngsten Krisen haben diese Wirkungsketten eindrucksvoll belegt. Wenn die weltweite Durchsetzung von Marktdisziplin jedoch Instabilität erzwingt, stelle sich anschließend die Frage, »wieviel Instabilität Gesellschaften eigentlich ertragen können?« (Soros 1998: 15). Damit wird der Umgang mit finanzwirtschaftlichen Risiken unter Bedingungen von Globalisierung zu einem Problem, das die Politik und damit auch die Politikwissenschaft interessieren muss.

## 1.1 Das Problem – Sicherheitsregulierung im globalen Wettbewerb

Die Frage, ob und wenn ja, mit welchen politischen Instrumenten Finanzmärkte stabilisiert und internationale Kapitalflüsse kanalisiert werden können, steht derzeit im Zentrum einer breiten wissenschaftlichen Debatte um die Schaffung einer »internationalen Finanzarchitektur« (vgl. u.a. Eichengreen 1999; Frenkel/Menkhoff 2000; Eatwell/Taylor 2000). Letztlich geht es hierbei um die Suche nach »Institutionen und Regelwerke(n), welche der Regulierung und Stabilisierung der internationalen Finanz- und Währungsbeziehungen dienen« (Kreile 2000: 12). Die Therapievorschläge von Ökonomen reichen von der Bildung regionaler Wahrungsverbunde in Asien und Lateinamerika, über Maßnahmen der »Entschleunigung« des Kapitalflusses durch Besteuerung (»Tobin-Tax«), Kapitalverkehrskontrollen oder Verbote des Handels bestimmter Finanzinnovationen bis hin zur Schaffung von Refinanzierungsinstanzen auf globaler Ebene (vgl. als Überblick Huffschmid 1999: 180–181). Maßnahmen *regulativer Politik*, welche Marktteilnehmer dazu verpflichten, die Risiken ihres Tuns zu reflektieren und sich und andere vorbeugend gegen diese abzusichern, werden in dieser Diskussion zwar als Teil eines »Gesamtpaketes« zur Stabilisierung von Finanzmärkten betrachtet, haben jedoch aus Sicht von Kritikern entgrenzter Finanzmärkte nur einen geringen Stellenwert (vgl. etwa Dieter 2000). Dies mag einerseits daran liegen, dass immer neue Krisensituationen die mangelnde Effizienz regulativer Arrangements zu belegen scheinen, andererseits aber auch daran, dass der Ökonomie qua disziplinärer Grenze ein Verständnis der Entstehung regulativer Arrangements und ihrer tatsächlichen Funktionsweise verschlossen bleiben muss. Für Ökonomen bleibt es häufig unklar, warum bestimmte, normativ erwünschte Regulierungskonzepte gegenüber Marktteilnehmern oder in der politischen Praxis kaum durchsetzbar sind.

Die vorliegende Arbeit möchte diese Lücke schließen. Sie befasst sich aus politikwissenschaftlicher Perspektive mit der Entstehung und Transformation regulativer Institutionen und Techniken zur Stabilisierung von Finanzmärkten. Dabei steht nicht in erster Linie die Frage der Effizienz und Wirkungsweise solcher Arrangements im Vordergrund, sondern die historische Rekonstruktion und Erklärung der Veränderungen, die sich in nationalen Regulierungsmodellen, aber auch in internationalen Regulierungsinstitutionen im Zuge von Globalisierungsprozessen seit den 60er-Jahren vollzogen haben. Im Mittelpunkt des Untersuchungsinteresses steht hierbei der *Auf-*

und Umbau von Regulierungsinstitutionen, die Interessen und Konflikte der daran beteiligten Akteure und insbesondere die Rolle des Nationalstaates in Prozessen regulativer Reform. Ziel der Arbeit ist es, Aufschluss über das Beharrungsvermögen, aber auch die Anpassungsfähigkeit regulativer Institutionen an neue Problemlagen zu geben und Aussagen über die Handlungs- und Problemlösungsfähigkeit des Nationalstaates unter den Bedingungen der Globalisierung zu machen. Mit dem Fokus auf regulative Politik nimmt die Untersuchung zudem ein Feld des Staatshandelns in den Blick, das in der überwiegend auf makroökonomische Steuerung und Umverteilungspolitik ausgerichteten Globalisierungsliteratur bislang vernachlässigt wurde.

Was ist regulative Politik und worum geht es in der Finanzmarktregulierung? Regulative Politik bezeichnet eine spezifische Form (meist) staatlicher Aufsicht und Kontrolle über private Marktakteure. Ihre wichtigsten Instrumente sind Gebote, Verbote und Anreizprogramme.<sup>1</sup> Das Aufgabenfeld regulativer Politik umfasst indes nicht nur die Regelbildung (»rule-building«), sondern auch die Regelüberwachung (»monitoring«) und Sanktionierung von Regelverstößen (»enforcement«). Letztere beruhen vornehmlich auf Genehmigungserfordernissen und Berichtspflichten, Aufsichtsverfahren, Strafanordnungen und vielfach abgestuften Zwangsmaßnahmen. Die mannigfaltigen Organisationsformen regulativer Politik bewegen sich zwischen dem hierarchischen Regulierungsstaat und seiner Rechtsetzungs- und Sanktionierungskompetenz einerseits<sup>2</sup> sowie gesellschaftlicher Selbstregulierung mit ihren verbandlichen und vertraglichen Abmachungen andererseits.

Verglichen mit Formen der Verteilungs- und Umverteilungspolitik impliziert regulative Einflussnahme auf das Marktgeschehen zumindest der Idee nach eine sehr restriktive Vorstellung von Intervention. Prinzipiell wird dem freien Wettbewerb Vorrang vor regulativen Eingriffen eingeräumt, weil man annimmt, dieser könne die Allokation von Ressourcen am besten gewährleisten. Wenn Konsumenten ihre Präferenzen offenbaren, Produzenten diesen durch ein entsprechendes Angebot von Produkten nachkommen und hierdurch die Funktion von Angebot und Nachfrage als Mechanismus der Preisbestimmung wirkt, soll die gesamtwirtschaftliche Effizienz und Wohlfahrt kontinuierlich steigen (König/Benz 1997: 69). Gleichwohl lassen sich immer wieder Situationen beobachten, in denen der Markt offenkundig nicht in der Lage ist, dieses Versprechen kollektiver Wohlfahrtsmehrung einzulö-

---

1 Vgl. Lowi (1964) zur Unterscheidung verschiedener Politiktypen.

2 Vgl. zur hierarchischen Dimension der Regulierung Mayntz (1983: 51).

sen. Wir sprechen von *Marktversagen*, wenn ökonomische Produzenten oder Anbieter von Dienstleistungen ihrer individuellen Rationalität folgen und hierdurch Wohlfahrtsverschiebungen hervorrufen, die aus kollektiver Perspektive unerwünscht sind. Dabei werden der Allgemeinheit Kosten in der Form überteuerteter Monopolpreise oder Systemrisiken verschiedenster Art aufgebürdet. Regulative Politik zielt dann auf die Behebung von Marktversagen dort, wo es um den Schutz unbeteiligter Dritter geht.

Prinzipiell lassen sich zwei Regulierungstypen unterscheiden: Die *ökonomische oder marktschaffende beziehungsweise -erhaltende Regulierung* will effiziente Märkte konstituieren und solche Barrieren abbauen, die der Schaffung oder Ausbreitung des Wettbewerbes im Wege stehen. So geht es etwa darum, den Missbrauch von Monopolstellungen bestimmter Marktakteure, beispielsweise in Form von Preisdiktaten zu unterbinden. Zur ökonomischen Regulierung zählt die klassische Form der Wettbewerbspolitik, aber auch die Regelung von Preisen und Marktzugang in vormalig verstaatlichten und jetzt privatisierten Wirtschaftssektoren (Telekommunikation, Rundfunk, Bahn, Elektrizität).<sup>3</sup>

Demgegenüber zielt die *soziale oder auch marktbeschränkende Regulierung*<sup>4</sup> sehr viel direkter auf den Schutz von Verbrauchern, Anlegern, aber auch auf den der produzierenden Firmen selbst. Hier geht es vielmehr darum, so genannte negative Externalitäten zu unterbinden, die dann auftreten, wenn Marktteilnehmer Lasten auf andere abwälzen und damit soziale Kosten erzeugen. Beispiele wären der Ausstoß umweltschädlicher Emissionen im Produktionsprozess, Sicherheitsrisiken durch das Fehlverhalten Einzelner bis hin zu kumulativen Effekten im Bereich der Kernenergienutzung oder die Schädigung von Konsumenten oder Arbeitnehmern dadurch, dass Produkte bestimmten Sicherheitsstandards nicht entsprechen. Soziale Regulierung zielt in diesem Fall darauf, solche externen Effekte zu internalisieren, also die potentiellen Verursacher von Schäden zu zwingen, Kosten für deren Verhinderung oder Beseitigung aufzuwenden. In der Umweltregulierung bestehen diese beispielsweise in der Besteuerung des Schadstoffaustausches oder der Überwachung von Emissionsquellen, in der kerntechnischen Sicherheitsregulierung in Genehmigungserfordernissen und -auflagen,

---

3 Vgl. zum Wandel regulativer Staatlichkeit in den Infrastruktursektoren König/Benz (1997), Grande/Eberlein (1999), Eising (2000), Coen/Thatcher (2000).

4 Vgl. König/Dose (1993: 34–35) zur Unterscheidung von ökonomischer und sozialer Regulierung.

technischen Normen, Berichtspflichten und Überwachungsmaßnahmen, die die Sicherheit der Anlagen gewährleisten sollen.<sup>5</sup>

Finanzmarktregulierung zählt zum Bereich sozialer beziehungsweise markt-korrigierender Regulierungspolitik. Im Kern geht es hier darum, Sicherheitsrisiken des Finanzgeschäftes vorbeugend einzudämmen, um die Ausbreitung solcher »negativer Externalitäten« auf unbeteiligte Dritte zu verhindern. Damit teilt Finanzmarktregulierung eine Problemlage, die sich auch in der Umweltregulierung oder der Chemikalienkontrolle identifizieren lässt. Im Folgenden werden zwei Arten finanzwirtschaftlicher Sicherheitsrisiken beziehungsweise regulativer Problemlagen unterschieden – das Problem der *ruinösen Konkurrenz* oder auch der sich daraus ergebenden *Systemrisiken*, welches im Mittelpunkt der klassischen *Bankenregulierung* steht und jenes der *asymmetrischen Information* zwischen dem Anbieter von Finanzdienstleistungen und dem Investor, das bei der Regulierung des *Kapitalmarktes* eine wichtige Rolle spielt.<sup>6</sup>

Das allgemeine Problem der *ruinösen Konkurrenz* wird im Finanzsektor auf Grund des besonderen Charakters von Kredit- und (Spar-)Einlagengeschäft leicht zum Problem von gesamtgesellschaftlicher Tragweite. Im Idealfall trägt ein funktionierender Wettbewerb zwischen produzierenden Unternehmen dazu bei, die Preise zu senken und die Qualität der angebotenen Produkte zu verbessern. Im Bankensektor aber konkurrieren die Anbieter um die Laufzeiten oder Zinskonditionen für Kredite oder Spareinlagen, die sie ihren Kunden anbieten können. Jeder Ausleihung von Geld (= Aktivgeschäft) muss jedoch auch eine entsprechend lang- oder kurzfristige Absicherung gegenüberstehen, sei es durch die Annahme von Spareinlagen (= Passivgeschäft) oder durch zurückgelegtes Eigenkapital. Ein Wettbewerb um möglichst günstige Kredit- oder Guthabekonditionen verleitet Banken also dazu, immer größere Geschäftsrisiken einzugehen, die durch entsprechende Rücklagen nicht mehr gedeckt sind. Zwar haben auch die Banken ein Überlebens- und damit Eigeninteresse, sich (und andere) vor den Folgen immer risikoreicherer Geschäfte zu schützen, dennoch würden sie ein niedrigeres Schutzniveau bevorzugen; denn Absicherung erfordert in aller Regel Rücklagen und damit (teures) Kapital, welches nicht investiert werden kann. Die

---

5 Vgl. zu diesem Regulierungsbereich Czada (1992) sowie als Überblick über unterschiedliche Regulierungsfelder Czada et al. (2002).

6 Vgl. zur Finanzmarktregulierung Kay/Vickers (1988), Herring/Litan (1995), Burghof/Rudolph (1996) sowie Goodhart et al. (1998)



vorübergehende Zahlungsunfähigkeit einer Bank oder gar deren Konkurs schädigt zwar in erster Linie deren eigene Sparkunden und Gläubiger. Da die Bank jedoch als Multiplikator fungiert und eine Transformationsfunktion auf dem Kapitalmarkt übernimmt, kann ihr Ausfall Kettenreaktionen nach sich ziehen, die den Charakter von *Systemrisiken* annehmen – so werden Unternehmen anderer Branchen in ihren Möglichkeiten zu Investitionen und zur Schaffung neuer Arbeitsplätze behindert. Hinzu kommt die Gefahr weiter gehender Vertrauensverluste der Anleger und Sparer in die Stabilität des Bankensystems mit der Folge, dass diese vorsorglich ihre Einlagen abziehen und dem jeweiligen Kreditinstitut dadurch noch mehr Liquidität entziehen (»bank run«). Genau diese Art weitreichender externer Effekte ist es, die ein staatliches Interesse an vorbeugenden Maßnahmen zur Eindämmung dieser Risiken begründet. Letztlich soll verhindert werden, dass im Krisenfall der Staat oder die nationale Zentralbank als Finanzier einspringen müssen (»Lender-of-last-resort«-Funktion) und die Kosten privat erzeugter Risiken auf diese Weise dem Steuerzahler aufgebürdet werden. In der aktuellen Regulierungsdiskussion werden derartige »bailouts« zunehmend kritisch bewertet, fürchtet man doch, dass Marktteilnehmer größeren Anreiz haben, sich in risikoreiche Geschäfte zu begeben, wenn sie davon ausgehen können, dass ihnen mit öffentlichen Geldern im Notfall unter die Arme gegriffen wird (»Moral-hazard«-Argument).

Anders stellt sich die Problemkonstellation im Fall *asymmetrischer Information* dar. Typischerweise verfügt der professionelle Anbieter von Finanzdienstleistungen gegenüber seinem Kunden über einen Vorsprung an Informationen bezüglich der Qualität seiner Produkte, der zur Ausnutzung eigener Vorteile verleitet. So kann der private Käufer von Wertpapieren oft nur schwer einschätzen, ob seine Hausbank ihm ehrlich gemeinte Kauf- oder Verkaufsempfehlungen erteilt oder nicht vielleicht zum Kauf von Aktien rät, die diese aus eigenen Beständen gern abstoßen möchte. Als vielleicht bekanntestes Beispiel für die Situation asymmetrischer Information gilt der »Insiderhandel« im Wertpapiersektor, bei dem Angehörige oder auch gute Kenner börsennotierter Unternehmen ihr Wissen über Firmeninterna dazu nutzen können, frühzeitig lukrative Geschäfte mit den Unternehmensaktien zu tätigen. Schutz der Verbraucher und insbesondere Schutz der Anleger vor opportunistischem Verhalten ihrer Wertpapierhändler ist also das Motiv, das den Staat (zumindest in der normativen Theorie) auf den Plan ruft. Ähnlich wie beim ersten Regulierungsproblem kann auch in diesem Fall nicht ohne weiteres angenommen werden, dass Bank oder Börsenmakler im gleichen

Maße wie der Staat an Belangen des Anlegerschutzes interessiert sind. Ein mögliches Verbot des Insiderhandels oder Gebote, über eigene Handelstransaktionen etwa in Geschäftsberichten oder Börsenprospekten umfangreich zu informieren, bedeuten in erster Linie zusätzliche Kosten oder entgangene Geschäfte für den Wertpapierhändler. Solange der Ruf mangelnder Seriosität eines Finanzmarktes und seiner Anbieter aber die Anleger noch nicht davon abschreckt, auf diesem Markt zu investieren, wäre zumindest aus Sicht der Banken und Händler noch kein Regulierungsbedarf gegeben.

Damit haben wir zwei Problemkonstellationen herausgearbeitet, die regulative Politik im Finanzsektor zu bewältigen hat: Im ersten Fall geht es darum, Anleger vor Übervorteilung durch die Anbieter von Finanzdienstleistungen zu bewahren; im zweiten Beispiel sollen diese vor sich selbst oder dem Fehlverhalten ihrer Konkurrenten geschützt werden. In beiden Fällen handelt es sich um Sicherheitsstandards, die insofern *Produktionsstandards* sind, als sie den Anbietern beziehungsweise den »Produzenten« von Dienstleistungen bei der Produktion bestimmte Kosten zum Schutz Dritter auferlegen und dieses Merkmal mit anderen Regulierungsfeldern in der Umwelt-, Lebensmittel- oder auch kerntechnischen Sicherheitsregulierung teilen. Allerdings sind Produzenten umso eher bereit, Schutzkosten zu übernehmen, je mehr diese vom Konsumenten oder Anleger honoriert werden. Wenn sich also die Stabilität einer Bank oder die Transparenz eines Finanzplatzes positiv auf den Absatz der jeweiligen Finanzprodukte auswirkt, strikte Regulierung damit zum Gütesiegel für Produktqualität wird, erhalten Produktionsstandards gleichzeitig auch den Charakter von *Produktnormen*. Wir werden später sehen, dass Sicherheitsstandards im Finanzsektor Elemente beider Standardtypen miteinander vereinen können (vgl. Scharpf 1999: 87–96 zur Standardtypologie). Regulierungsprobleme der geschilderten Art finden sich also nicht nur im Finanzsektor. Die Vermeidung negativer Externalitäten ist, wie an anderer Stelle bereits erwähnt, ein Grundproblem jeglicher Form von Sicherheitsregulierung. Konstellationen asymmetrischer Information zwischen Käufern und Verkäufern zeigen sich hingegen überall dort, wo es um Märkte für Dienstleistungen geht.<sup>7</sup> Insofern macht es die vorliegende Problemauswahl möglich, den regulativen Umbau im Finanz-

---

7 Akerlof (1970) diskutiert den Gebrauchtwagenhandel als Beispiel für Informationsasymmetrien. Im Versicherungssektor liegen Informationsvorsprünge typischerweise beim Kunden, der naturgemäß besser über seine Lebensrisiken informiert ist als der Versicherer (Kay/Vickers 1988: 307).

sektor mit Reformen in anderen (derzeit breit diskutierten) Regulierungsfeldern zu vergleichen und dadurch Aufschluss über die Generalisierbarkeit der Untersuchungsergebnisse zu erhalten.

Unterstellt man, dass ein Bedarf an staatlicher Regulierung und Stabilisierung von Finanzmärkten unter Globalisierungsbedingungen offenkundig gewachsen ist, so scheint doch gleichzeitig die Fähigkeit des Nationalstaates zur Bearbeitung dieses Problems eingeschränkter denn je zu sein. Vertreter der Internationalen Politischen Ökonomie konstatieren einen umfassenden Verlust an nationalstaatlicher Handlungsfähigkeit unter Bedingungen der Globalisierung, eine Unfähigkeit des Staates, zunehmend grenzenlose Wirtschaftsaktivitäten noch steuern oder die Bürger gar vor deren negativen Externalitäten schützen zu können. Verfechter der These einer umfassenden »Ökonomisierung der Politik« (Altvater/Mahnkopf 1996; Strange 1986, 1996, 1998; Cerny 1993, 1996; Greider 1997; Albert et al. 1999) beobachten ein »disembedding« der Marktkräfte aus dem Bereich des nationalen Territoriums, welches nationalstaatliche Institutionen nicht verschwinden lasse, sondern länder- und sektorübergreifend der globalen Weltmarktlogik unterwerfe (Altvater/Mahnkopf 1996: 381–382). Die Aufgabe des »Primats der Politik« ergebe sich gewissermaßen zwangsläufig aus den Strukturveränderungen, die die internationale Weltwirtschaft durchlaufen habe und die im Finanzsektor ihre höchste Vollendung erfahren. Finanz- und Informationsdienstleistungen verkörperten geradezu idealtypisch die »Entstofflichung« und damit den Übergang zur neuen wissensbasierten, »nichtstofflichen« Form wirtschaftlichen Handelns in den westlichen Industrieländern (Albert et al. 1999: 49). Bislang habe das Marktgeschehen jedoch in keinem anderen Wirtschaftsbereich wie in der monetären Sphäre eine derartige Eigendynamik entfaltet und sich von der Realökonomie, aber auch vom Zugriff territorial gebundener Staatlichkeit entkoppelt. Deregulierung und technologischer Wandel beschleunigten die Entwicklung immer neuer komplexer Finanzprodukte, die allein der Spekulation und nicht der Finanzierung von Wirtschaftsaktivitäten dienten sowie den Funktionswandel von Banken, die sich von langfristigen Kreditgebern zu Mitspielern im globalen Casino wandelten (Strange 1998: 9–10). Zwischen Staaten und den Vertretern der neuen, internationalen Finanz- und Wirtschaftselite wie transnationalen Banken, Unternehmen oder auch der organisierten Mafia seien Machtverschiebungen zu Gunsten der privaten Akteure zu beobachten, die die staatlichen Regelkapazitäten grundsätzlich in Frage stellten und unregulierte Bereiche – »zones grises« – entstehen ließen, in denen die sozialen Risiken generell ge-

stiegen sind (Strange 1996: 14–15, 189). Letztlich werde der Staat gerade auf den Kapitalmärkten zu einer »Residualkategorie« (Albert et al. 1999: 290), denn der Finanzsektor entziehe sich, anders als der nicht-stoffliche, jedoch schwindende Sektor der Güterproduktion einer Besteuerung durch den Nationalstaat. Dadurch verringerten sich die staatlichen Kapazitäten zur internen Umverteilung oder auch dazu, die Folgeprobleme wirtschaftlichen Handelns, etwa die Bewältigung von Finanzkrisen noch finanziell abfedern zu können. Gerade weil die »commanding heights« des Wirtschaftsgeschehens (Yergin/Stanislaw 1998) zunehmend vom industriellen Sektor auf das mobile Finanzkapital übergegangen seien, verstärkte sich der krisenhafte, selbstzerstörerische Charakter der kapitalistischen Entwicklung, der nunmehr auch durch stabilisierende Interventionen des Staates nicht mehr gebremst werden könne (Greider 1997: 231).

Mit ähnlicher Stoßrichtung in der Argumentation, jedoch anderer Akzentsetzung sieht auch die *soziologische* Globalisierungsliteratur den »Abschied vom Nationalstaat« (Albrow 1998) gekommen. Gründete sich staatliche Macht noch in der Bindung an ein bestimmtes Territorium, das die Kontrolle über Mitgliedschaften und die Verteidigung von Grenzen ermöglichte, so zerbreche diese »Koinzidenz von Gesellschaftlichkeit und Territorialität« in der »post-nationalen Konstellation« (Habermas 1998). Während sich die »Weltgesellschaft« in Form global orientierter Marktteilnehmer, transnationaler Organisationen oder auch internationaler Wissenschaftsnetzwerke quer vernetze, bleibe der Nationalstaat lokal gebunden und werde gewissermaßen »von innen unterlaufen« (Beck 1997: 28–29). Als beispielhaft für diese Entwicklung wird nicht zuletzt die Konzentration des Finanzmarktgeschehens auf große internationale Geschäfts- und Finanzzentren innerhalb des nationalstaatlichen Territoriums angeführt, aus der sich eine »neue Geographie von Zentralität und Marginalität« (Sassen 2000: 16) ergebe. Lokale Finanzzentren operierten nach einem Regelwerk, das nicht vom Staat vorgegeben ist und in elektronischen Räumen, die jeder Gerichtsbarkeit entgehen und quer zu den Grenzziehungen des nationalen Territoriums liegen. Eine derartige »Denationalisierung von Teilen des nationalen Raumes« in den neuen Wirtschaftssektoren sei durch die großen Unternehmen, jedoch in aller Regel nicht gegen den Staat hervorgebracht worden. Nationalstaaten seien in das »neue globale Gitternetz« durchaus eingebettet, jedoch nicht unbedingt die zentralen Knotenpunkte (Sassen 2000: 19–21). Aus Sicht der Systemtheorie sind Finanzmärkte ein Paradebeispiel gesellschaftlicher Teilsysteme, die nur noch ihrer eigenen Operationslogik folgen und aus dem

Bereich nationalstaatlich begrenzter Politik in eine Welt globaler Transaktionen fliehen (Willke 2001: 200, 204). Als »das Energiezentrum der Globalisierungsdynamik« verkörpert Finanzmärkte die »Avantgarde der Welt- und Wissensgesellschaft«, für die Ort, Raum und Entfernung zu vernachlässigbaren Größen für wirtschaftliche Transaktionen werden (Willke 2001: 13, 144–145). Die Politik sei nicht nur mit der »Eigenkomplexität der Funktionssysteme überfordert«, sondern habe auch kein klar zugeschnittenes Kollektiv mehr, für das sie zuständig sei (Willke 2001: 205, 230). Steuerung einer hochkomplexen, risikohaltigen und von den Operationslogiken funktionell differenzierter Teilsysteme vorangetriebenen, globalisierten Gesellschaft könne nur Selbststeuerung sein. Der »Primat der Politik« gegenüber den gesellschaftlichen Funktionssystemen und insbesondere gegenüber dem Finanzsektor ist aus dieser Perspektive »Teil der Geschichte der Moderne« (Willke 2001: 40).

Einig sind sich die Vertreter beider Diskussionsstränge letztlich in einem Punkt: Der Nationalstaat als relevante Handlungsebene hat entweder ausgedient oder wird zumindest in seinem Steuerungspotential im Verhältnis zu Marktteilnehmern entscheidend geschwächt. Staatliche Eingriffe zur Korrektur wirtschaftlicher Aktivitäten, die die Produktionskosten von Marktakteuren steigern würden, erscheinen unter Bedingungen ökonomischer Entgrenzung zunehmend wirkungslos. Mobile Marktteilnehmer bilden im Verband der Staatsbürger zwar eine kleine Minderheit, werden unter neuen Rahmenbedingungen jedoch zu einer ausgesprochen durchsetzungsfähigen »distributional coalition« (im Sinne Olsons). Sie können ihre gewachsene Mobilität dazu nutzen, sich unliebsamen, weil für sie teuren Sicherheitsstandards zu entziehen (»exit«) oder im politischen Prozess auf deren Absenkung drängen (»voice«). Für Banken bedeutet die Bildung von Kapitalrücklagen zur Absicherung von Geschäftsrisiken immer Geld, das anderweitig nicht investiert werden kann. Auch Berichts- und Informationspflichten, die Anleger über die Geschäftssituation eines Unternehmens oder die Marktsituation informieren sollen, stellen letztlich Regulierungskosten dar. Wenn möglich, nutzen mobile Anbieter von Finanzdienstleistungen also ihre mit der Internationalisierung gewachsene Reichweite dazu, Geschäfte ins niedriger regulierte Ausland zu verlagern und rechtliche Auflagen zu unterlaufen (Arbitragestrategie). Staaten verlieren auf diese Weise auch die Möglichkeit, Regulierungsadressaten auf die Einhaltung bestehender Sicherheitsstandards zu verpflichten. Vielmehr werden sie, diesem pessimistischen Szenario gemäß, im Wettbewerb um das mobile Kapital für dessen Zwecke instrumentalisiert

und in eine Spirale stetiger Absenkung sozialer Schutzstandards, in das vielbeschworene »race to the bottom« hineingezogen.<sup>8</sup>

## 1.2 Auswege aus dem Dilemma – Antworten der »Internationalen Beziehungen«, der Europaforschung und der Komparatistik

Eher »optimistische« Autoren der Globalisierungsdiskussion sehen den durch ökonomische Interdependenz und »Systemwettbewerb« ausgelösten Anpassungsdruck auf Sozialstandards entweder als nicht schädigend an beziehungsweise erkennen neue Handlungs- und Steuerungspotentiale auf internationaler oder auch europäischer Ebene. Liberal orientierte Autoren wie David Vogel argumentieren am Beispiel der Übernahme strikter kalifornischer Abgasnormen durch andere amerikanische Bundesstaaten und den Bundesgesetzgeber, dass ein Systemwettbewerb nicht notwendigerweise zu einem regulativen »race to the bottom« führen muss, sondern Marktmechanismen unter bestimmten Bedingungen auch ein »race to the top« auslösen können (»California-Effekt«). Wenn das über einen hohen regulativen Standard verfügende Land gleichzeitig einen großen Heimatmarkt besitzt, von dem es seine Handelspartner potentiell ausschließen kann, sehen sich diese zur Anpassung an diesen Standard gezwungen, wenn sie ihre eigenen Exportmärkte erhalten oder sogar ausweiten wollen.<sup>9</sup>

Vertreter der Internationalen Beziehungen (IB) verorten neue Steuerungs- und Problemlösungspotentiale unter Globalisierungsbedingungen vorzugsweise im Felde regulativer Politik in »internationalen Regimen« (Krasner 1983; Rittberger 1983; Kohler-Koch 1989) oder in globalen »Politiknetzwerken« (Reinicke 1998) beziehungsweise transnationalen »government networks« (Slaughter 2000). Wenn die Regelformulierung (»rule-building«) also in themenspezifischen Koordinationsgremien durch staatliche Vertreter betroffener Territorien abgestimmt werde, könne die offenkundige »Inkongruenz von Problemzusammenhängen und Problemlösung« (Zürn 1998) aufgehoben werden. Wenn sich Staatenvertreter im Rahmen multilateraler

---

8 Vgl. zu dieser These McKenzie/Lee (1991), Cerny (1993 und 1996), Narr/Schubert (1994), Rodrik (1997), Scharpf (1998 und 1999).

9 Vgl. Vogel (1995: Kapitel 1 und 8, 2001); an späterer Stelle wird auf diesen »California-Effekt« noch einmal zurückzukommen sein.

Verhandlungen auf einen für alle Beteiligten bindenden, regulativen Sicherheitsstandard einigten, gelänge es, die Reichweite von Regelungen über das nationale Territorium hinaus auszudehnen, den Unternehmen als Regulierungsadressaten »Exit«-Optionen und damit Arbitragemöglichkeiten zu entziehen. Eine Vielzahl von Arbeiten über das »Basler Komitee«, ein Regime der Vertreter nationaler Bankenaufsichtsbehörden und Notenbanken aus acht westlichen Industrieländern verweist auf den Erfolg dieser Strategie auch im Bankensektor. Allerdings basiert dieser nach bisheriger Einschätzung auch darauf, dass Aufgaben der kontinuierlichen Überwachung einmal ausgehandelter Sicherheitsstandards bei der zuständigen Regulierungsbehörde des Heimatlandes verbleiben (»home country control«) (vgl. zu diesem Argument im wesentlichen Kapstein 1996) und die Befolgung der Standards durch die Marktteilnehmer (»compliance«) durch marktmäßige Anreize (wie ein günstiges Rating) unterstützt wird (vgl. zu diesem Argument Genschel/Plümper 1997 sowie Bernauer 2000).

In der Fortführung der Regimedebatte wird derzeit die Rolle nichtstaatlicher Akteure als Kooperationspartner von Regimen wie auch als alternative Träger von Selbststeuerungsleistungen auf globaler Ebene stärker betont (Rosenau 1995; Reinicke 1998; Cutler et al. 1999; eher kritisch dazu Nölke 2000). Bezogen auf den Finanzsektor interpretieren Porter (1993) und Underhill (1995) beispielsweise die International Organization of Securities Commissions (IOSCO), ein internationales Koordinationsgremium der Wertpapieraufsichtsbehörden und privaten Selbstregulierungsorgane als Beispiel für »governance without government« (Rosenau/Czempiel 1992). IOSCO sei nicht zuletzt deshalb bei der Harmonisierung von Sicherheitsstandards im Bereich der Wertpapiermärkte erfolgreich, weil das Selbstverständnis der Organisation ein explizit nicht-staatliches sei und die Organisationsmitglieder Harmonisierungsaufgaben nicht als politische, sondern als technische Probleme begriffen, die vornehmlich auf der Basis eines Expertendiskurses gelöst würden (Underhill 1995: 274). Damit knüpft Underhill implizit an die Diskussion um »epistemic communities« (Haas 1992) oder auch Formen »deliberativer Politik« in der europäischen Komitologie (Joerges/Neyer 1997) an, die hervorhebt, dass es sich bei den Mitgliedern internationaler, »issue«-spezifischer Koordinationsgremien gerade nicht um Staatenvertreter, sondern um Experten handelt, die sich auf der Basis ihres Fachwissens oder ihrer disziplinären Zugehörigkeit über technisch perzipierte Problemlösungen verständigen können. Im Unterschied zur zwischenstaatlichen Koordination steht hierbei weniger der strategische Aspekt und damit der Ver-

handlungscharakter, sondern die Suche nach sachorientierten, im eigentlichen Sinne »Problemlösungen« im Vordergrund.<sup>10</sup>

Der kognitive und damit weniger strategische Aspekt internationaler Koordinationsprozesse wird auch von solchen Autoren besonders hervorgehoben, die neue Problemlösungspotentiale unter Globalisierungsbedingungen vorzugsweise in der Kooperation staatlicher mit privaten Akteuren im Rahmen »globaler Politiknetzwerke« sehen (Strulik 2000; Reinicke 1998). Strulik interpretiert die in der globalen Bankenregulierung zu beobachtende stärkere Abstimmung zwischen dem Basler Komitee und den Lobbyorganisationen privater Global Players als Weg zur Schaffung von »Einsicht in das gemeinsame Wissen des Nichtwissens«, wodurch wechselseitige Lernprozesse zwischen Staat und privaten Banken beim Management zunehmend komplexer Finanzrisiken ermöglicht würden (Strulik 2000: 20). In diesem Punkt folgt die Diskussion um »gemischte«, also privat-öffentliche Kooperationen auf globaler Ebene der bundesdeutschen Steuerungsdebatte der 80er- und frühen 90er-Jahre, die den Übergang zu Formen »kooperativer Staatlichkeit« (vgl. Benz 1997 als Überblick; Mayntz/Scharpf 1995a; Voigt 1995) im Wesentlichen als Antwort auf das in Wissensdefiziten begründetem Unvermögen des Staates zur Lösung gesellschaftlicher Probleme interpretierte.<sup>11</sup>

Neue Handlungs- und Problemlösungspotentiale »jenseits des Nationalstaates« sieht die wissenschaftliche Debatte nicht nur auf internationaler, sondern auch auf *europäischer Ebene*. Regulative Politik gilt, verglichen mit Verteilungs- oder gar Umverteilungspolitik, als der am weitesten »vergemeinschaftete« Politiktyp.<sup>12</sup> Die wachsende Bedeutung regulativer Politik ist in den europäischen Staaten unmittelbar verknüpft mit der Integration von Märkten und mit politischen Bestrebungen zur internationalen Vereinheitlichung von Standards des Verbraucher- und Anlegerschutzes. In Europa wurde die Schaffung eines einheitlichen Binnenmarktes für Güter, Kapital und Dienstleistungen seit der Verabschiedung des entsprechenden »Weißbuches« der Europäischen Kommission im Jahre 1985 zum Programm. Vereinfachte Entscheidungsprozeduren für binnenmarktbezogene Gesetzesvorhaben beschleunigten auch im Finanzsektor sowohl Prozesse des Abbaus

---

10 Vgl. zur Unterscheidung von »bargaining« und »problem-solving« auch Scharpf (1989 und 2000, Kapitel 6).

11 Vgl. zur Diskussion um die Grenzen regulativen Rechts etwa Mayntz (1983), Teubner/Willke (1984).

12 Vgl. Genschel (2002) zum unterschiedlichen Grad der Supranationalisierung bei regulativer und Steuerpolitik.



von Marktbarrieren (*negative Integration*) als auch teils parallele, teils nachfolgende Versuche der Harmonisierung und Neufestlegung von Schutz- und Sicherheitsstandards (*positive Integration*). Im Rahmen der Einheitlichen Europäischen Akte (EEA) wurde 1986 die bislang herrschende Einstimmigkeitsregel für die Binnenmarktgesetzgebung durch das Prinzip qualifizierter Mehrheitsentscheidung im Ministerrat ersetzt. Zudem erleichterte der Einbau des Prinzips der »wechselseitigen Anerkennung« nationaler Regelungen bei Festschreibung europäischer Mindeststandards in einer Vielzahl von Integrationsbereichen den Prozess internationaler Rechtsvereinheitlichung erheblich. Allein im Bereich des Umweltschutzes wurden zwischen 1967 und 1987 fast 200 Richtlinien, Regulierungen und Entscheidungen von der Kommission eingeführt (Majone 1994: 85). Studien der Politikfelder Arbeits-, Verbraucher- und Umweltschutz verweisen darauf, dass europäische Politik durchaus Regulierungsstandards hervorbringen kann, deren Sicherheitsniveau oberhalb dem der bisherigen nationalen Regulierung liegt (Héritier et al. 1994; Eichener 1996).

Nicht zufällig konzentriert sich daher auch ein Teil der neueren Regulierungsdiskussion auf den »Aufstieg des regulativen Staates in Europa« (Majone 1994, 1996). Majone erklärt das Wachstum der europäischen Regulierung im Wesentlichen interessengeleitet. So gehe die Ausweitung regulativer Aktivitäten auf das Interesse der Europäischen Kommission sowie der anderer »policy entrepreneurs« an der Ausweitung ihrer Kompetenzsphäre zurück. In Ermangelung finanzieller Verteilungsspielräume stellt der Rückgriff auf Recht ein probates und vor allem billiges Instrument hierzu dar. Zudem entspreche die Harmonisierung regulativer Standards auf europäischer Ebene den Interessen exportorientierter, multinationaler Unternehmen an der Senkung von Transaktionskosten, etwa durch den Abbau inkonsistenter und unterschiedlich stringent ausgerichteter Regulierungen sowohl innerhalb der Europäischen Union als auch zwischen der EU und Nicht-EU-Staaten.

Trotz der offenkundigen Zunahme europäischer Regulierungsaktivitäten sind Majones Thesen in der Europaforschung nicht unumstritten. Kritik entzündet sich vor allem an der Annahme, es gebe eine in allen Politikfeldern gleichermaßen wirkende Tendenz zur Supranationalisierung von Regulierungskompetenzen. Nach Auffassung von Fritz Scharpf (1999) gelingt es in der Europäischen Union leichter, Barrieren eines freien Waren-, Güter- und Kapitalverkehrs abzubauen, als Politiken zu verabschieden, die die negativen Externalitäten freier Märkte eindämmen könnten. Die EU sei also tendenziell eher Problemverursacherin als Ort der Problemlösung. Während

Bereiche der »negativen Integration« durch supranationale Akteure wie dem Europäischen Gerichtshof und der Europäischen Kommission mit Hilfe von Sonderkompetenzen (vgl. hierzu S. Schmidt 1998) vorangetrieben werden könnten, seien Maßnahmen der »positiven Integration« verstärkt auf die Zustimmung des Ministerrates angewiesen und trafen hier in aller Regel auf erhebliche Interessendivergenzen der einzelnen Mitgliedsstaaten, die auch durch qualifizierte Mehrheitsentscheidungen nicht leicht zu überwinden sind (Scharpf 1999: 13). Dass es dennoch im Bereich der positiven, marktkorrigierenden Regulierung zu europäischen Harmonisierungserfolgen kommt, führt Scharpf auf den Unterschied zwischen Produkt- und Produktionsstandards zurück. Erstere seien der negativen Integration funktional äquivalent, weil sie potentiell die Absatzbarkeit der Produkte steigerten und deshalb auch im Interesse der exportorientierten Unternehmen seien, die die negative Integration ohnehin vorangetrieben hätten. Weil Produktstandards eher technischen Charakter besitzen, werde über ihre Spezifika vorwiegend in Gremien der europäischen Komitologie entschieden, in denen Vertreter nationaler Regierungen oder der Verbände betroffener Industrien sich in ihrer Rolle als Experten eher sachorientiert über Standards verständigten als interessengeleitete Auseinandersetzungen austrügen (Scharpf 2001: 18–19).

Im Fall von Produktionsstandards, zu denen die Finanzmarktregulierung prinzipiell ja auch zählt, seien die Harmonisierungschancen schlechter. Weil Umwelt- oder Arbeitsschutzbestimmungen die Produktionskosten steigerten, ohne gleichzeitig die Absatzbarkeit ihrer Produkte beim Konsumenten zu erhöhen, sind diese Standards aus Sicht exportorientierter Firmen eher unwillkommen. Zudem seien die Interessendivergenzen zwischen den Mitgliedsstaaten deshalb recht ausgeprägt, weil Firmen und Arbeitnehmer in Ländern mit hohem Schutzniveau dieses auch beibehalten wollten, während Länder mit niedrigem Schutzniveau jede Harmonisierung auf höherem Niveau aus Angst vor Wettbewerbsnachteilen blockieren werden (Scharpf 2001: 22). Einigungen auf gemeinsame Standards können dann nur durch teure Ausgleichszahlungen oder Koppelgeschäfte konsensfähig gemacht werden (Scharpf 1996: 117). Im Ergebnis bringe der Transfer von Handlungskapazitäten auf die europäische Ebene also nicht unbedingt Zugewinne, sondern vielmehr Verluste an Problemlösungskapazität mit sich (vgl. zu dieser These auch Streeck 1998).

Autoren mit einem vornehmlich *institutionalistisch-vergleichenden* sowie historischen Blick auf Globalisierungsphänomene behaupten hingegen den Fortbestand nationaler Handlungsspielräume unter Globalisierungsbedin-

gungen. Vertreter der »Varieties-of-capitalism«-Debatte führen Unterschiede in der Performanz nationaler Ökonomien wesentlich auf Variationen in deren institutioneller Ausstattung (»enabling institutions«) zurück.<sup>13</sup> Typen von Kapitalismen unterschieden sich durch die variierende Bedeutung und die Form der Rechtsordnung und -kultur, die Verteilung von Eigentumsrechten, die Art und Intensität staatlicher Intervention in die Wirtschaft, den Organisationsgrad gesellschaftlicher Schlüsselgruppen in den Bereichen Arbeit, Industrie und Finanzkapital oder auch deren Machtverteilung untereinander. Nach Auffassung von Peter Hall und David Soskice (Hall/Soskice 2001b) unterscheiden sich »koordinierte« Ökonomien (Beispiel Deutschland) von »liberalen, nicht-koordinierten« Marktwirtschaften (Beispiel USA) durch die Struktur und Funktionen des nationalen Institutionengeflechtes, in das Firmen jeweils eingebettet sind. So setze sich eine Marktwirtschaft aus einer Reihe von einander komplementären und funktional zusammenhängenden Subsystemen wie dem System der Aus- und Fortbildung, dem der industriellen Beziehungen, bestimmten Formen der Beziehung von Unternehmen untereinander, einem Modell der Unternehmensverfassung und schließlich einer spezifischen Form der Unternehmensfinanzierung (durch Banken oder Kapitalmärkte) zusammen. Solche politisch-institutionellen Konfigurationen induzierten routinisierte Ansätze der Problemlösung, kollektive Handlungsmuster und Entscheidungsregeln, die ein vorhersagbares Strukturmuster des Zusammenwirkens von Politik und Wirtschaft in einer nationalen politischen Ökonomie ergeben. Weil diese Konfigurationen historisch gewachsen sind, etwa vom jeweiligen Zeitpunkt der Industrialisierung oder der Staatsentwicklung abhängen, konstituieren sie relativ persistente nationale Pfade, die den Weg der Anpassung einzelner Nationalstaaten an neue Rahmenbedingungen maßgeblich vorbestimmen (vgl. Thelen/Steinmo 1992 zum Ansatz des »historischen Institutionalismus«). Auf Grund der historisch gewachsenen, institutionellen Filter würden in jedem Land sehr unterschiedliche Lösungen auf ähnliche Problemlagen entwickelt statt einem internationalen »one best way« zu folgen. Nicht die institutionelle Konvergenz, sondern vielmehr eine verstärkte *Divergenz* nationaler Anpassungsreaktionen sei die Antwort auf globale Herausforderungen.<sup>14</sup> Belege für diese These finden sich insbesondere in der aktuellen Wohlfahrtsstaatsforschung. Demnach seien zwar alle demokratischen Wohlfahrtsstaaten

---

13 Vgl. in der Tradition von Shonfield (1965) etwa Zysman (1983), Hall (1986), Cox (1986).

14 Vgl. etwa Berger/Dore (1996), Crouch/Streeck (1997), Kitschelt et al. (1999), Soskice (1999), V. Schmidt (2000).

mit Problemen wie Arbeitslosigkeit und der Finanzierung des Sozialstaates konfrontiert, jedoch habe die Bedeutung institutioneller Besonderheiten eines jeden Landes bei der Bewältigung dieser Probleme erheblich zugenommen (so das Ergebnis eines Vergleiches der sozialpolitischen Reaktionen von zwölf entwickelten Wohlfahrtsstaaten auf Herausforderungen der Globalisierung, vgl. hierzu Scharpf/Schmidt 2000). Mit ähnlicher Stoßrichtung argumentieren Visser/Hemerijk (1998), dass es den Niederlanden mit Hilfe der Wiederbelebung korporatistischer Formen der Konzertierung von Politiken gelungen sei, Erfolge bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit und der Reform des Sozialstaates zu erzielen. Geoffrey Garrett (1998) sieht hingegen in der Wirtschaftspolitik der gemäßigten, sozialdemokratischen Linken einen wichtigen Beitrag zur Reduzierung sozialer Ungleichheiten angesichts des Globalisierungsdrucks.

Bezogen auf den *Finanzsektor* entwickelte sich seit Ende der 80er-Jahre im angelsächsischen Sprachraum eine breite Diskussion darüber, ob nationale institutionelle Arrangements unter Bedingungen der Entgrenzung von Finanzmärkten eher konvergieren oder divergieren. Richard Deeg (1999) sowie Peter Hall und David Soskice (2001a) beispielsweise betonen aus der »Varieties-of-capitalism«-Diskussion kommande die Pfadabhängigkeit der Anpassung des deutschen Finanzsektors an die Herausforderungen ökonomischer Integration und globalen Wettbewerbes. Auch wenn sich die deutschen Großbanken zu Global Players entwickelten und ihre Kreditvergabe an die deutsche Industrie einschränkten, unterhalte der deutsche Sparkassen-sektor immer noch enge »Hausbankbeziehungen« zum industriellen Mittelstand. Deshalb sei der deutsche Finanzsektor nach wie vor ein Garant längerfristiger Investitionsstrategien und damit Stützpfiler des deutschen »koordinierten Kapitalismus«.

Eine stärker »policy«-orientierte und auf Fragen der Finanzmarktregulierung abstellende Literatur argumentiert, dass sich Prozesse der Liberalisierung und des Abbaus von Marktbarrieren wesentlich aus nationalen Bedingungen erklären – nationale Strukturen seien die Basis eines »global village« (Pauly 1988: 2). Zwar stünden westliche Industriestaaten unter erheblichem Druck, ihre Finanzmärkte wechselseitig zu öffnen, jedoch manifestiere sich dieser etwa in interventionistischen Staaten wie Spanien, Japan oder Frankreich sehr unterschiedlich (Loriaux 1997). So war die spanische Finanzmarktliberalisierung Ergebnis eines Wettbewerbes zwischen unterschiedlichen Gruppen der Staatselite sowie der mit ihr verbündeten Klientel und folgte damit einem Konflikt- und Prozessmuster, welches auf die Zeit der

spanischen Industrialisierung zu Beginn des 20. Jahrhunderts zurückgeht (Perez 1997). Auch in Japan gingen Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen nicht so unvermittelt auf den externen Druck der USA zurück, wie oftmals behauptet wird; vielmehr mussten die jeweiligen Reformschritte im strukturellen Kontext einer fragmentierten Ministerial-, Verwaltungs- und Klientelstruktur immer wieder neu zwischen Reformbefürwortern und -widersachern ausgefochten werden (Rosenbluth 1989). Selbst in weniger interventionsfreudigen Staaten wie in den USA oder Großbritannien seien Prozesse der Öffnung und Liberalisierung nationaler Wertpapiermärkte maßgeblich aus nationalen »policy dilemmas« heraus zu erklären (Sobel 1994).

Eine zweite Welle der vergleichend ausgerichteten Regulierungsliteratur sieht nationale Handlungsspielräume implizit dadurch belegt, dass Prozessen der Deregulierung solche der Re-Regulierung von Märkten folgten. Wolfgang Reinicke (1995) zeigt, dass nationale Reformmaßnahmen je nach der Struktur eines jeweiligen Politikfeldes sehr unterschiedlich erfolgreich sein können. Während Versuche eines Abbaus von Marktbarrieren in den USA immer wieder durch eine fragmentierte föderale Zuständigkeitsstruktur und daher zahlreiche »Vetospiele« blockiert wurden, konnten Reformen zur Anhebung von Sicherheitsstandards im Kontext überwiegend bundesstaatlicher Zuständigkeiten und externer Krisensituationen sehr viel leichter durchgesetzt werden. Steven Vogel (1996) betont in einer viel zitierten Vergleichsstudie der Deregulierungs- und Re-Regulierungsprozesse im Finanz- und Telekommunikationssektor, dass die einzelnen Staaten Deregulierung und Re-Regulierung in jeweils unterschiedlicher Weise kombinierten, also unterschiedliche Grade der Liberalisierung erreicht und divergierende Regulierungstechniken entwickelt hätten (Vogel 1996: 3–4). Zwar seien in allen Ländern eher Staaten und nicht die privaten Marktakteure »Agenten der Reform« gewesen, gleichwohl seien die nationalen Differenzen durch die Reformprozesse eher verstärkt als aufgehoben worden.

Indizien zumindest partieller Konvergenz nationaler Regulierungsregime im Finanzsektor liefern die Arbeiten von Michael Moran (1991) und William Coleman (1996). Morans Studie der »Financial Services Revolution« in den USA, Großbritannien und Japan enthält als erste Arbeit die Beobachtung, dass nationale Modelle der Kapitalmarktregulierung in allen Ländern als Ergebnis von Globalisierungsprozessen stärker verrechtlicht und kodifiziert werden und auf diese Weise ihren vormals »esoterischen«, auf privater Selbstregulierung basierenden Charakter verlieren. William Colemans Ländervergleich der durch Globalisierungsprozesse ausgelösten Veränderungen in der Interessenvermittlungs- und Regulierungsstruktur des Banken- und

Wertpapiersektors bestätigt einerseits diese generelle These, betont jedoch gleichzeitig auch die Persistenz nationaler Muster der Interessenvermittlung und Konfliktregelung in diesem Regulierungsfeld (Coleman 1996).

Die Spezifität des nationalen Handlungskontextes und die daraus folgende »Pfadabhängigkeit« institutionellen Wandels wird auch in der Diskussion um nationale *Politik-* beziehungsweise *Regulierungsstile* hervorgehoben, ein letzter hier vorzustellender Diskussionsstrang.<sup>15</sup> Demnach folgen nationale Entscheidungsträger auf staatlicher wie auch auf privater Seite routinisierten Verhaltens- und Konfliktmustern (»standard operating procedures«), die auf der Basis »geronnener Erfahrungen« des Handelns in einem stabilen institutionellen Kontext entstehen. Akteure nehmen bei ihren Entscheidungen im Einzelfall nicht immer rationale Wahlhandlungen vor, sondern folgen perzipierten Spielregeln, die wiederum in den jeweiligen nationalen Kontext eingebettet sind (»logic of appropriateness«) (March/Olsen 1989). Ob und wenn ja, wie in der Praxis reguliert wird, welche Akteure Teil von Regulierungsstrukturen sind und welche Regulierungsphilosophien sie bei ihrer Arbeit verfolgen, ist insofern im Ländervergleich höchst kontingent. Entsprechend einzigartig, jeweils »pfadabhängig« und deshalb auch unabhängig voneinander reagieren Nationalstaaten aus dieser Perspektive auf neue, globale Herausforderungen. Für die Ausgestaltung regulativer Politik spielen Staatsstrukturen, der Organisationsgrad gesellschaftlicher Interessengruppen, Muster der Konfliktregelung zwischen Staat und Gesellschaft, aber auch nationale Rechtstraditionen sowie spezifische Regulierungsstile eine erhebliche Rolle (vgl. hierzu Czada et al 2002).

Ein Vergleich der nationalen Regulierungskontexte der *Vereinigten Staaten*, *Großbritanniens* sowie *Deutschlands* mag an dieser Stelle einen Eindruck der institutionell sehr unterschiedlichen Ausgangskonstellationen für regulatives Handeln verschaffen. Das politische System der *USA* ist durch ein System von »checks and balances« zwischen konkurrierenden Machtzentren gekennzeichnet. Das Prinzip der Machtaufteilung prägt auch die *Struktur des amerikanischen Föderalismus*. Im Unterschied zum deutschen Föderalismus sind die Zuständigkeiten von Bund und Einzelstaaten nach Politikfeldern und nicht nach Kompetenzarten aufgeteilt. Je nach Politikfeld sind in den *USA* daher Gesetzgebungs- und Verwaltungskompetenzen entweder auf Bundes- oder Einzelstaatenebene vorhanden (Modell des Trennfödera-

---

15 Vgl. Richardson (1982), Vogel (1986), van Waarden (1993 und 1995), Dyson (1992a), Kagan (2001), Kagan/Axelrad (2000), Münch/Lahusen (2000).

lismus). In Ausnahmefällen verfügen sowohl Bund als auch die Einzelstaaten über Regulierungszuständigkeiten. Dort, wo einzelstaatliche Regulierungskompetenzen vorherrschen, kann der amerikanische Trennföderalismus zu einem föderativen Wettbewerb von Regelsystemen führen, während er im Fall der Bundeszuständigkeit (wie auf den Feldern der Kapitalmarkt- und Nuklearregulierung) starke hierarchische Regulierungsbehörden hervorbringt, die für das gesamte Territorium einheitliche Standards setzen und überwachen können. Eine fragmentierte Problemwahrnehmung auf *gesellschaftlicher Seite* wird durch Verbände und Interessengruppen begünstigt, die sich in ihren Domänen vielfach überlappen, oftmals um dieselbe Mitgliederklientel konkurrieren, teilweise aber auch sehr »issue«-spezifisch organisiert sind. Im Prozess der Regelbildung dominieren daher Versuche *pluralistischer* Einflussnahme, wobei sich das Lobbying auf die teils recht autonom agierenden staatlichen Regulierungsbehörden, teils aber auch auf Kongressmitglieder in Senat und Repräsentantenhaus richtet. Entscheidungsprozesse verlaufen in einer durch vielfache institutionelle Vetopunkte gekennzeichneten Struktur insofern recht inkrementalistisch, schleppend und konflikthaft. Hierzu trägt auch die amerikanische *Rechtstradition* bei, die im Sinne des »case law« durch inkrementelle, auf Einzelfällen beruhende Rechtsfortbildung, jedoch auch durch eine sehr formale, detaillierte und insgesamt legalistische Form der Rechtsanwendung gekennzeichnet ist. Für den Umgang mit den Regulierten ergibt sich daraus ein gerichtsähnlicher, konfrontativer *Regulierungsstil*, in dem die Parteien ihre Stellungnahmen in öffentlichen Anhörungen vorbringen, ehe die Behörde als eine an detaillierte Regelwerke gebundene Schlichtungsinstanz autoritativ entscheidet. Robert Kagan (2001: 15–16) argumentiert, dass es gerade die amerikanische Form des »adversarial legalism« ermögliche, die Spannung zwischen einem strukturell fragmentierten und deshalb *de facto* auch schwachen Staat einerseits und den Wünschen der Bürger nach staatlich garantiertem Schutz gegen Gefahren und Risiken jeglicher Art auszubalancieren. Gerichte und generell die vielfältigen Möglichkeiten des Klagewegs seien nichtpolitische Mechanismen, die es Individuen und Interessengruppen erlaubten, hohe Schutz- und Gerechtigkeitsstandards von ihrer Regierung einzufordern.<sup>16</sup>

---

16 Vgl. zum amerikanischen Regulierungskontext Eberle (2001), Fraenkel (1981), Kelman (1981), Vogel (1986), Czada (1992), Grant (1994), Rose-Ackerman (1995), Lehne (2001), Münch (2000: 370–372), Kagan (2001), Kagan/Axelrad (2000).

In Großbritannien erleichtern die unitarische *Staatsstruktur* und das auf Mehrheitswahlrecht sowie dem Prinzip der »Parlamentssouveränität« gestützte Westminster-Modell der Demokratie im Prinzip das zentralisierte Durchgreifen der Regierung. Das Wahlsystem ermöglicht relativ mächtige und stabile Kabinettsregierungen, während für kleinere Parteien kaum Chancen bestehen, Parlamentssitze zu erringen. Entscheidungen über substantielle Politikinhalt hängen deshalb letztlich von wenigen Personen im Bereich der regierenden Partei ab, der innerhalb des politischen Systems eine sehr starke Position zukommt.

Eine Schlüsselrolle der Regierung in politischen Entscheidungsprozessen wird nicht zuletzt durch eine fragmentierte und ähnlich dezentrale Struktur der britischen *Verbandslandschaft* wie in den USA erleichtert. Interessengruppen konkurrieren miteinander um Mitglieder und um Interessenberücksichtigung durch die Regierung. Anders als in korporatistischen Systemen sind sie nicht in der Lage, kollektive Vereinbarungen auszuhandeln oder gar ihre Mitglieder auf deren Einhaltung zu verpflichten. Gleichwohl bedeutet ein weitreichendes Reformpotential der Regierung und Mehrheitspartei jedoch nicht notwendigerweise auch einen »hierarchisch-interventionistischen« Umgang des Staates mit der Ökonomie oder der Gesellschaft. Historisch entwickelte sich in Großbritannien, anders als in Kontinentaleuropa, keine ideologische Trennung von Staat und Gesellschaft. So wurde der Staat als politische Denkfigur mit einer Verantwortlichkeit zur Wahrnehmung öffentlicher Aufgaben in dieser Form kaum thematisiert. Öffentliche Aktivitäten entsprangen daher nicht zweckgerichtetem staatlichen Handeln, sondern der Konkurrenz gesellschaftlicher Gruppen, die versuchten, ihre jeweiligen Vorstellungen des »allgemeinen Interesses« über parlamentarische Repräsentation zur Geltung zu bringen. Staat und Gesellschaft sind im britischen Staatsverständnis also unmittelbar verbunden und Institutionen wie Regierung und Parlament werden in erster Linie als Repräsentationsorgane der Zivilgesellschaft und nicht als Staatsorgane verstanden.

Eine vergleichbare Staatsferne kennzeichnet auch die britische *Rechts-tradition*. Deren Wurzeln liegen im Zivilrecht, das heißt im *Common Law*. Dieses beruht weitgehend auf der Beachtung traditioneller Praktiken der Zivilgesellschaft und ist kein kodiertes Recht. Im Vordergrund stehen weniger materielle Regelungen als Fragen des Verfahrens. *Common Law* wird nicht »gesetzt«, sondern anhand früherer Gerichtsentscheidungen interpretiert und auf diese Weise stetig, inkrementalistisch fortentwickelt. Die Rechtsprechung erfolgt vielfach durch Laien und Generalisten, wobei Entscheidungen weniger auf die Einhaltung bestimmter Standards gerichtet sind, sondern



sich darauf konzentrieren, die Einhaltung bestimmter Verfahren zu gewährleisten, unabhängig davon, welche Wirkung daraus resultiert. Anders als in den Vereinigten Staaten erfolgt die Regelanwendung deshalb nicht legalistisch, sondern im Einzelfall sehr pragmatisch, flexibel und nicht-kodifiziert, wobei ein konsensueller *Regulierungsstil* den Umgang mit den Regulierungsadressaten kennzeichnet.<sup>17</sup>

Im Unterschied zu den USA liegt im *deutschen Föderalismus* der Gesetzesvollzug und in einigen Politikfeldern wie Bildung, Rundfunk oder Kultur auch die Verantwortung für die Politikformulierung ausschließlich bei den Bundesländern. Anders als in den Vereinigten Staaten wird die fragmentierte Staatsstruktur durch eine Vielzahl von Verhandlungsgremien sowohl zwischen einzelnen Bundesländern als auch zwischen Bund und Ländern wieder »reintegriert«. Kennzeichnend für das deutsche Modell des Verbundföderalismus beziehungsweise der »Politikverflechtung« (Scharpf et al. 1976) ist eine beträchtliche Vetomacht der Länder bei der Gesetzgebung in Fragen, die Länderinteressen besonders tangieren. Durch diesen hohen Grad an wechselseitiger Verflechtung zwischen Bund und Ländern wird der im Vergleich zu den Vereinigten Staaten eher unitarische Charakter des deutschen Föderalismus untermauert. Einer Fragmentierung der staatlichen Gewalt steht hingegen der hohe *Organisationsgrad privater Akteure* gegenüber. Dieser zeigt sich nicht nur in der Existenz zentralisierter Spitzenverbände, die teilweise im 19. Jahrhundert und damit lange vor der Gründung vergleichbarer Institutionen in Großbritannien entstanden sind. Im Unterschied zu den beiden angelsächsischen Ländern fungieren Verbände im deutschen Regulierungskontext oftmals als »private Interessenregierungen« (Streeck/Schmitter 1985), die nicht zuletzt durch staatliche Organisations- und Bestandshilfen in die Lage versetzt werden, an korporatistischen Verhandlungsgremien teilzunehmen und Aufgaben der Selbstverwaltung zu übernehmen (Beispiel Industrie-, Handels- oder Handwerkskammern, verbandlich organisierte Normungsgremien). Für den Umgang mit den Regulierungsadressaten ergibt sich daraus ein in vielen Regulierungsbereichen praktizierter konsensueller *Regulierungsstil*, der zwar Abstimmung zwischen Staat und Regulierungsadressaten in der Regulierungspraxis beinhaltet, diese jedoch mit hoheitlicher Distanz verknüpft. Ein solch eher formalistischer Umgang zwischen Regulierern und Regulierten hat seine Wurzeln in der kontinental-

---

17 Vgl. zum britischen Regulierungskontext Johnson (1977), Wilson (1985), Vogel (1986), Knill (1995) und (2001), Kingdom (1999).

Schaubild 1-1 Nationale Regulierungskontexte im Vergleich

	USA	Großbritannien	Deutschland
Staatsstruktur	dezentral (Trenn- föderalismus)	zentralistisch	dezentral (Verbund- föderalismus)
Gesellschafts- struktur	dezentral	dezentral	zentralistisch
Muster gesellschaft- licher Interessen- vermittlung	pluralistisch	pluralistisch	korporatistisch
Rechtstradition	inkrementell- legalistisch	inkrementell- pragmatisch	systematisch- legalistisch
Regulierungsstil	konfrontativ	konsensuell	konsensuell

europäischen *Rechtsstaatstradition*. In dieser Perspektive sind Staat und Gesellschaft ideologisch voneinander separiert, jedoch repräsentiert der Staat als kollektiver Akteur die Nation als Ganzes und orientiert seine Aktivitäten an der Verfolgung eines fiktiven »Gemeinwohls«. Die Wurzel der kontinentaleuropäischen Rechtstradition liegt im Römischen Recht, welches sich durch abstrakt-generelle Regelungen auszeichnet, die logisch deduziert und durch professionelle Richter anhand objektiver Kriterien ausgelegt werden. Das Römische Recht unterscheidet öffentliche und private Angelegenheiten. Hinsichtlich der staatlichen Einflussphäre entwickelte sich daraus ein verbindliches und staatlich erzwingbares Verwaltungsrecht als Ausdruck staatlicher Gewalt. Aus der Rechtsstaatstradition abgeleitet sind zudem Prinzipien wie die rechtliche Gleichbehandlung von Bürgern beziehungsweise Regulierungsadressaten und die Rechtsförmigkeit bürokratischer Verfahren. Letztere wird in der deutschen Regulierungskultur mit Werten wie Vorhersagbarkeit, Verlässlichkeit und einer »gemeinwohlorientierten« Politik des Staates verknüpft.<sup>18</sup>

18 Vgl. zum deutschen Regulierungskontext Johnson (1983 und 1997), Katzenstein (1987), Benz/Goetz (1996), Dyson (1992a und b), Czada (1992), Rudzio (2000); vgl. Schaubild 1 mit einem Überblick über die nationalen Regulierungskontexte.

### 1.3 Das Projektdesign – Theoretischer Ansatz, Fragestellungen und methodisches Vorgehen

Die vorliegende Studie befasst sich mit dem Einfluss der Globalisierung von Finanzmärkten auf die Ausgestaltung von Institutionen der Finanzmarktregulierung auf internationaler und nationaler Ebene. Globalisierung wird damit im Wesentlichen als *unabhängige Variable* und gegebenes Phänomen betrachtet, das Nationalstaaten mit neuem Problemdruck konfrontiert. Nicht diskutiert wird an dieser Stelle hingegen, ob Globalisierung wirklich so neu ist wie immer behauptet oder sich nicht vielmehr Regionalisierungs- statt Globalisierungstendenzen bei der Entgrenzung von Märkten einstellen.<sup>19</sup> Bezogen auf den Finanzsektor scheint es legitim, von zumindest globalen Marktsegmenten zu sprechen – seit Beginn der 70er-, verstärkt jedoch seit den 80er-Jahren lassen sich hier Strukturverschiebungen beobachten, die die Integration nationaler in internationale Finanzmärkte vorangetrieben haben und nationale Regulierungsakteure nachfolgend mit neuen Arten von Finanzrisiken und damit neuen Regulierungsproblemen konfrontierten. Insofern unterstützt diese Arbeit die Auffassung der politischen Ökonomie oder der soziologischen Globalisierungsliteratur hinsichtlich der neuen Qualität, die die Entgrenzung von Finanzmärkten seit Ende der 70er-Jahre angenommen hat, teilt jedoch nicht deren Steuerungspessimismus.

Vielmehr gehe ich davon aus, dass Nationalstaaten zwar vorwiegend in Feldern makroökonomischer Steuerung und Umverteilungspolitik an Handlungsspielräumen verloren haben, jedoch im Bereich der Finanzmarktregulierung nach wie vor Funktionsleistungen erbringen, die nicht nur für Marktakteure, sondern auch zur Eindämmung negativer Externalitäten wichtig sind.<sup>20</sup> Von daher bewegt sich die Studie im Kontext der Diskussionsstränge, die sich für institutionelle Antworten auf die durch Globalisierung erzeugten Problemlagen interessieren und damit im weitesten Sinne »steuerungstheoretisch« oder »problemlösungsorientiert« ausgerichtet sind. Unter Problemlösungsaspekten interessiert im vorliegenden Fall vor allem, ob Sicherheitsstandards zur Vermeidung von Systemrisiken oder zur Bearbeitung von Problemen asymmetrischer Information unter Globalisierungsbedingungen

---

19 Vgl. als eher globalisierungskritische Literatur Boyer/Drache (1996), Hirst/Thompson (1999), Busch/Plümper (1999).

20 Vgl. mit einer eher differenzierten Einschätzung der verbleibenden staatlichen Handlungskapazitäten Evans (1997), Hirst/Thompson (1999), Bernauer (2000) und aus linker *beziehungsweise* marxistischer Perspektive Mann (1997) und Jessop (1997).

formuliert und implementiert werden können, ob diese das »Qualitätsniveau« von Standards über- oder unterschreiten, die unter Bedingungen »geschlossener Finanzmärkte« Gültigkeit hatten und welche Rolle der Nationalstaat in Prozessen regulativer Reformen spielt.

Dem aktuellen Stand der eher steuerungsorientierten Literatur zufolge liegen »Problemlösungspotentiale« im Bereich der Finanzmarktregulierung sowohl auf internationaler als auch auf nationaler Ebene. So hat die Regimediskussion gezeigt, dass Nationalstaaten Regulierungsstandards untereinander koordinieren, um mobilen Marktakteuren »Exit«-Optionen und damit die Möglichkeit zu regulativer Arbitrage zu nehmen. Insofern reformieren zumindest westliche Industriestaaten ihre Modelle der Bankenregulierung in aller Regel nicht unabhängig voneinander; vielmehr wird über die Richtung des institutionellen Umbaus im Kontext internationaler Regime wie dem »Basler Komitee« vorentschieden. Wenn Länder also weniger unabhängig voneinander und damit weniger pfadabhängig auf neue Herausforderungen reagieren als die Komparatistik annehmen würde, so gilt doch umgekehrt auch, dass nationale Finanzmarktreformen oftmals über die bloße Umsetzung internationaler Vereinbarungen hinausgehen. Entgegen der Vorstellung der »IB«-(und auch der Europa-)forschung, es gehe bei nationalen Reformmaßnahmen allenfalls um »compliance« mit international verhandelten Standards, haben komparatistische Arbeiten gezeigt, dass Reichweite, Ablauf und Konfliktmuster nationaler Finanzmarktreformen eben wesentlich durch den jeweiligen nationalen beziehungsweise sektoralen Regulierungskontext bestimmt werden und deshalb Spielräume für nationale Besonderheiten verbleiben. Vieles spricht also dafür, dass im Finanzsektor, ähnlich wie in anderen Politikfeldern auch, »Regieren in komplexe, vielschichtige Netzwerke« (Grande/Risse 2000) eingebettet ist, in denen der Nationalstaat vieles nicht mehr allein kann, Problemlösungen jedoch auch nicht ohne ihn denkbar sind und sein spezifischer Anteil an kollektiven Problemlösungen je nach nationalem oder sektorialem Kontext variiert.

Wenn dies so ist, erscheint ein Projektdesign angemessen, das explizit einen Brückenschlag zwischen unterschiedlichen theoretischen Ansätzen herstellt, statt diese argumentativ gegeneinander auszuspielen. Im Wesentlichen sollen dabei zwei Diskussionsstränge miteinander verknüpft werden: der »*International-governance*«-Ansatz, welcher Problemlösungspotentiale vorwiegend auf europäischer oder internationaler Ebene verortet (so etwa die Internationale politische Ökonomie, die Regimedebatte in den Internationalen Beziehungen oder auch die Europaforschung) und ein *historisch-vergleichender*

*Ansatz* (etwa der »historische Institutionalismus« oder die international vergleichende Policyforschung), der den Fortbestand nationaler Spezifitäten auch unter Globalisierungsbedingungen behauptet. Deshalb wird als *abhängige Variable* zwar schwerpunktmäßig der Umbau *nationaler* Regulierungsinstitutionen in den Blick genommen, gleichzeitig werden die auf *europäischer* beziehungsweise *globaler* Ebene teils früher, teils parallel ablaufenden Prozesse der »positiven Integration«, das heißt der Diffusion oder Harmonisierung von Sicherheitsstandards in den Feldern Kapitalmarkt- und Bankenregulierung ebenfalls rekonstruiert. Positive Integration auf internationaler Ebene stellt einerseits eine Antwort auf die fortschreitende ökonomische Entgrenzung und die damit verbundenen Regulierungsprobleme dar, ist jedoch aus nationaler Sicht auch Ausdruck von Globalisierung, die sich darin zeigt, dass auf internationaler Ebene wichtige Vorentscheidungen über die Art von Sicherheitsstandards getroffen werden, mit denen Finanzrisiken eingedämmt werden sollen. Gleichwohl, so die in dieser Arbeit vertretene These, gehen aus internationalen Vereinbarungen oder Imitationsprozessen lediglich *hegemoniale Leitmodelle* sektoraler Regulierung hervor, die durch nationale Reformen über- oder unterschritten werden können. Letztlich konstituieren diese Leitmodelle einen Anpassungsdruck für Nationalstaaten, der je nach »fit« oder »misfit« der vorhandenen (nationalen oder sektoralen) Regulierungsstruktur mit dem Leitmodell mehr oder weniger groß sein kann.

Damit kommen wir zum eigentlichen Kern der abhängigen Variable, der Erklärung von Prozessen und Ergebnissen institutioneller Reformen auf *nationaler* Ebene. Im Mittelpunkt des Interesses steht die Frage, durch welche institutionellen Merkmale sich nationale und sektorale Modelle der Finanzmarktregulierung bis in die 60er- beziehungsweise 70er-Jahre hinein auszeichneten und wie sich diese Regulierungsmodelle unter Globalisierungsbedingungen verändert haben. Gerade weil regulative Politik im Finanzsektor eine teils dreihundertjährige Geschichte besitzt und ihre historische Entwicklung eng mit Prozessen der Währungsintegration und Staatenbildung verknüpft ist, andererseits wie wohl kein zweites Politikfeld dem Einfluss ökonomischer und politischer Entgrenzung unterliegt, erscheint dieser Sektor zur Analyse von Globalisierungseffekten und -reaktionen besonders geeignet. Verglichen werden in der Studie beispielsweise der Grad an staatlich-privater Arbeitsteilung im nationalen Regulierungsregime, die verwendeten Regulierungsinstrumente und Regulierungsphilosophien, institutionelle Arenen, in denen Konflikte über regulative Politik ausgetragen werden, der jeweilige Zentralisierungsgrad der Regulierungs-, aber auch der Marktstruktur sowie die Akteure, die durch das jeweilige institutionelle Gefüge privilegiert

und als besonders handlungsfähig erscheinen. Mit dem »historischen Institutionalismus« (Thelen/Steinmo 1992) teilt die Untersuchung die Annahme, dass die Rekonstruktion solch institutioneller, historisch gewachsener Regulierungspfade Aufschluss über typische Konfliktstrukturen, Anpassungsreaktionen und damit die Richtung institutionellen Wandels geben kann, der durch externen, durch Globalisierungseffekte erzeugten Problemdruck ausgelöst wird. Zudem wird angenommen, dass sich die jeweiligen nationalen beziehungsweise sektoralen Regulierungsregime bis in die 60er- beziehungsweise 70er-Jahre in einer Art »institutionellem Gleichgewicht« befanden, das nicht zuletzt durch ein System umfangreicher Wettbewerbsbeschränkungen auf nationaler und internationaler Ebene aufrechterhalten wurde. Unter neuen ökonomischen und politischen Rahmenbedingungen wurde ein Umbau nationaler Regulierungsinstitutionen nicht zuletzt dadurch ausgelöst, dass sich die Präferenzen der strategisch wichtigen Akteure änderten, deren Strategieoptionen und Reaktionsmöglichkeiten jedoch durch ihren jeweiligen Handlungskontext mitbestimmt wurden. Im Sinne des »akteurzentrierten Institutionalismus« (Mayntz/Scharpf 1995b; Scharpf 2000) liegt der Studie die Überzeugung zu Grunde, dass institutioneller Wandel Ergebnis des Zusammenwirkens eigeninteressierter korporativer Akteure ist, deren Wahrnehmungen, Entscheidungen und Handlungsrepertoires wiederum durch den jeweiligen institutionellen Handlungszusammenhang beschränkt oder ermöglicht, jedoch nicht determiniert werden (Scharpf 2000: 83). Der theoretische Fokus der Studie liegt deshalb vorwiegend darauf, die Antriebskräfte und Mechanismen des Wandels nationaler Regulierungsinstitutionen (und weniger ihre Entstehung) zu rekonstruieren und hierbei insbesondere das Zusammenspiel von internationaler und nationaler Ebene in den Blick zu nehmen.

Die vorliegende Arbeit steht in einem Diskussionszusammenhang, der in der Interdependenzforschung seit Ende der 70er-Jahre als »Second-Image-Reversed«-Ansatz bekannt wurde und im Kontext der Globalisierungsforschung neue Popularität erfährt (vgl. etwa Keohane/Milner 1996; Caporaso 1997; Grande/Risse 2000; Bernauer 2000). Im Kern beschäftigen sich die von Peter Gourevitch (1978, 1986), Peter Katzenstein (1978, 1985) oder auch Fritz Scharpf (1987) vorgelegten Arbeiten mit der Frage, wie nationale Reaktionen auf internationale ökonomische Herausforderungen und Anpassungszwänge erklärbar sind. Eine Verknüpfung mit institutionalistischen Ansätzen ergibt sich durch die Annahme, dass internationale Entwicklungen zwar prinzipiell die Interessen politischer Koalitionen im innerstaatlichen Bereich beeinflussen, deren Wirkung und auch die jeweiligen politischen

Reaktionen jedoch durch den nationalen institutionellen Handlungskontext gefiltert werden. So stellte Scharpf (1987) in seiner Studie der Bekämpfung von Inflation und Arbeitslosigkeit durch verschiedene europäische Länder fest, dass die Basiserklärung für den unterschiedlichen Erfolg der Wirtschaftspolitik zwar in einem Modell »verbundener Spiele« lag, die jeweils zwischen Regierung und Gewerkschaften beziehungsweise zwischen Regierung und Wählern ausgetragen wurden, nationale Unterschiede aber letztlich durch die institutionellen Rahmenbedingungen erklärt werden konnten, innerhalb derer die strategischen Interaktionen stattfanden (etwa variierender Organisationsgrad der Gewerkschaften oder Autonomiegrad der Zentralbank). Im Unterschied zu den bisherigen Arbeiten der »Second-Image-Reversed«-Tradition nimmt die Arbeit jedoch die Wechselwirkungen zwischen »innen und außen«, zwischen »Domestizierung internationaler Politik« und »Internationalisierung des Nationalstaates« (Caporaso) in den Blick (vgl. in diesem Sinne auch Lütz 1999; Deeg/Lütz 2000) und beleuchtet nicht nur die Antwort einzelner Staaten auf neue Problemlagen, sondern auch deren *interdependentes* Handeln.

Zusammenfassend lassen sich die Untersuchungsdimensionen mit folgenden *Fragestellungen* umschreiben:

1. Wie verändern sich *nationale Modelle der Banken- und Kapitalmarktregulierung* durch die Globalisierung von Finanzmärkten? Lassen sich im internationalen Vergleich Konvergenzprozesse hin zur Bildung von »regulativen Leitmodellen« beobachten? Welche Rolle spielt der Staat im Verhältnis zu privaten Akteuren in nationalen Regulierungsarrangements?
2. Welche *Mechanismen* führen zur Durchsetzung neuer Regulierungsmodelle auf internationaler Ebene? Welche Rolle spielen die europäische oder die globale Ebene bei der Entstehung neuer Regulierungslösungen? Welche Rolle spielt der Nationalstaat dabei?
3. Wie verlaufen *Reformprozesse auf nationaler Ebene*? Wer sind die treibenden Akteure in nationalen Reformkoalitionen? Welche Implikationen hat der institutionelle Handlungskontext auf nationaler beziehungsweise sektoraler Ebene für den jeweiligen Ablauf und die Reichweite nationaler Finanzmarktreformen?

4. Wie sind die *Handlungsspielräume nationalstaatlicher Akteure* im internationalen Mehr-Ebenen-System zu bewerten, wenn es um den Bereich regulativer Politik geht?

In der vorliegenden Arbeit möchte ich den Umbau nationaler Modelle der Banken- und Kapitalmarktregulierung vergleichend, *ex post* erklären; insofern ist die Studie nicht deduktiv-hypothesentestend angelegt. Im Mittelpunkt der Untersuchung steht ein Vergleich der Reform sektoraler Regulierungsmodi in den *Vereinigten Staaten*, *Großbritannien* und in *Deutschland*. Bei den untersuchten Ländern handelt es sich zunächst einmal um drei Staaten mit insgesamt weit entwickelten Finanzmärkten, von denen die beiden angelsächsischen Länder zu den weltweit größten zählen. Folglich ist zu erwarten, dass beide Staaten Vorreiterfunktionen einnehmen, wenn es um den Umbau nationaler Regulierungsinstitutionen geht und sich mögliche Konvergenzprozesse am ehesten in diesen beiden Ländern zeigen, während für Deutschland eher verzögerte Anpassungsreaktionen zu erwarten sind. Hinsichtlich ihrer für regulative Politik relevanten institutionellen Struktur unterscheiden sich die drei Länder signifikant voneinander. Die Fallauswahl orientiert sich damit an einem »most-different-systems design« (Przeworski/Teune 1970). Wie bereits im letzten Kapitel aufgezeigt wurde, bestehen wichtige institutionelle Varianzen zwischen den Vereinigten Staaten, Großbritannien und Deutschland im unterschiedlichen Zentralitätsgrad ihrer jeweiligen Staats- beziehungsweise Gesellschaftsstruktur, in einem eher konfrontativen oder konsensorientierten Regulierungsstil sowie einer Rechtstradition, die eine eher inkrementelle oder umfassend-holistische beziehungsweise legalistische oder pragmatische Herangehensweise an Regulierungsfragen nahe legt.

Inwieweit solche »nationalen Regulierungskontexte« jedoch in spezifischen Politik- beziehungsweise Regulierungsfeldern handlungsprägend wirken, ist in aller Regel eine empirische Frage. In der politikfeldorientierten Literatur wird bezweifelt, dass es überhaupt »nationale Regulierungsstile« (Vogel 1986) gibt; vielmehr seien die Unterschiede in der Struktur einzelner nationaler Politikfelder beziehungsweise Wirtschaftssektoren mindestens ebenso groß wie die zwischen einzelnen Staaten (vgl. etwa Jann 1983; Feick 1983; Atkinson/Coleman 1989; Czada/Lehmbruch 1998). Ob auch bei der nationalen Anpassung an neue, durch Globalisierung induzierte Problemlagen eher »nation or sector matters«, ist eine Frage, die durch die Verknüpfung von Länder- und Sektorvergleich am ehesten beantwortet werden kann. Die vorliegende Untersuchung nimmt mit der *Banken- und Kapitalmarktregulierung* zwei zentrale Subsektoren und Regulierungsfelder der Finanzmarktregulierung



gulierung in den Blick, die sich in zweifacher Hinsicht voneinander unterscheiden. Zum einen geht es in beiden Bereichen um die Bearbeitung jeweils unterschiedlicher »Sicherheitsprobleme« – während bei der Regulierung von Kapitalmärkten vornehmlich Informationsasymmetrien zwischen Händlern und Investoren abgebaut werden sollen, zielt die klassische Bankenregulierung auf die vorbeugende Eindämmung von Finanzrisiken, um deren Kumulation und Ausweitung zu systemgefährdenden »Systemrisiken« zu verhindern. In der institutionellen Ausgestaltung der Regulierung zeichnen sich beide Sektoren durch einen *unterschiedlichen Grad an Staatsnähe* aus. So befanden sich Börsen als organisierte Kapitalmärkte in allen Ländern weitgehend in der Hand von Marktteilnehmern und wurden lange Zeit durch selbstverwaltete Regime reguliert. Die institutionelle Struktur der Bankenregulierung hingegen folgt meist der Struktur des jeweiligen nationalen Regulierungskontextes und zeichnet sich in allen Ländern durch eine historisch frühere Staatseinbindung und einen höheren Grad an staatlicher Beteiligung im sektoralen Regulierungsmodell aus. Die Auswahl beider Subsektoren verspricht daher, Aufschlüsse über die unterschiedlichen Bedingungen der Transformation und Konvergenz von eher staatlich regulierten oder privat-selbstregulierten Sektoren zu geben.

Methodisch beruht die Untersuchung in weiten Teilen auf einer *qualitativen Inhaltsanalyse* der zum Thema vorhandenen Sekundärliteratur, wobei zu den historischen Teilen auch auf wirtschaftshistorische Arbeiten, zu den im Zuge von Globalisierung entstehenden Marktveränderungen auch auf ökonomische Fachliteratur sowie die Auswertung von Statistiken der OECD, des Internationalen Währungsfonds (IWF), der Deutschen Bundesbank und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zurückgegriffen wurde. Die in den letzten zehn Jahren erfolgten Reformen regulativer Policies auf nationaler und internationaler Ebene wurden rekonstruiert mit Hilfe von Stellungnahmen und Publikationen der beteiligten Regulierungsinstitutionen und Interessenverbände auf Banken- und Börsenseite, unter Rückgriff auf die Berichterstattung in einschlägigen Tageszeitungen (Financial Times, Financial Times Deutschland, The Independent, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Süddeutsche Zeitung, Die Zeit) sowie durch circa sechzig Interviews, die zwischen 1995 und 1998 mit staatlichen Regulierungsakteuren (Finanzministerien, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken), Vertretern einzelner Banken, Börsen und ihrer Verbände auf nationaler, europäischer und globaler (Regime-)Ebene durchgeführt wurden. Soweit diese Interviews im Text zitiert werden, erfolgt dies im Interesse der Anonymität der Gesprächspartner in verschlüsselter Form.

## 1.4 Das Argument

Im Einklang mit der neueren, globalisierungskritischen Literatur zeigt die Untersuchung, dass Nationalstaaten integraler Bestandteil von Globalisierungsprozessen sind und von einem »Abschied vom Nationalstaat« keinesfalls die Rede sein kann.<sup>21</sup> Auch im Bereich der Finanzmarktregulierung leisten Nationalstaaten nach wie vor zentrale Beiträge zur Bearbeitung von Kollektivgutproblemen wie der Verhinderung negativer Externalitäten. Welche Beiträge dieses im Einzelnen jedoch sind, hängt nicht zuletzt vom jeweiligen Regulierungsproblem, dem nationalen und sektoralen Handlungskontext sowie den verfügbaren Strategien der relevanten Akteure ab. Wenn es stimmt, dass Problemlösungspotentiale unter Bedingungen ökonomischer und politischer Entgrenzung nur noch in »vielschichtigen Netzwerken des globalen Regierens« (Grande/Risse 2000: 255) zu verorten sind, kommt es darauf an zu rekonstruieren, was Nationalstaaten in diesen Netzwerken noch *allein* können. Das nationalstaatliche »Koordinatensystem« besteht im vorliegenden Fall aus dreierlei Arten von Relationen:

- erstens aus seinem *Verhältnis zu privaten Akteuren* als Regulierungsadressaten;
- zweitens aus seiner *Beziehung zu oberen Entscheidungsebenen* im europäischen und globalen Kontext;
- drittens aus seiner *Relation zu anderen Nationalstaaten*, die unter vergleichbarem Problemdruck stehen, jedoch mit anderen institutionellen Handlungskapazitäten ausgestattet sind.

Das Verhältnis zwischen *Nationalstaat und privaten Akteuren* verändert sich unter Globalisierungsbedingungen auf weitaus komplexere Weise als dies die »Dominanzhypothese« der politischen Ökonomie nahe legt. Als Antwort auf neue, durch Globalisierungsprozesse induzierte Regulierungsprobleme beobachten wir Verschiebungen in der Arbeitsteilung zwischen Staat und privaten Akteuren, die jedoch sektoral unterschiedlich verlaufen und deshalb nicht ausschließlich durch Rückgriff auf nationale Regulierungskontexte und deren institutionelle Rahmenbedingungen erklärbar sind. Dort, wo es wie im Kapitalmarktsektor darum geht, Spielregeln entgrenzter Märkte zu formalisieren und deren Einhaltung durch die Marktteilnehmer

---

21 Vgl. in diesem Sinne prinzipiell auch Evans (1997), Hirst/Thompson (1999), Helleiner (1999), Grande/Risse (2000), Bernauer (2000).

sichtbar und glaubwürdig sicherzustellen, löst der Nationalstaat Institutionen kollektiver Selbstverwaltung ab. In allen untersuchten Ländern erweitern staatliche Regulierungsbehörden ihre Kapazitäten zur Überwachung von Markt und Marktverhalten sowie zur Sanktionierung von Regelverstößen. Als »Kapitalmarktpolizei« greifen spezialisierte Regulierungsbehörden nun verstärkt auf das nationalstaatliche Monopol legitimer Gewaltanwendung zurück. Im Bankensektor rückt die wachsende Komplexität der Risikobegrenzung in den Mittelpunkt der Regulierung. Weil Staaten in aller Regel nicht über hinreichendes Wissen verfügen, um treffsichere und kostengünstige Formen der Risikobegrenzung zu entwickeln, delegieren sie einen Teil des Risikomanagements an die Banken. Ob derartige »public-private partnerships« zur »capture« (Gefangennahme) der Regulierer durch die Regulierten führen, hängt dann von der Qualität des Kontroll- und Sanktionsinstrumentariums auf nationaler Ebene ab. Zusammengenommen lässt sich auf nationalstaatlicher Ebene vielmehr die Erweiterung von Kompetenzen und Regulierungsaufgaben statt eines Prozesses der »Entstaatlichung« konstatieren.

Das, was Nationalstaaten an operativen Kompetenzen bei der Überwachung von Regeln und der Sanktionierung von Regelverstößen im Gefolge der Globalisierung gewinnen, verlieren sie jedoch bei der *Regelformulierung* an die *europäische* oder *globale Ebene*. In unseren beiden Regulierungsfeldern wird über das »Gesicht« von Sicherheitsstandards in zwischenstaatlichen Koordinationen und marktgesteuerten Diffusionsprozessen entschieden. Beide Mechanismen tragen dazu bei, dass der regulative Wettbewerb im Finanzsektor nicht in ein »race to the bottom«, sondern vielmehr in ein »race to the top« mündet. Im Bankensektor kommt es seit den 70er-Jahren auf der Ebene des Basler Komitees kriseninduziert zu immer neuen Schüben der Re-Regulierung und Erweiterung von Regulierungsstandards; im Kapitalmarktsektor breiten sich seit den 80er-Jahren neue Transparenzstandards vermittelt über den Druck amerikanischer Regulierungs- und Marktakteure nach Europa aus. Die Europäische Union fungiert in beiden Fällen als intermediäre Ebene zwischen globalen Regimen beziehungsweise Marktprozessen einerseits und Nationalstaaten andererseits. Europäische Politik vollzieht in Fragen der positiven Integration des Banken- und Kapitalmarktsektors im Wesentlichen inhaltlich nach, was durch externe Einflüsse induziert wird, schafft jedoch durch ihr institutionelles Instrumentarium wie Richtlinien etc. größere Verbindlichkeit für die Umsetzung von Standards auf nationaler Ebene, die in den europäischen Staaten zur stärkeren Verrechtlichung regulativer Politik beiträgt.

Ob und wenn ja, wie stark sich Nationalstaaten beim Umbau ihrer sektoralen Regulierungsregime an den jeweiligen »internationalen Leitmodellen« orientieren, hängt davon ab, wie weit ihr sektorales Regime vom Leitmodell entfernt ist und welche Handlungskapazitäten bestehen, Reformen zu blockieren oder durchzusetzen. Die Untersuchung zeigt, dass Finanzministerien und Regulierungsbehörden des Bundes in allen Ländern Teil der Modernisierungskoalitionen waren, die die Anpassung ihrer sektoralen Regime an globale Standards gegen interne Widerstände durchsetzten. Als entscheidend für die Frage, wie durchsetzungsfähig eine Regierung gegenüber nationalen »Vetospielern« letztlich war und wie weitreichend die sektorale Reform am Ende ausfiel, erwies sich der Zentralisierungsgrad der Staatsstruktur im sektoralen Regulierungsregime. Dort, wo die Regierung auf Grund eines unitarischen Staatsaufbaus und der zentralen Rolle der Regierungspartei im Parlament äußerst handlungsfähig war wie in Großbritannien, kam es zu weitreichender Umgestaltung der heimischen Finanzmarktregulierung, deren Umfang über das »sektorale Leitmodell« hinausging. Demgegenüber wurden Reformen in föderal strukturierten Regulierungsfeldern wie im deutschen Kapitalmarkt- und im amerikanischen Bankensektor gegen den Widerstand lokal orientierter Marktteilnehmer und Teilen des Staatsapparates nur sehr schleppend umgesetzt. Im Ländervergleich erwies sich Deutschland als das Land mit dem größten Reformbedarf und den größten Reformblockaden, wohingegen die USA unter dem geringsten Druck standen, ihre heimischen Regulierungsmodelle globalen Standards anzupassen und deshalb ein regulativer Umbau von nur geringer Reichweite stattfand. Die Ergebnisse geben insgesamt Anlass zu einem »gemäßigten Steuerungsoptimismus«. Staaten haben ihr Regulierungsinstrumentarium eher um- statt abgebaut und veränderten Problemlagen angepasst. Allerdings erfolgten regulative Reformen wie im Kapitalmarktsektor nicht immer *gegen* den Willen der Marktteilnehmer, sondern durchaus im Konsens mit diesen. Regulative Staatlichkeit bewegt sich damit im Spannungsfeld zwischen »Wettbewerbsstaat« (vgl. Cerny 1993; Hirsch 1995) einerseits, der seine Ressourcen in den Dienst der heimischen Finanzplatzförderung stellt, und »Interventionistaat« andererseits, der die Marktteilnehmer zur Internalisierung ihrer Geschäftsrisiken *zwingt*.

Das Buch ist folgendermaßen strukturiert: *Kapitel 2* und *3* konzentrieren sich auf die historische Rekonstruktion der nationalen Regulierungspfade in den Sektoren Kapitalmarkt und Banken. Von Interesse ist hierbei insbesondere der bis zu den 70er-Jahren bestehende Grad an institutioneller Arbeits-

teilung zwischen Staat und Privaten beziehungsweise zwischen verschiedenen staatlichen Ebenen im Regulierungsmodell, die jeweils eingesetzten Regulierungsinstrumente und verfolgten Regulierungsphilosophien, die Arenen, in denen Konflikte über regulative Politik ausgetragen wurden sowie die Frage, welche Akteure innerhalb der jeweiligen sektoralen Regulierungsstruktur eine strategische Position besitzen und als besonders handlungsfähig erscheinen. Der Überblick illustriert noch einmal den eher »privaten« Charakter der nationalen Kapitalmarktregime und die stärker staatlich bestimmte Sektorstruktur im Bankenbereich, zeigt jedoch auch die nationalen Varianzen innerhalb der sektoralen Regime auf.

*Kapitel 4* gibt einen Überblick über die veränderten Rahmenbedingungen, mit denen nationale Regulierungsakteure seit Beginn der 60er-Jahre konfrontiert werden. Dabei handelt es sich einerseits um Prozesse ökonomischer Entgrenzung (negative Integration; vgl. Kapitel 4.1 und 4.2), die durch Maßnahmen der Deregulierung und Liberalisierung auf nationaler und internationaler Ebene vorangetrieben wurden und in den 80er- und 90er-Jahren zu fundamentalen Strukturverschiebungen im internationalen Finanzgeschäft führten. Als Resultat dieser Marktveränderungen entstanden zum einen neue Arten von Finanzrisiken beziehungsweise -krisen, welche die staatlichen Regulierungsakteure mit neuen Regulierungsproblemen konfrontierten, zum anderen betrat mit den institutionellen Investoren eine potente Akteurgruppe das internationale Parkett, die eigene Präferenzen in Prozessen regulativer Anpassung geltend machte.

Prozessen der Marktexpansion folgten solche der »positiven Integration«, der Redefinition regulativer Sicherheitsstandards auf internationaler Ebene (Kapitel 4.3 und 4.4), die jedoch in den beiden untersuchten Sektoren nach unterschiedlichen Strukturmustern abliefen und mit unterschiedlichen Regulierungsergebnissen endeten. Während sich im Kapitalmarktsektor mit Hilfe von Marktmechanismen ein »regulatives Leitmodell« durchsetzte, in dessen Mittelpunkt die Sicherung von Transparenz über Markt und Verhalten der Marktakteure steht, kam es im Bankensektor auf dem Wege internationaler Koordination in den 90er-Jahren zu einem flexiblen und differenzierten Regulierungsansatz, der die nun größere Komplexität von Finanzrisiken durch engere Kooperation von Staaten und regulierten Banken zu bearbeiten sucht.

*Kapitel 5* und *6* widmen sich den Prozessen des Umbaus nationaler Regulierungsmodelle. Der Vergleich zeigt, dass sich nationale Reformen der Finanzmarktregulierung in allen Ländern an dem jeweiligen »hegemonialen Leitmodell« orientieren und Teilelemente ihres Regulierungsregimes in ähn-

licher Weise reformieren. So erfolgt im Kapitalmarktsektor ein Prozess der Verstaatlichung vormals selbstregulierter Sektorregime, während im Bankensektor zumindest im globalen Marktsegment engere Kooperationen zwischen nationalen Aufsichtsbehörden und Global Players unter den Banken eingegangen werden. Gleichwohl unterscheiden sich die in den einzelnen Ländern ablaufenden Reformprozesse in der Reichweite sowie hinsichtlich der aktiven Akteure in den nationalen Reformkoalitionen und ihrer Konfliktmuster.

*Kapitel 7* fasst noch einmal die zentralen Befunde zusammen. Die Antriebskräfte institutionellen Wandels auf nationaler Ebene werden theoretisch aufgearbeitet. Abschließend werden die unterschiedlichen Facetten eines »neuen Gesichts des regulativen Staates« diskutiert.



Teil I  
Die alten Regulierungsmodelle





## Kapitel 2

# Der Kapitalmarktsektor – Private Selbstregulierung als Sektormodell

Börsen gelten als die meist umstrittenen Institutionen des Finanzsektors. Ihre Gegner betrachten sie als »Spielhölle«, in der unkundige Bürger zur Spekulation verführt werden, während ihre Anhänger ihre Bedeutung als idealtypischer Kapitalmarkt hervorheben, der Angebot und Nachfrage an Wertpapieren bündelt und daher Investoren optimale Preise bietet. Heutzutage herrscht eher die letztere rationalere Sichtweise vor, obwohl die technischen Möglichkeiten zur Spekulation sich seit dem 19. Jahrhundert erheblich vergrößert haben wie auch die Beispiele für Spekulationskrisen zunahmen. Genau diese Fälle des Versagens der unsichtbaren Hand des Marktes sind der Grund dafür, dass Börsenmärkte in einen regulativen Rahmen eingebettet sind, der sie von einem unregulierten Markt wie elektronischem Wertpapierhandel innerhalb privater Firmennetzwerke unterscheidet. Die Einbettung in diesen Ordnungsrahmen soll insbesondere Anlegern von Wertpapieren Transparenz über die dort stattfindenden Transaktionen und Handelspraktiken ermöglichen und gleichzeitig Verstöße gegen die Marktregeln sanktionieren.

Unser Überblick auf die Geschichte sektoraler Regulierung in Deutschland, den Vereinigten Staaten und Großbritannien zeigt jedoch, dass in allen Ländern das Bewusstsein eines staatlichen Regelungsbedarfes in diesem Feld lange Zeit nur sehr unterentwickelt war. Börsen als »Ikonen« des Kapitalismus waren vielmehr durch eine Tradition der Staatsferne gekennzeichnet. Organisierte Kapitalmärkte wurden von Marktteilnehmern selbst aufgebaut und verwaltet, das Handelsgeschehen wurde zunächst von diesen reguliert.<sup>1</sup> Trotz der Dominanz privater Selbstregulierung in den verschiedenen Ländern kam es jedoch zu nationalen Variationen in der Sektorstruk-

---

1 Vgl. als Überblick Stonham (1987), Sobel (1994), Moran (1991), Coleman (1994 und 1996), Tiedeken (1999).

tur, aus denen sich differierende nationale Pfade und Konfliktkonstellationen zwischen den beteiligten Akteuren ergeben.

## 2.1 Die Vereinigten Staaten – Autorisierte Selbstregulierung bis 1960

Die Marktstruktur des amerikanischen Börsensektors war dezentral geprägt; so bestanden bis 1817 im ganzen Land bereits hundert Börsen. Allerdings bestand jedoch eine räumliche Zentralisierung des Börsengeschehens in New York, wo allein vierundzwanzig Börsen ihren Sitz hatten. Mit dem Buttonwood Tree Agreement von 1792 vereinbarten vierundzwanzig Makler an der Wall Street, eine Kommissionsgebühr für ihre Tätigkeit von ihren Kunden zu verlangen und sich untereinander Vorzugskonditionen beim Aktienhandel einzuräumen. Mit dieser Kartellvereinbarung war die Grundlage des 1817 gegründeten New York Stock and Exchange Board gelegt, bei dem es sich um einen Zusammenschluss von Börsenmaklern und Investmentbanken handelte, die in den urbanen Zentren wie der New Yorker Wall Street Fuß gefasst hatten. Die New Yorker Börse entwickelte eine auf Selbstregulierung und Wettbewerbsbeschränkung ausgerichtete Börsenverfassung. Diese regelte unter anderem die Aufnahme neuer Mitglieder sowie die Registrierung von ausgeführten Aufträgen (vgl. hierzu auch Altendorfer 1995: 3–5). Untereinander waren die amerikanischen Börsen weitgehend abgeschottet. So untersagte die New Yorker Börse ihren Mitgliedern, in New York registrierte Aktien an anderen Börsenplätzen zu handeln. Letztlich sollte diese wechselseitige Abschottung die Beziehungen der Marktteilnehmer bis weit ins folgende Jahrhundert hinein bestimmen.

Wie auch in Deutschland erlebten Börsen und Investmentbanken im Zuge der Industrialisierung einen rapiden Aufschwung. Der Handel mit Eisenbahnaktien, Regierungsanleihen und Papieren von Energieversorgungsfirmen ließ die Börsenspekulation aufblühen. In den USA entwickelten sich spezialisierte Investmentbanken zu Vermittlern bei der Emission von Aktien und Anleihen. Zunächst kontrollierten sie auch die Aufsichtsräte wichtiger Firmen in Schlüsselindustrien wie dem Eisenbahnsektor und begannen unter anderem britisches Investitionskapital in die USA zu lenken. Die wohl bekannteste dieser Investmentbanken war J.P. Morgan, eine Legende der amerikanischen Finanzwelt und die zum damaligen Zeitpunkt möglicherweise am besten international vernetzte amerikanische Institution (Cerny 1994: 179).

Krisensituationen boten Anlässe für einzelstaatliche Eingriffe in das System der Selbstregulierung. 1869 erlitt die New York Stock Exchange (NYSE), wie die New Yorker Börse seit 1863 genannt wurde, nach dem Zusammenbruch von Goldspekulationen ihren ersten »Schwarzen Freitag«. 1873 musste der Handel nach dem Bankrott von 79 Wertpapierhändlern für fast zwei Wochen eingestellt werden. Ein rasanter Anstieg der Wertpapierpreise und Gerüchte um Manipulationen des Börsenkartells bei Emission und dem Handel von Wertpapieren riefen den Gesetzgeber auf den Plan. Die Einzelstaaten begannen, so Kansas im Jahre 1911, Wertpapiergesetze zu erlassen, die die Marktteilnehmer zu mehr Publizität im Börsenhandel verpflichten sollten (Blue Sky Laws). Auf Bundesebene setzte der Gouverneur von New York im Jahre 1909 eine Untersuchungskommission ein, die Vorschläge zur Verhütung von Wertpapier- und Warenspekulationen erarbeiten sollte. 1912 empfahl die so genannte Pujo-Kommission dem Kongress, die Börsen staatlicher Kontrolle zu unterwerfen und die Firmen zu weitgehender Publizität zu verpflichten (Altendorfer 1995: 4). Die von den Einzelstaaten begonnenen Aktivitäten waren jedoch auf den ersten Blick wenig erfolgreich. So waren die Blue-Sky-Gesetze durch eine Vielzahl von Ausnahmestimmungen gekennzeichnet; zudem verfügten die Einzelstaaten weder über das Personal, noch über die Gelder für den Aufbau von Überwachungskapazitäten und konnten Firmen, die über Staatsgrenzen hinweg handelten, ohnehin kaum regulieren (Coleman 1994: 251).

Staatliche Vorstöße provozierten, wie auch in anderen Ländern, Bestrebungen der Industrie, sich selbst zu regulieren, um weiter gehende staatliche Interventionsversuche abzuwenden. Im August 1912 spalteten sich die Investmentbanken von der American Bankers Association (ABA) als allgemeinem Interessenverband ab und gründeten mit der Investment Bankers Association (IBA) ihre eigene Interessenvertretung. Der Verband bekannte sich offiziell zum Anlegerschutz und richtete ein Komitee ein, das die Einhaltung von Wohlverhaltensregeln im Investmentbanking gewährleisten sollte. Die IBA betonte stets die moralische Verantwortung ihrer Mitgliedsfirmen in der Öffentlichkeit, um das Image ihrer Profession zu verbessern. Gleichzeitig bekämpfte sie jedoch vehement die einzelstaatliche Wertpapiergesetzgebung und riet ihren Mitgliedern, die Blue Sky Laws zu ignorieren (Seligman 1995: 45; Parrish 1970: 9). Auch der Versuch, staatliche Regelungen durch eine selbstregulative Lösung zu ersetzen, musste als gescheitert gelten. Zum einen waren 1929 nur 650 der fast 3.000 Wertpapierfirmen in diesem Verband organisiert. Zum anderen fehlten der Organisation in

Ermangelung einer verbandlichen Pflichtmitgliedschaft auch Sanktionsmaßnahmen, die ihre Mitglieder zur Befolgung der Verbandsnormen hätten verpflichten können (Coleman 1994: 252; Parrish 1970: 9). Dieses Argument galt letztlich auch für die Selbstregulierungskapazitäten der Börsen; so hatte die New Yorker Börse zwar Standards der Börsenzulassung erarbeitet, deren Erfüllung durch ein börseneigenes Notierungskomitee überprüft wurden. Gleichwohl war die Einhaltung dieser Standards eine freiwillige Angelegenheit und konnte zudem durch Registrierung an einer anderen Börse leicht umgangen werden (Seligman 1995: 47).

Weitgehend unreguliert erlebte der amerikanische Kapitalmarkt in den 20er-Jahren ein rasantes Wachstum. Die Zahl der Wertpapierbesitzer stieg von 200.000 vor dem Ersten Weltkrieg auf fast 20 Millionen Personen nach Kriegsende an. Allein zwischen 1925 und 1929 steigerte sich der Marktwert der börsennotierten Papiere von 27 Mrd. US-Dollar auf knapp 90 Mrd. US-Dollar (Altendorfer 1995: 5). Übertriebener Optimismus, Spekulationsverhalten und vor allem Unkenntnis der Anleger auf Grund mangelnder Transparenz über Marktgeschehen und Marktteilnehmer führten zum Anwachsen einer Spekulationsblase, die am 24. Oktober 1929 zerplatzte. Bis zum 1. Juli 1932 sank der Wert der an der New Yorker Börse notierten Aktien um 83 Prozent; eine wirtschaftliche Depressionsphase folgte. Wie auch im amerikanischen Bankensektor war diese Weltwirtschaftskrise der Auslöser für eine weit reichende Umgestaltung des Modells sektoraler Regulierung. Der amerikanische Kongress, seine beteiligten Fachausschüsse im Senat und Repräsentantenhaus wurden zur zentralen Zielscheibe für Lobbyaktivitäten der betroffenen Interessengruppen und zur Arena für die Austragung von Konflikten über die Reichweite sektoraler Umgestaltung. So führte das Senate Committee on Banking and Currency von 1932 bis 1934 eine Reihe von Anhörungen durch, die die näheren Umstände des Börsencrashes untersuchen sollten. Die Untersuchungen deckten erhebliche Missbräuche im Börsenhandel auf, an denen renommierte Investmentbanken wie die National City Bank oder auch J.P. Morgan beteiligt waren. Offenbar hatten Mitarbeiter beider Banken ihren Informationsvorsprung darüber, welche Aktien bald an die Börse gebracht werden würden, dazu genutzt, diese in größeren Mengen selbst zu kaufen oder an bevorzugte Kunden zu verkaufen (Seligman 1995: 26). Diese Untersuchungsergebnisse trugen dazu bei, in der politischen Öffentlichkeit ein Klima zu verfestigen, das zunehmend offener für eine Regulierung des Wertpapierhandels durch den Bund war. Bei den Kongresswahlen im Jahr 1930 hatte die Demokratische Partei, die sich für mehr

staatliche Intervention in die Wirtschaft aussprach, erstmals seit neunzehn Jahren wieder die Mehrheit im Repräsentantenhaus erhalten. Mit der Wahl von Franklin D. Roosevelt als Kandidat der Demokraten zum neuen Präsidenten der USA wurde im Jahre 1932 der Grundstein für weiter gehende Eingriffe des Staates in das Wirtschaftsleben und eine grundlegende Reform der Wertpapierregulierung im Besonderen gelegt.

Bereits im Wahlkampf hatte sich Roosevelt für eine bundesstaatliche Regulierung der Börsen und solcher Unternehmen ausgesprochen, die im zwischenstaatlichen Wertpapierhandel tätig waren. Die unregulierte Börsenspekulation, Preismanipulationen und die Bereicherung Einzelner durch Ausnutzung von Informationsvorsprüngen waren nach Roosevelts Auffassung für den Börsenkrach mitverantwortlich gewesen. Roosevelt strebte von daher ein »Securities and Exchange Bill with teeth in it« an (Seligman 1995: 85). Bereits im Jahre 1933 wurde mit dem *Securities Act* das erste der beiden bis heute gültigen Rahmengesetze der amerikanischen Wertpapierregulierung beschlossen. Damit wurden Emittenten, die eine Börsennotierung anstrebten, dazu verpflichtet, einen Börsenprospekt mit Unternehmensinformationen zu erstellen, welcher von einer Regulierungsbehörde (zunächst war dies die Federal Trade Commission, FTC) geprüft werden würde; hinzu kam die Auflage, regelmäßig Quartalsberichte vorzulegen. Eine Börsennotierung war dann erst mit Zustimmung der Behörde möglich. Weiterhin erhielt der neue Regulator auch die Kompetenz, einheitliche Standards der Erstellung von Unternehmensbilanzen für den amerikanischen Kapitalmarkt zu erstellen.

Rückblickend muss es verwundern, dass in einem für pluralistische Interessenvermittlung und die Einflussnahme von »Vetospielern« so offenen politischen System wie dem der USA ein einschneidender Eingriff des Staates in die wirtschaftliche Sphäre zügig gelingen konnte. Sowohl die New Yorker Börse als auch die Wall-Street-Lobby waren mit ihrer Kritik am Gesetzesvorhaben im Repräsentantenhaus auf taube Ohren gestoßen. Seligman erklärt dies mit der feindlichen Stimmung, die auf politischer Seite gegenüber der New Yorker Finanzwelt nach der Wirtschaftskrise herrschte; so waren die ersten hundert Tage der Regierung Roosevelt »the rare time when money talked and nobody listened« (Seligman 1995: 66).

Diese Situation änderte sich jedoch im Vorfeld der Beratungen über den *Securities Exchange Act*, der die Eingriffskompetenzen des Bundes in Börsenangelegenheiten spezifizieren sollte. Nach Roosevelts Vorstellung sollte sich jede Börse vom Bundesregulator registrieren und ihre Handelsregeln

von dieser akzeptieren lassen. Brokern sollte die Aufnahme von Krediten zu Spekulationszwecken untersagt, und mit den »floor traders« sollte eine Insidergruppe an der New Yorker Börse abgeschafft werden, die dort bislang eine Schlüsselstellung besaß.

Insbesondere die New Yorker Börse verstand das Vorhaben als Angriff auf die eigene Existenz. 1933 war sie die größte unter 33 organisierten Wertpapierbörsen, zog drei Viertel aller notierten Wertpapiertransaktionen und 90 Prozent aller Brokerkommissionen auf sich. Unter den 1.375 zahlenden Mitgliedern, die dafür mit Handelsprivilegien ausgestattet wurden, gab es 300 »specialists« und weitere 170 »floor traders«. Während erstere lediglich Betreuer bestimmter Aktiengruppen waren und im Kundenauftrag »orders« ausführten, handelten »floor traders« auf eigene Rechnung mit börsennotierten Papieren (Seligman 1995: 72–76). Im Rahmen der Kongresshearings argumentierte der Präsident der NYSE, unterstützt von weiteren 24 lokalen Börsen, das Gesetz steigere die regulativen Kosten, gefährde auf diese Weise die Existenz besonders der kleineren Börsen und sei nur eine Form indirekter Nationalisierung der Wirtschaft. Mit dem Argument, letztlich gehe es um die Frage, ob »die politische Bürokratie befähigt werden durfte, die Initiative und Freiheit amerikanischer Unternehmen einzuschränken«, schlossen sich weitere Gruppen der Industrie (so die Tabakindustrie und die Industrie- und Handelskammern) dem Protest an und nutzten die Presse dazu, den Konflikt zusätzlich zu schüren. Auch innerhalb der Roosevelt-Administration gewann die Wall-Street-Lobby an Boden und konnte das Finanzministerium (Treasury) und die Zentralbank (Fed) auf ihre Seite ziehen. Diese Koalition plädierte für eine eher industrie- und börsen-dominierte Form der Regulierung, bei der die Aufsicht und Sanktionsmöglichkeiten gegenüber den Börsenmitgliedern wie bisher bei den Börsen selbst lagen (Seligman 1995: 90–95).

Für Roosevelt wurde die Verabschiedung des Gesetzes damit zunehmend zur Imagefrage. Er beauftragte die zuständigen Abteilungen (»departments«) seiner Regierung, eine Kompromisslinie mit der betroffenen Industrielobby auszuloten. Wiederum war das Senate Banking Committee der entscheidende Ort der Kompromissfindung. In dem 1934 verabschiedeten Securities Exchange Act verfügte der Bund nach wie vor über die im Gesetzentwurf spezifizierten Eingriffsrechte ins Börsenwesen und erhielt zudem die Möglichkeit, den ständig expandierenden außerbörslich stattfindenden Handel (»over the counter market« – OTC-Markt) zu regulieren. Umgekehrt widersetzte sich die NYSE erfolgreich der Forderung nach Abschaffung der floor trader; letztlich blieb die Personalstruktur der Börse weiterhin unangetastet.

An Stelle der FTC sollte eine neue Securities and Exchange Commission (SEC) die Kapitalmarktaufsicht übernehmen, welche mit Praktikern besetzt werden und einen engeren administrativen Aufgabenkreis betreuen sollte. Roosevelts Kritiker versprachen sich hiervon eine eher geschwächte Aufsicht über den Kapitalmarkt – eine Hoffnung, die sich im Verlauf der amerikanischen Regulierungsgeschichte als trügerische Fehleinschätzung erweisen sollte (Seligman 1995: 97–100).

Mit der SEC wurde eine Art von Regulierungsinstitution geschaffen, wie sie in der New-Deal-Ära auch in anderen Politikfeldern entstand. Die New-Deal-Reformen ließen die Kontrolle des Bundes über das ökonomische Leben anwachsen und bauten eine neue regulative Welt aus öffentlichen und halb-öffentlichen Gremien auf. Mit den »unabhängigen Regulierungsbehörden« entstand ein neuer Typ von fachlich spezialisierten Institutionen, die Recht und Regeln setzen konnten, ohne dass diese immer gesetzlich fixiert oder gerichtlich bestätigt werden mussten. Dieser »fourth branch of government« war insofern auf einen gesetzlichen Rahmen angewiesen, der den Regulierungsbehörden einerseits eine hinreichende Flexibilität der Gesetzgebung und damit Anpassung an neue Rahmenbedingungen und Aufgabenstellungen erleichterte, andererseits aber so spezifisch war, dass die rechtlichen Ziele nicht durch anders lautende Gerichtsentscheidungen in Frage gestellt werden konnten (Seligman 1995: 60).

Im Fall der SEC regelte der Securities Exchange Act die Zusammensetzung der Kommission und stattete diese mit weit reichenden, jedoch im Detail nicht näher spezifizierten Befugnissen aus. Die Kommission besteht aus fünf Mitgliedern, die vom Präsidenten mit Zustimmung des Senates für fünf Jahre ernannt werden; nur drei der fünf Mitglieder dürfen derselben Partei angehören. Hauptsitz der Behörde ist Washington, daneben existieren neun regionale Geschäftsstellen. Als unabhängige Regulierungsbehörde untersteht die SEC nicht der Aufsicht durch ein Regierungsdepartment, wie etwa dem Finanzministerium (Treasury), sondern ist allein dem Kongress als gewählter Legislative verantwortlich. Zudem können die Mitglieder der Kommission während ihrer Amtszeit in aller Regel nicht vom Präsidenten abberufen werden (Khademian 1998: 371). Die Bündelung legislativer, exekutiver und judikativer Funktionen macht die SEC potentiell zu einer schlagkräftigen Aufsichtsagentur. Sie verfügt über eine weit reichende Verordnungs-kompetenz (Erlass von Regeln – »releases«, Mitteilungen, »no-action-letters«), die heute aktiv als Regelungsinstrument genutzt wird. Die Vielzahl ihrer Einzelfallentscheidungen sind in einem *Rule Book* zusammengefasst,



das ständig aktualisiert wird. Der Marktüberwachung (»monitoring« und »enforcement«) widmet sich heute eine eigene Abteilung. Bei vorliegendem Verdacht auf Verstoß gegen nationales Wertpapierrecht kann die SEC zunächst informell ermitteln, dann auch ein verwaltungsrechtliches Untersuchungsverfahren gegen Marktteilnehmer einleiten. Weiterhin kann sie zivilrechtliche Klagen anstrengen, Geldstrafen erheben und in Kooperation mit der Staatsanwaltschaft strafrechtliche Sanktionen erwirken. Heute ist die SEC unabhängiger als andere Organe der amerikanischen Bundesverwaltung, weil sie sich wesentlich durch Gebühreneinnahmen und damit nur teilweise aus dem Bundeshaushalt finanziert.<sup>2</sup>

Die Regierung Roosevelt betrachtete die Gründung der SEC als großen Erfolg; gelang es doch »... to put a cop on Wall Street« (Seligman 1995: 99), der nicht dem Börsenkartell angehörte. Gleichwohl waren weder Aufgabenprofil noch Verwaltungsunterbau der SEC zum Zeitpunkt ihrer Gründung vollständig ausgebildet. Sogar bis in die 60er-Jahre verfügte die SEC über keine nationale Geschäftsstelle, sondern führte ihre Geschäfte von den Regionalbüros aus (The National Law Journal vom 18.7.1994: C10). Der Securities Exchange Act übertrug der SEC zwar weit reichende Aufgaben und Kompetenzen, enthielt jedoch wenig Aussagen darüber, *wie* die Behörde ihr Mandat zu erfüllen hatte; letztlich überließ es der Kongress letztlich der SEC und deren jeweiligem Vorsitzenden, die besten Methoden zur Erreichung ihrer Ziele zu entwickeln.

Kurz nach Gründung der SEC trugen Personalmangel und fehlendes Wissen über ein gänzlich neues Regulierungsgebiet dazu bei, dass man in der Praxis auf die Selbstregulierung durch die Praktiker des Marktes zurückgreifen musste (»practitioner-based self-regulation«). Joseph Kennedy, der erste Vorsitzende der SEC verfolgte eine bewusst kooperative, »ausgewogene« Politik gegenüber der Wertpapierbranche und den Börsen; er stellte Mitarbeiter von Wall-Street-Firmen als Berater der Kommission an und organisierte im Vorfeld anstehender Regulierungen Konferenzen mit den betroffenen Industrien. Nicht zuletzt deshalb stellten die öffentlichen Anhörungen, die der Industrie Gelegenheit boten, zu anstehenden Regeländerungen Stellung zu nehmen, nur eine Formalität dar, weil die zentralen Fragen bereits informell vorgeklärt wurden (Moran 1987: 218; Seligman 1995: 111–112). Zwischen der SEC und großen Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Invest-

---

2 Zur Organisation der SEC vgl. Altendorfer (1995: 21) und Khademian (1998); zur Entstehungsgeschichte Seligman (1995).

mentbanken, insbesondere aber Anwaltskanzleien bildete sich ein reger Informations- und Personalaustausch heraus (Prinzip der »revolving doors«), durch den die SEC immer enger in ein Experten- und Praktikernetzwerk eingebunden wurde. Von den 53 »commissioners«, die die SEC in den ersten 40 Jahren beschäftigte, waren allein 39 Juristen und von diesen ging mehr als die Hälfte nach ihrem Dienst in die Wertpapierindustrie zurück (Moran 1987: 217). Ähnlich kooperativ verhielt sich die SEC auch im Umgang mit den Börsen: 1934 erhielten 24 Börsen eine Lizenz der SEC, bis Mitte der 60er-Jahre nutzte diese ihre Kompetenz, Lizenzen wieder zu entziehen, nur einmal (Seligman 1995: 113; Moran 1987: 218). Damit ähnelte die Regulierungstechnik der SEC zumindest in der Anfangsphase ihrer Arbeit dem britischen oder auch deutschen, auf Konsens mit der regulierten Branche ausgerichteten Regulierungsstil.

Im Zeitablauf zeigte sich, dass die SEC jedoch immer aktiver in die Belange des Wertpapiersektors intervenierte. Faktoren, die eine solche »aktive Politik« begünstigten, waren die Interventionsbereitschaft ihres jeweiligen Vorsitzenden, eine Mehrheit der Demokraten im Repräsentantenhaus, welche ein generell interventionsfreundliches Klima im Kongress schuf und nicht zuletzt sektorale Krisen, die den Handlungsbedarf der Politik offenkundig machten. Hinzu kam ein wachsendes Erfahrungswissen der Behörde im Umgang mit dem regulativen Instrumentarium.

Unter der Leitung ihres Vorsitzenden William Douglas entwickelte die SEC das noch heute geltende Selbstbild des »investor's advocate«. Mittelpunkt dieser Regulierungsphilosophie ist der Anleger, dessen Interesse an Transparenz über Markt und Marktverhalten der Finanzdienstleister im Mittelpunkt der eigenen Arbeit zu stehen hat. William Douglas verstand seine Aufgabe als Beitrag zum »Erhalt des Kapitalismus« (Seligman 1995: 157). Hierzu gehörte das Bekenntnis zum Wettbewerb und zum durchaus aggressiven Vorgehen gegenüber Börsengremien, wenn sich diese als unfähig zur Selbstregulierung erwiesen. Beispielhaft hierfür ist die Konfrontation zwischen der New Yorker Börse und der SEC im Jahre 1937. SEC-Chef Douglas nutzte das Bekanntwerden eines neuen Börsenskandals um missbräuchliche Handelspraktiken an der Börse dazu, Reformen anzustoßen. Im Wesentlichen bestanden diese darin, die Börse zu befähigen, ihre Mitglieder besser zu disziplinieren. So übertrug die SEC der NYSE offiziell ein Mandat zur Selbstregulierung im Bereich des Handels mit börsennotierten Papieren, welche wiederum der Aufsicht der SEC unterstand. Die Börse musste sich verpflichten, häufigere Prüfungen ihrer Mitgliedsfirmen vorzunehmen,

Berichte über alle nicht abgesicherte Darlehen von Brokern zu erstellen und Emittenten in ihre Leitungsgremien aufzunehmen. Mit der stärkeren Einbindung privater Regulierung in ein öffentliches Regelsystem hatte die Phase der *autorisierten Selbstregulierung* begonnen (Moran 1991: 30).

Autoren wie Theodore Lowi (1979) und Alan Wolfe (1977) haben gezeigt, dass nicht nur im Börsenwesen die Vergabe eines öffentlichen Status an Private ein wichtiges Instrument amerikanischer Regulierung der Wirtschaft darstellte. Wolfe und in Anlehnung an ihn auch Michael Moran (1987) bezeichnen die New-Deal-Ära daher auch als Periode der Entstehung des »franchise state«, der private Organisationen zur Selbstregulierung in die Lage versetzen möchte. Im Kapitalmarktsektor nutzte die SEC die Regulierungstechnik der autorisierten Selbstregulierung dazu, weitere Geschäftsbereiche aufsichtsrechtlich einzubetten, die ihr bislang aus technischen Gründen verschlossen waren. Hierzu zählte der OTC-Markt, ein außerbörslicher Handel mit Wertpapieren, der ausschließlich über ein informelles Maklernetzwerk abgewickelt wurde. Die SEC strebte für dieses Marktsegment die gleichen Standards in Sachen Transparenz und Schutz gegen Insidergeschäfte wie für den organisierten Börsenhandel an. Rein technisch sah sich die SEC jedoch außerstande, die 6.000 dort tätigen Broker allein zu beaufsichtigen. Vor diesem Hintergrund drängte die SEC die Investment Bankers Conference, einen Zusammenschluss führender Investmentbanken dazu, eine dauerhafte Organisation zu entwickeln und bei der Überwachung von Handelspraktiken mit ihr zu kooperieren. Der Staat, so betonte SEC-Vorsitzender William Douglas im Rahmen einer Kongressanhörung, würde seine Verantwortung jedoch nicht aufgeben, denn

Government would keep the shotgun, so to speak behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use but with the hope it would never have to be used.  
(zit. nach Seligman 1995: 185)

Mit dem *Maloney Act* von 1938 wurde dem Securities Exchange Act ein Zusatz hinzugefügt, der es Vereinigungen von Maklern und Wertpapierhändlern gestattete, nach Registrierung bei der SEC Verhaltensregeln für den Handel mit nicht-börsennotierten Wertpapieren aufzustellen und zu überwachen. Der »shotgun« der SEC wurde dadurch betont, dass die Kommission sich das Recht vorbehält, alle disziplinarischen Entscheidungen und Regeln selbst zu ändern oder zu ergänzen. Als zunächst einzige Wirtschaftsvereinigung ließ sich 1939 die National Association of Securities Dealers (NASD) als offizielle Selbstregulierungsinstitution (Self-Regulating Organization,

SRO) von der SEC registrieren. Obwohl die Mitgliedschaft in der NASD formal freiwillig war, erreichte diese letztlich einen hohen Organisationsgrad. Dies lag daran, dass SRO-Mitgliedern offiziell Handelsprivilegien (etwa die Händlerkommission) zugestanden wurden, die sonst durch Kartellgesetze verboten waren.

Im Unterschied zu anderen Ländern bestand in den USA bereits also bereits in den 30er-Jahren eine sehr umfassende Vorstellung dessen, was zum Kapitalmarktrecht zu zählen hatte. Die Philosophie umfassender Publizität über Marktgeschehen und Marktteilnehmer schloss auch die Anlegerseite (Investmentfonds), aber auch die mittelbar betroffener Berufsstände wie die der Anlageberater und Wirtschaftsprüfer oder auch private Rating-Firmen mit ein. Nach dem Vorbild der Börsen und Makler unterstellte die SEC schließlich auch die Investmentgesellschaften und Anlageberater mit dem *Investment Company Act* beziehungsweise *Investment Adviser Act* von 1940 einer Pflicht zur Registrierung, die mit Auflagen zur Offenlegung von Kapitalstruktur und Geschäftstätigkeit verbunden waren.

Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer war für die SEC insofern ein potentielleres Regelungsobjekt, als es darum ging, weit reichende Transparenz bei der Offenlegung von Informationen in Unternehmensbilanzen sicherzustellen, wenn diese Firmen eine Börsennotierung anstrebten. Fragen der Vereinheitlichung von Bilanzierungsstandards zählten zudem zu den gesetzlich festgeschriebenen Aufgaben der SEC. Verglichen mit der Regulierung des Wertpapiergeschäftes besaßen diese jedoch einen sehr viel geringeren Stellenwert bei der Behördenarbeit. Kurz nach ihrer Gründung im Jahre 1934 rief die SEC die Community der Wirtschaftsprüfer dazu auf, Prinzipien der Unternehmensbilanzierung beziehungsweise Rechnungslegung zu kodifizieren (vgl. hierzu auch Moran 1990: 109). Als dieser Aufruf wenig Resonanz fand, delegierte die SEC die Erstellung von Standards der Rechnungslegung offiziell an die Berufsvereinigung der US-amerikanischen Wirtschaftsprüfer (American Institute of Certified Public Accountants, AICPA), welche zu diesem Zweck 1938 das Committee on Accounting Procedures (CAP) gründete. Das Komitee erarbeitete Empfehlungen für die Erstellung von Jahresabschlüssen, die dadurch offiziellen Charakter erhielten, dass die SEC sie für die Erstellung der bei ihr einzureichenden Jahresabschlüsse anerkannte. Im Zeitablauf bildeten sich die Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP) als Standard der amerikanischen Rechnungslegung heraus. In den folgenden Jahrzehnten wurde das CAP durch unterschiedliche Organisationen (zuletzt durch den Accounting Principles

Board, APB) abgelöst, die die Aufgabe der Standardisierung von Bilanzierungsregeln zunehmend professioneller und wissenschaftlicher betrieben (vgl. Pellens 1997: 102–114). Am Prinzip einer durch Verbände stattfindenden Normensetzung, die erst durch staatliche Anerkennung einen verbindlichen Charakter erhält, hat sich jedoch bis heute nichts geändert.

Nach ähnlichem Muster, jedoch nicht so weitgehend wie gegenüber den Börsen, Börsenhändlern und Wirtschaftsprüfern, bettete die SEC auch die Tätigkeit privater Rating-Agenturen nach dem Börsenzusammenbruch und der Depressionsphase der 30er-Jahre immer stärker in Recht und eigene Regulierungen ein. Rating-Agenturen unterziehen die Emittenten von Wertpapieren einer Bonitätsprüfung; so versehen sie Schuldner mit einer Zensur, die Ausdruck ihrer Kreditwürdigkeit ist. Ein solches Rating dient in erster Linie dem Anleger, welcher Informationen über die Bonität des Unternehmens erhält, dessen Wertpapiere er kaufen möchte (Breuer 1992c: 77). In den USA reichen die historischen Wurzeln von Rating-Firmen wie Standard & Poors, Moodys oder Fitch Investors Service auf Mitte des 19. Jahrhunderts zurück. 1909 veröffentlichte John Moody sein »Manual of Railroad Securities«, in dem die Qualität von zweihundertfünfzig unterschiedlichen Anleihen amerikanischer Eisenbahngesellschaften evaluiert wurde. Durch das schnelle Wachstum von Eisenbahn- und öffentlichen Versorgungsunternehmen wuchs auch der Finanzierungsbedarf sowie das Anlegerpublikum und damit auch der Markt für Rating-Firmen (Everling 1991: 74–79; Kerwer 2000: 13). Die SEC wies (bis heute fünf) Rating-Agenturen einen quasi-öffentlichen Status zu, indem sie diese als Nationally Recognised Statistical Rating Organisations (NRSRO) bezeichnete. Dadurch erhalten diese Firmen eine Art staatliches »Gütesiegel«, das ihnen bescheinigt, »glaubwürdige« und »verlässliche« Ratings zu erteilen. Vor der Vergabe eines solchen Gütesiegels führt die SEC im Allgemeinen eine Kundenbefragung der Firmen durch; inhaltliche Interessen in Bezug auf die Ausgestaltung der Ratings verfolgt die SEC hingegen nicht. Streng genommen sind Rating-Organisationen daher auch kein Beispiel des Falls autorisierter Selbstregulierung, sondern belegen nur, dass die SEC immer bestrebt war, ihre Regelungsdomäne auszuweiten, wenn auch mit geringerer Intensität als gegenüber Börsen, Wertpapierhändlern und Wirtschaftsprüfern.<sup>3</sup>

Letztlich verschafft die öffentliche Anerkennung eines privaten Rating-Unternehmens diesem maßgeblich den Zutritt zum amerikanischen Rating-

---

3 Für diesen Hinweis danke ich Dieter Kerwer.

Markt. Bereits der *Securities Act* von 1933 enthält ja die Bestimmung, dass solche Wertpapiere, die in die oberen vier Rating-Kategorien einer NRSRO eingestuft sind, bevorzugt zum Wertpapierhandel zugelassen werden (Everling 1991: 205). Aus Sicht des Auslands ist die Vergabe eines solchen Gütesiegels vor allem eine protektionistische Maßnahme, die heute heimische gegenüber ausländischen Rating-Firmen erheblich begünstigt (Shah 1996: 363).

Im amerikanischen Kapitalmarktsektor war es im Wesentlichen der Börsencrash von 1929 und die sich anschließende Depressionsphase, die staatliche Eingriffe in den bislang ausschließlich von Marktteilnehmern regulierten Sektor auslösten. In den 30er-Jahren wurden die zentralen Eckpfeiler eines Regimes der umfassenden Regulierung von Kapitalmärkten aufgebaut. Hierzu zählte eine Regulierungsphilosophie, die auf die Herstellung von Transparenz über Geschäftslage und Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer sowie deren Handelstransaktionen ausgerichtet ist. Mit der Gründung der SEC kam eine Institution hinzu, die als »Kapitalmarktpolizei« über recht weit reichende Kompetenzen der Überwachung und Sanktionierung von Fehlverhalten am Markt (»monitoring« und »enforcement«) verfügt.<sup>4</sup> Bei größeren Reformvorhaben, die mit dem Erlass neuer Gesetze verbunden sind, ist der Handlungsspielraum der SEC allerdings durch den Zwang zur Konsensbeschaffung im Kongress, mit dem Weißen Haus und nicht zuletzt mit der eigenen Regulierungsklientel eingeschränkt. In der Frühphase amerikanischer Regulierungsgeschichte beschränkten außerdem fehlendes Regulierungswissen und ein fehlender institutioneller Unterbau das Interventionspotential der SEC. Der Staat erkannte Formen professioneller Selbstregulierung letztlich aus Gründen seiner eigenen Schwäche als funktionales Äquivalent an. Dies funktionierte vor allem deshalb, weil regulative Pflichten mit ökonomischen Privilegien innerhalb eines Systems beschränkten Wettbewerbes gekoppelt waren.

---

4 Vgl. Stockheim (2000: 147–161) zur »Schlagkraft« der SEC aus deutscher Sicht.

## 2.2 Großbritannien – Professionelle Selbstregulierung bis 1970

Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten war der Aufbau des britischen Kapitalmarktes eng mit der Förderung und dem Ausbau internationaler Handelsverflechtungen verknüpft. Bereits seit dem frühen 16. Jahrhundert wurde in London mit Aktien, Währungen, Waren oder Schiffen gehandelt, und man schloss Versicherungen für deren Fracht ab. Der Bedarf an der Finanzierung des internationalen Handels stimulierte die Entwicklung der Geld- und Kapitalmärkte. Als Instrument zur Finanzierung des Welthandels dienten die so genannten »bills of exchange«. Hierbei handelte es sich um Wechsel, die von liquiditätsbedürftigen Händlern oder Reedern ausgegeben und von englischen Brokern oder so genannten »discount houses« aufgekauft und weiterveräußert wurden. Diese verdienten an den Kommissionen für jede Transaktion und an der Differenz zwischen Kaufs- und Verkaufspreis. Zudem entwickelte sich ein zweiter Markt, heutigen Termin- oder Optionsmärkten vergleichbar, auf dem ausschließlich mit den Wechseln gehandelt wurde, unabhängig von deren eigentlichem Zweck. Ursprünglich wurden die »bills of exchange« innerhalb Englands als Zahlungsmittel von geldbedürftigen Banken im Norden des Landes ausgegeben und von Brokern an die Banken im englischen Süden weiterverkauft, welche die Einlagen der wohlhabenden Farmer verwalteten und über entsprechende Liquiditätsreserven verfügten. Im Laufe des 18. Jahrhunderts wurden die »bills of exchange« dann zu einer Form der kurzfristigen Geldvergabe »an die Welt«. Damit hatten sich bereits vor der Schaffung organisierter Kapitalmärkte und der Institutionalisierung des eigentlichen Börsenwesens Tauschmechanismen zwischen Kapitalgebern und -nehmern herausgebildet, die die Grundlage für das Funktionieren der heutigen kurzfristigen Geldmärkte bildeten (Ingham 1984: 43; Fishman 1993: 16).

Ein zweiter Impuls für die Entwicklung des englischen Kapitalmarktes war der Kapitalbedarf der Krone, welcher mit steigenden Verwaltungskosten, aber auch längeren und ausgedehnten Kriegen erheblich anwuchs. Ingham erklärt die Bedeutung des Kapitalmarktes zur Staatsfinanzierung mit der relativen Schwäche der Krone gegenüber einem wohlhabenden Handelsbürgertum, das sich erfolgreich direkter Besteuerung widersetzte (Ingham 1984: 47). Die Gründung der Bank of England (BoE) im Jahre 1694 war eine direkte Reaktion auf Probleme Williams des III., seinen Feldzug gegen Frankreich zu finanzieren (Bagehot 1901: 96). Die BoE wurde als privates Unternehmen

gegründet, dem etwa 1.000 Londoner Händler Kapital liehen. Die Bank Charter wurde gegen Bewilligung eines Darlehens zur Kriegsfinanzierung in Höhe von 1,2 Mio. englischen Pfund erteilt. 1708 erkannte das Parlament die BoE als die einzige Aktienbank des Landes an. Seither agierte sie als zentrale Schuldenverwalterin der englischen Regierung und Managerin des den Kapitalmarkt bis ins 19. Jahrhundert dominierenden Marktes für Staatsanleihen (Ingham 1984: 47; Moran 1991: 61 ff.).<sup>5</sup> Anders als in den Vereinigten Staaten und in Deutschland besaß die nationale Zentralbank damit sehr früh eine strategische Rolle, nicht nur im Banken-, sondern auch im Kapitalmarktsektor.

Die BoE wurde zum Kristallisationspunkt für die Ansiedlung weiterer Finanzinstitutionen wie Banken, Versicherungen und verschiedener Gruppen von Maklern in der Threadneedle Street. Hatten Makler ihre Handelsaktivitäten ursprünglich in so genannten »coffee shops« und später dann sogar in Räumen der nationalen Zentralbank abgehalten, so mieteten sie 1773 ein Gebäude in der Threadneedle Street, das von 1802 an die neugegründete London Stock Exchange (LSE) beherbergen sollte. Damit hatten sich die Kerninstitutionen der Londoner »City« gebildet. Deren Verhältnis untereinander war durch einen hohen Grad an sozialer Kohäsion gekennzeichnet, die zum Verständnis des vorherrschenden Modells von Selbstregulierung des Kapitalmarktgeschehens durch die Marktteilnehmer von erheblicher Bedeutung ist. Drei Faktoren sind es im Besonderen, die die soziale Kohärenz innerhalb der Börsencommunity begründeten – Formen der Marktsegmentierung und Wettbewerbsbeschränkung, die hier durch die Politik der Zentralbank noch unterstützt wurden, die Zentralisierung des Handelsgeschehens in der Londoner Metropole und eine, teils auf gemeinsamem Klassenhintergrund, teils auf geteilten professionellen Normen beruhende soziale Exklusivität der Beteiligten:

Die Trennung zwischen *Brokern* und *Jobbern* in der Maklerschaft (»single capacity system«) war ein wichtiges Charakteristikum des britischen Börsenmarktes. Broker durften Aktien im Kundenauftrag kaufen und verkaufen, also Handelsaufträge lediglich ausführen, jedoch nicht auf eigene Rechnung und nicht untereinander handeln. Sie erhielten für jede Transaktion eine

---

5 Anders als etwa in den USA oder in Deutschland war es also nicht die Währungsvereinheitlichung, welche zur Zentralbankgründung motivierte. Bezeichnenderweise erhielt die BoE das exklusive Recht zur Notenausgabe in England und Wales im Jahre 1844 und damit erst 150 Jahre nach ihrer Gründung (vgl. Kapitel 3 zur Entwicklung der Bankenregulierung in Großbritannien).



festen Mindestkommission, hatten ein Handelsbuch zu führen und dies auf Wunsch ihren Kunden offen zu legen. Jobber hingegen durften, wie im Übrigen jedermann auch, selbst Aktien und Anleihen besitzen und konnten diese zu einem selbst gesetzten Preis verkaufen, durften jedoch nicht direkt mit öffentlichen und privaten Kunden handeln. Ihr Verdienst ergab sich dann aus der Spanne zwischen Kaufs- und Verkaufspreis, dem so genannten »Jobber's turn«. In der Praxis vollzog sich der Wertpapierhandel also zwischen beiden Maklergruppen – Jobber konzentrierten sich auf den Kauf und Verkauf von risikoarmen Wertpapieren wie Staatsanleihen und später dann (ausländischen) Eisenbahnaktien und handelten verstärkt auf dem »Zweiten Markt« für bereits emittierte Wertpapiere; Broker nutzten den (begrenzten) Wettbewerb zwischen den Jobbern dazu, den besten Börsenpreis beziehungsweise Kurs für ihre Kunden zu erzielen (Fishman 1993: 17–18; Ingham 1984: 147). Das System der Marktsegmentierung wurde unterstützt durch eine von der BoE gezielt betriebene Kartellisierung und Privilegierung Einzelner. Längerfristige Staatstitel (»gilts«) ließ diese durch ein Kartell von zwölf Brokern vertreiben, welche wiederum mit einer begrenzten Kundengruppe handelten. 1930 organisierte die BoE ein Syndikat mit ausgewählten Bankengruppen, um kurzfristige Staatsanleihen (»treasury bills«) auf dem Markt abzusetzen. Einigen ausgewählten Jobberfirmen wurde zudem gestattet, Konten bei der BoE zu unterhalten (Moran 1981: 395). Das System der Wettbewerbsbeschränkung auf dem britischen Kapitalmarkt wurde insofern wesentlich von der Zentralbank aufrechterhalten und kontrolliert; ähnlich wie in Deutschland und den USA profitierten hiervon neben ausgewählten Bankengruppen wesentlich kleinere Marktteilnehmer wie Broker und Jobber, die jeweils eigene Marktsegmente abdeckten.

Die Zentralisierung des Handelsgeschehens in der Londoner Metropole ist letztlich erklärbar durch die hohe »Außenverflechtung« der Londoner City. Die Londoner Börse war neben dem Handel mit Staatspapieren auf die Emission ausländischer Aktien konzentriert. Seit Beginn des 19. Jahrhunderts stellten britische Banken, Broker und andere Finanzintermediäre Kapital für den internationalen Handel bereit und später dann für den Eisenbahnbau. Finanzier war das wohlhabende Bürgertum im Süden Englands, dessen Kapital durch Vermittlung von Brokern ins Ausland gelenkt wurde. Für die Finanzierung der heimischen Industrie spielte der heimische Kapitalmarkt seit jeher eine untergeordnete Rolle. Anders als in Deutschland und in den USA vollzog sich die frühe Industrialisierung im 18. und zu Beginn des 19. Jahrhunderts weitgehend unabhängig von den etablierten Akteuren

des Geld- und Finanzmarktes. Die Industrie im Norden Englands finanzierte sich durch Ersparnisse von Händlern (»merchants«) und Unternehmern, und bis weit ins 20. Jahrhundert hinein blieben einbehaltene Gewinne die wichtigste Quelle der Industriefinanzierung. Durch die für England geradezu konstitutive Separierung von Finanz- und Industriekapital (vgl. hierzu wesentlich Ingham 1984 sowie Aaronovitch 1961 und Thompson 1977) nahmen Provinzbörsen in Manchester, Leeds oder Liverpool eine untergeordnete Rolle ein – dies nicht zuletzt, weil die einhundert »stockbroker« in der Provinz über die Broker der Londoner Börse handeln mussten und weder Zugang zu den Kapitalquellen im englischen Süden noch zum lukrativen Markt für Staatsanleihen hatten (Ingham 1984: 149). Die räumliche und marktmäßige Trennung zwischen Metropole und Peripherie bestärkte naturgemäß die Mitglieder der City im Bewusstsein ihrer Exklusivität.

Soziale Homogenität entstand zwischen den Mitgliedern der britischen Finanzelite durch ihre Zugehörigkeit zum britischen Adel, die Absolvierung von »public schools« und Eliteuniversitäten (»Oxbridge«-Hintergrund); Gemeinsamkeiten, die auch eine Grundlage enger Beziehungen zwischen City, der BoE und dem Treasury als Finanzministerium bildeten (vgl. den Abschnitt über den englischen Bankensektor). Das Maklergewerbe teilte diesen sozialen Hintergrund nicht, sondern fühlte sich eher Kaufmannsnormen verpflichtet (»my word is my bond«). Allerdings kontrastierte diese Selbstwahrnehmung mit der der Außenwelt, denn bis zum 19. Jahrhundert standen Börsenmakler in dem schlechten Ruf, Aktienhandel zu rein spekulativen Zwecken mit dem Ziel der Übervorteilung von Kunden zu betreiben. Nicht zuletzt deshalb versuchte die Londoner Börse seit ihrer Gründung im Jahre 1802, in der Öffentlichkeit ein Bild vom Maklerberuf als »gentleman's profession« zu kultivieren.

Hierzu sollten nicht zuletzt auch Selbstregulierungskapazitäten beitragen, die die Börse schrittweise entwickelte. Ein Committee of the Stock Exchange nahm beispielsweise Kundenbeschwerden gegen Broker entgegen oder führte 1919 Anforderungen an die Zulassung von Wertpapieren zur Börsennotierung und deren Börsenprospekte ein. Mit zunehmender Zahl von Mitgliedern wurden Prozeduren der Aufnahme einer Mitgliedschaft stärker formalisiert. Aufnahmewillige Börsenmakler hatten sich zur Achtung börseneigener Regeln zu verpflichten, die im Yellow Book niedergelegt waren. Zu den börseneigenen Statuten zählten im Übrigen auch wettbewerbsbeschränkende Praktiken, wie das »single capacity principle« oder die Mindestkommission, welche Broker von ihren Kunden für jede Transaktion er-

hoben. Entscheidungen wurden von einem Börsenrat getroffen; wichtige Fragen legte man allen Mitgliedern zur Abstimmung vor. Die Börse entwickelte einen Handelskodex (»code of dealing«) und führte Untersuchungen bei Verdacht auf Verstoß gegen die Handelsregeln durch. 1978 waren 100 Personen des Stammpersonals von insgesamt 1.000 Angestellten ausschließlich mit Regulierungsangelegenheiten befasst – immerhin ein deutliches Zeichen wachsender Institutionalisierung der Selbstregulierung. 1950 gründete die Börse einen Fonds, der Anleger für Verluste entschädigte, die diese durch das Fehlverhalten eines Börsenmitgliedes erlitten (Compensation Fund). Über die Zahlungen entschied im Einzelfall der Börsenrat. Zwischen 1973 und 1978 wurden circa 3,6 Mio. englische Pfund aus dem Fonds gezahlt. Bis weit ins 20. Jahrhundert hinein verstand sich die LSE jedoch als private Vereinigung von Börsenmaklern, die dort als professionalisierte Individuen und nicht als Firmenvertreter Mitglied waren. Deshalb waren es neben formalisierten Spielregeln entscheidend auch Verhaltensnormen, die Regelverstöße informell (später etwa durch Telefonanrufe) sanktionierten (Fishman 1993: 21–25; Coleman 1994: 255).

Das Modell professioneller Selbstregulierung war in einen insgesamt minimalen rechtlichen Rahmen eingebettet, der wesentlich durch zwei Gesetze bestimmt wurde: Der *Companies Act* aus dem Jahre 1900 legte minimale Verhaltensregeln fest, die Transparenzpflichten für emittierende Unternehmen und die Verantwortung der Unternehmensleitung für deren Einhaltung festschrieben. Durch den *Prevention of Fraud (Investments) Act* (PFI) in der Fassung von 1958 wurde der Wertpapierhandel solcher Personen zum Vergehen erklärt, die weder Mitglied der Börse waren, keiner anerkannten Händlervereinigung angehörten (vgl. weiter unten), noch eine Lizenz durch das Department of Trade and Industry (DTI) besaßen. Allerdings konnte man auf Antrag von diesem Gesetz ausgenommen werden (Reid 1988: 244). Die Tatsache, dass das DTI und nicht etwa das Finanzministerium (Treasury) mit der Lizenzvergabe beauftragt war, zeigt bereits die untergeordnete Bedeutung staatlicher Aufsicht im britischen Regulierungsmodell. Das DTI geht auf den 1796 gegründeten Board of Trade zurück und war seit 1970 dann als staatliche Behörde für die Regulierung und Förderung der Industrie zuständig, verbunden mit einer Vielzahl unterschiedlicher Aufgaben. Hierzu zählen die Formulierung des Unternehmensrechts, die Handelspolitik und Kooperation mit internationalen Organisationen, aber auch Fragen des Konsumentenschutzes, der Wettbewerbs- und Wissenschaftspolitik. Das Department wird durch den Secretary of State for Trade and Industry geleitet, eine

Position, die innerhalb der Regierung eine geringe Reputation besaß und so letztlich Ausdruck der untergeordneten Bedeutung der britischen Industrie verglichen mit dem Finanzsektor war. Nicht zufällig war der Posten des Secretary of State unter der Regierung Thatcher mit elf verschiedenen Personen besetzt; zudem durchlief das Department zahlreiche Umstrukturierungen, die insgesamt eine kohärente Politik nach außen eher unwahrscheinlich erscheinen ließen (Fishman 1993: 26–27).

In einer Regulierungskultur, die auf Informalität, Diskretion, fehlender Kodifizierung und Staatsferne beruhte, wurden Insidergeschäfte gerichtlich nicht geahndet. Bis Ende der 50er-Jahre wurde die Untätigkeit der Gerichte durch eine Präzedenzentscheidung legitimiert, die auf das Jahr 1902 zurückging und als »Insider's Charter« bezeichnet wird. Sie besagt, dass die Unternehmensleitung mit den Aktien der eigenen Firma handeln darf und nicht verpflichtet ist, ihren Aktionären Auskunft über die auf diese Weise entstehenden Gewinne zu erteilen. In der Literatur sind bislang nicht mehr als Anekdoten über das Ausmaß an Insidergeschäften in dieser Zeit bekannt; jedoch kann davon ausgegangen werden, dass Handelspraktiken dieser Art allgemein akzeptiert wurden. Gerade im Vorfeld einer anstehenden Unternehmensübernahme war der frühzeitige Kauf eigener Aktien durch die Leitung der betroffenen Firmen eine gängige Praxis (Moran 1991: 80). Wie auch in anderen Ländern waren es Krisensituationen wie Insolvenzen von Wertpapierfirmen oder eine Serie »feindlicher« Unternehmensübernahmen in den späten 50er- und frühen 60er-Jahren, die die City und ihre Handelspraktiken in die Schlagzeilen der Presse brachten. In solchen Situationen, in denen Krisen oder Gerüchte über Fehlverhalten von Marktteilnehmern auftauchten, begann die Zentralbank, die Gründung neuer Vereinigungen in Teilsegmenten des Kapitalmarktes anzuregen, um diesen besser unter Kontrolle zu halten – eine Strategie, die im Bankensektor und mit wachsender Zahl und Heterogenität der Firmen in der City noch ausgeprägter angewandt wurde. Beispielhaft zeigte sich diese Strategie der »sponsored self-organization« im Zuge der Welle von Unternehmensübernahmen in den 50er- und 60er-Jahren. Unter eigener Leitung bildete die BoE 1959 eine Arbeitsgruppe, die »Fair-Play«-Regeln formulierte und Informationen über deren Einhaltung durch britische Firmen zusammentrug. Aus dieser informellen Beratergruppe ging 1968, wiederum auf Druck der Zentralbank, das Panel on Takeovers and Mergers hervor, eine private Körperschaft, die die Einhaltung von »Wohlverhaltensregeln« in der City kontrollieren sollte. Mit der Gründung des Council for the Securities Industry (CSI) im Jahre 1977 schlossen sich

Vertreter der wichtigsten Institutionen der City zu einem etwas formalisierteren Gremium als bisher zusammen und siedelten ihr Sekretariat in den Räumen der Zentralbank an. Das Takeover-Panel vereinbarte später mit der BoE und dem DTI, dass letzteres auf Wunsch des Panels auch Sanktionen gegen Marktteilnehmer ergreifen könne. Das Spektrum der zu befolgenden Spielregeln wurde zum City Code zusammengefasst, welcher zehn Grundregeln und weitere achtunddreißig Ge- und Verbote umfasst, darunter auch das Gebot, dass Insider ihre Wissensvorsprünge im Vorfeld von Übernahmeangeboten nicht missbrauchen durften. Das Panel gilt bis heute als typische Selbstverwaltungskörperschaft der Londoner City, dessen Arbeit in keinen gesetzlichen (»statutory«) Rahmen eingebettet ist. Es war mit Vertretern der wichtigsten City-Institutionen, der BoE und der Regierung besetzt und konnte Fehlverhalten ausschließlich informell sanktionieren (Moran 1981: 388, 1991: 80; Fishman 1993: 216–219).

Seit den 60er-Jahren wurde die Londoner Finanzcommunity zunehmend heterogener und internationalisierter: Britische Banken (»merchant banks«) begannen, in internationale Märkte zu expandieren, ausländische Banken ließen sich in der City nieder, Versicherungen und Pensionsfonds wurden zu zentralen Akteuren unter den Anlegern, eine Vielzahl von Finanzinnovationen entstand, und das Handelsvolumen stieg insgesamt rapide an. Als gleichermaßen paradox und dennoch erklärbar erwies sich jedoch die Tatsache, dass die Londoner Börse und auch der »inner circle« der City von diesen Internationalisierungseinflüssen weitgehend unbeeinflusst blieb. So wurden an der Börse von 1945 bis 1986 keine neuen Mitglieder zugelassen, ausländische Firmen durften nicht Börsenmitglied werden und auch keine Anteile an Firmen erwerben, die Mitglied der Londoner Börse waren. Unter den Börsenmitgliedern herrschte faktisch ein Oligopol; 1980 wurden noch 90 Prozent des Umsatzes durch dreizehn Jobberfirmen getätigt.

Der Grund für die Persistenz bewährter Kartellpraktiken und sozialer Exklusivität angesichts ökonomischer Internationalisierung lag darin, dass sich diese auf den *Euromärkten* und damit auf unregulierten, selbst von informellen Statuten völlig unberührten Märkten in Luxemburg, Zürich und in London abspielte. Marktakteure nutzten damit bestehende »Exit«-Optionen im bestehenden Bretton-Woods-System fester Wechselkurse und nationaler Kapitalverkehrskontrollen, deren Existenz von der BoE und der City stillschweigend toleriert wurde (zu den Euromärkten und den Interessen für ihre Aufrechterhaltung vgl. Kapitel 4). Im folgenden Jahrzehnt sollte sich jedoch zeigen, dass die Koexistenz eines unregulierten internationalen Finanzmark-

tes mit einem geschlossenen, kartellisierten heimischen Finanzsystem in der Londoner City nicht Bestand haben konnte – Internationalisierung ließ Kartelle und bestehende Formen professioneller Selbstregulierung schrittweise erodieren.

## 2.3 Deutschland – Föderale Selbstregulierung bis 1980

In Deutschland entwickelte sich das moderne Börsenwesen ungefähr hundert Jahre später als in London oder New York, was bereits die untergeordnete Rolle andeutet, die der organisierte Kapitalmarkt im deutschen Finanzsystem spielt. Für die deutsche Kultur der Börsenregulierung ist konstitutiv, dass die Idee der Selbstregulierung des Börsenmarktgeschehens eng mit professionellen, berufsethischen Normen von Kaufleuten und Händlern verknüpft war. Bei Vorformen des Börsenwesens im 16. und 17. Jahrhundert handelte es sich denn auch um Messen, die der lokalen Kaufmannschaft zum Informationsaustausch oder Münzwechselgeschäft dienten. Mit dem Übergang zum modernen, industriellen Kapitalismus wurden der Handel, später auch Wetten und Spekulationen auf Waren oder Effekten zum Hauptzweck der Zusammenkünfte. Sombart bezeichnet diesen Prozess als »Mechanisierung« und »Entpersönlichung« der Wirtschaftsbeziehungen (Sombart 1969: 562–563) und charakterisiert ihn als zentrales Merkmal des Übergangs zum modernen, industriellen Kapitalismus. Beispiel dieses »Versachlichungsprozesses« war die Herausbildung eines Marktpreises, welcher dann als »Börsenpreis« oder später »Kurs« institutionalisiert werden sollte. Dieser Marktpreis galt als einheitlicher Durchschnittspreis, der der Marktlage und der durchschnittlichen Bewertung der Kosten entsprach. Auf den Messen des 16. Jahrhunderts entstand er, indem Käufer und Verkäufer jeweils bilateral Preise absprachen und sich aus den verschiedenen Einzelpreisen im Verlauf einer Messe ein Durchschnittspreis herausbildete. Dieser wurde dann von einem Makler amtlich festgestellt oder unter Hinzuziehung ausgewählter Kaufleute unter Aufsicht des Magistrats, wie später an der Frankfurter Börse. Mit der »Entpersönlichung« der Preisbildung entstand somit ein wichtiges Merkmal des »idealen« Marktes (Sombart 1969: 198–199).

Die Spielregeln des Börsenhandels wurden zunächst nur durch informelle Normen einer kaufmännischen Berufsethik geprägt, welche die Grundlage für ungeschriebene, aber doch befolgte Handelsbräuche (= Usancen) darstellten. So galten Werte wie die »Kaufmannshre« oder die Regel, dass

mündliche Geschäftsabsprachen von bindender Wirkung waren, auch als allgemeinverbindlich. Bis hinein ins 18. Jahrhundert galt im Bereich des organisierten Börsenwesens der Grundsatz der Börsenfreiheit, ein Vorläufer der sich zu Beginn des 19. Jahrhunderts durchsetzenden Gewerbefreiheit. Börsen wurden als weitgehend staatsfreie Zone betrachtet, in der weder Beschränkungen des Handels noch der zu diesem zugelassenen Personen toleriert wurden.

Für Deutschland stellte das 19. Jahrhundert und damit der Prozess der Industrialisierung den Beginn moderner Märkte für den Handel mit Wertpapieren dar. Wachsender Kapitalbedarf der gewerblich-industriellen Wirtschaft und besonders der Wachstumssektoren wie des Eisenbahn-, Berg- und Maschinenbaus und der Eisen- und Stahlproduktion, aber auch der durch die Liberalisierung des Aktienrechts im Jahre 1870 ausgelöste Gründerboom an Aktiengesellschaften führten zu einer Aufwertung der Börsen im deutschen Finanzsystem.<sup>6</sup> Gleichzeitig setzte bis in die 80er-Jahre des 19. Jahrhunderts ein erster Schub an »Verrechtlichung und Kodifizierung« der bis dato überwiegend berufsständischen informellen Regeln des Sektors ein. Interessant ist jedoch, dass dieser Institutionalisierungsschub weniger eine Reaktion auf auftretende Missstände im System des Börsenhandels war, sondern vielmehr Nebenprodukt einer anderen Entwicklung, der weiteren Korporatisierung des Handelswesens. Die Trägerschaft der Börsen wurde von den zu Beginn des 19. Jahrhunderts entstehenden Interessenvertretungen der Kaufmannschaft wie den Handelskammern beziehungsweise den »Korporationen« übernommen. Diese waren Verbände mit Selbstverwaltungsfunktionen, die als »Körperschaften öffentlichen Rechts« mit hoheitlichen Kompetenzen beliehen, ein Eigenleben innerhalb des jeweiligen Staatsverbandes führten (Zänsdorf 1937: 52–53). Die Börsen verfügten über eine autonome Verfassung, deren Statuten sich die Börsenbesucher freiwillig unterwarfen. Ein reichseinheitliches deutsches Verfassungsrecht für die Börsen bestand damit nicht. So gründete man verschiedene Gremien der Selbstverwaltung, wie ein »Börsenkommissariat« als leitendes Börsenorgan oder ein ständiges Schiedsgericht, das sich aus Mitgliedern der Börsenleitung rekrutierte. In diesen Börsengremien waren im Wesentlichen die »Produzenten« von Finanzdienstleistungen, also Unternehmen als Emittenten

---

6 Die Aktienrechtsnovelle hob im Geiste einer eher liberalen Wirtschaftspolitik den bis dahin geltenden staatlichen Konzessionszwang für Aktiengesellschaften auf und führte stattdessen eine bloße Registrierungspflicht ein, die die Aktionäre weitgehend ungesichert ließ (Meier 1992: 7).

von Wertpapieren, Makler, allen voran aber die Universalbanken repräsentiert. Letztere hielten die Mehrheit der Sitze in den Gremien der Selbstverwaltung. Individuelle Anleger hingegen waren dort nicht vertreten. Obwohl es auch durchaus Hinweise darauf gab, dass die Händler ihre privilegierte Position zum eigenen Vorteil beziehungsweise zu dem interessierter Kreise ausnutzten, wurde die Seriosität der Beteiligten nicht angezweifelt und die Liberalität der Börsenverfassung nicht in Frage gestellt.<sup>7</sup>

Wie bereits angedeutet, wurden die Geschicke des deutschen Börsensektors wesentlich von den Groß- (und Aktien-)Banken gelenkt, die seit dem letzten Drittel des 19. Jahrhunderts in mehrfacher Hinsicht eine strukturelle Machtposition ausübten: Als Aktiengesellschaften waren die Großbanken einmal selbst »Kunden« der Börsen. Ähnlich wie industrielle Unternehmen auch, nutzten die Banken die Ausgabe eigener Aktien (= Emission) zur Beschaffung von Eigenkapital. Für sie war es auf der Basis dieser Rücklagen nun leichter, umfangreiche Finanzierungs- und Kreditleistungen für den aufstrebenden industriellen Sektor zu übernehmen. Zweitens war es den Banken möglich, selbst in die Rolle von Käufern beziehungsweise Händlern von Wertpapieren zu schlüpfen. So konnten sie größere Mengen von Industrieaktien oder Schuldverschreibungen erwerben, diese eine Zeit lang im eigenen Portfolio behalten, um sie zu einem Gewinn versprechenden Zeitpunkt im Publikum abzusetzen. Dies war eine nicht selten praktizierte Strategie, die es möglich machte, flauere Börsenperioden oder Zinstrends, die das Publikum von Wertpapierkauf abhielten, zu überbrücken. Hierbei stellte jedoch der Gang an die Börse nur eine Option unter anderen dar. Großbanken gingen sogar zunehmend dazu über, neue Wertpapiere über ihre bis zum Ende des 19. Jahrhunderts erweiterten Vertriebsnetze im eigenen Kundenkreis abzusetzen. Dieses »Selbsteintrittsrecht« ermöglichte es den Banken, die aus ihren Filialnetzen in den (Berliner) Zentralen einlaufenden Börsenaufträge weitgehend intern auszugleichen – allerdings zu Kursen, die an der Börse ermittelt wurden (siehe hierzu auch Hilferding 1910: 174–175; Baehring 1985: 142–144). Diese Emissionspolitik war einerseits Ausdruck der stabilen Beziehungen zwischen Industrie und Banken, in denen letztere dafür Sorge trugen, dass die Industrie längerfristige, von Marktschwankungen wenig beeinflusste Investitionsstrategien betreiben konnte und eine Quelle

---

7 So folgten die Makler bei der Notierung der Marktpreise nicht selten den Wünschen interessierter Bankiers, so dass die Zuverlässigkeit der Kursfeststellung zu wünschen übrig ließ (Gömmel 1992: 174).



der später viel zitierten »Macht der Banken«.<sup>8</sup> Die Kehrseite dessen war jedoch die Unterentwicklung des organisierten Kapitalmarktes.

Die Banken dominierten aber nicht nur die Börsenselbstverwaltung, sondern entschieden auf Grund ihrer Marktstellung auch über das relative Gewicht einzelner Börsen innerhalb einer *föderalistischen Marktstruktur*: Um 1890 gab es im Deutschen Reich insgesamt achtzehn Wertpapierbörsen, die sich auf die Reichshauptstadt Berlin, die industriellen Ballungsräume an der Ruhr und in Schlesien sowie auf die Handelszentren im Norden und in Süddeutschland verteilten. Die Mehrzahl der Börsen war auf ihre lokalen Märkte konzentriert, lediglich Berlin konnte als Börse von internationaler Bedeutung gelten. Zwischen 1881 und 1914 begannen die Großbanken, ihr Filialnetz von Berlin aus in die Provinzen auszudehnen, was mit dem Aufkaufen kleinerer Provinzbanken verbunden war und zu erheblichen Konzentrationsprozessen im deutschen Bankwesen führte (Pohl 1982: 272–277). Je weiter sich das räumliche Einzugsgebiet der Großbanken ausdehnte, desto eher waren diese in der Lage zu bestimmen, an welcher Börse Emissionsaufträge ausgeführt werden sollten. Da größere und risikoreichere Emissionen ohnehin von der Berliner Zentrale der Großbanken ausgeführt wurden, leitete man die Aufträge daher auch üblicherweise über die Berliner Börse. Gleichwohl hatten die Banken durchaus ein Interesse, die regionalen Märkte aufrechtzuerhalten und deshalb für hinreichend viele Aufträge zu sorgen. Der Grund dafür waren Kursdifferenzen für einzelne Wertpapiere an verschiedenen Handelsplätzen, die unter anderem dadurch entstanden, dass Angebot und Nachfrage nach Wertpapieren auf Grund regionaler Verteilung und Größenunterschieden der einzelnen Regionalbörsen variierten. Den Banken bot sich damit die Gelegenheit, Wertpapiere an einer Börse mit niedrigem Kurs zu kaufen und an einer mit hohem Kurs zu verkaufen und dadurch »Arbitrage-Gewinne« zu erzielen (siehe Henning 1992: 252; Schulz 1994: 532). Damit hatten sich eine föderale Marktstruktur, gekoppelt mit einem ausgeprägten System an Selbstverwaltung bereits zur Jahrhundertwende als das vorherrschende institutionelle Muster der Koordination des Börsengeschehens herausgebildet.

---

8 Im deutschen Universalbankmodell erlaubte es die Koppelung des Konsortialgeschäftes mit dem Kreditgeschäft den Banken, ihre Beziehungen zur Industrie immer dichter und verflochtener zu gestalten; vgl. zum Beispiel Gall (1995) zu den »Hausbankbeziehungen« der Deutschen Bank.

Als Folge der schweren Wirtschaftskrise (»Gründerkrise«) von 1873 und dem Börsenkrach von 1891 wurde die Forderung nach einer Verschärfung des Systems der Wertpapierregulierung laut. Hintergrund war, dass das breite Publikum in Ermangelung von Sachkenntnissen und regulativen Schutzbestimmungen die größten Verluste des Börsenkrachs zu tragen hatte: Vielfach war in die Aktien neugegründeter Gesellschaften investiert worden, deren Zukunftsaussichten in den Verkaufsprospekten in den rosigsten Farben geschildert worden waren. Viele dieser Unternehmensneugründungen galten jedoch als unseriös, weil es den Gründern lediglich um das Einstreichen eines hohen Aufgeldes bei der Aktiengabe (= Gründergewinn) ging (Meier 1992: 9). Hinzu kam, dass viele Anleger auf Grund fehlender Marktübersicht ihre Papiere nicht rechtzeitig abstoßen konnten, während informierte Börsenhändler ihre Gewinne beizeiten realisiert hatten. Aus Sicht der breiten Bevölkerung galten Bankiers und Börsianer als die eigentlichen Schuldigen der Krise, weil sie mittels betrügerischer Manipulationen das Publikum gezielt um sein Vermögen gebracht hätten (Meier 1992: 13). Politisch wurden Börsenkrach und Gründerkrise als Versagen des politischen Liberalismus gewertet. Den Liberalen wurde insbesondere das Aktiengesetz von 1870 angelastet, welches in der Tat noch lückenhaft konstruiert, dem Gründerschwindel vielfach Vorschub geleistet hatte. Der Ruf nach einer staatlichen Aufsicht über die Börsen wurde von konservativen Kräften, darunter insbesondere Großagrariern unterstützt, die vor dem Hintergrund erheblicher Absatzschwierigkeiten im Ausland politischen Schutz vor der ausländischen Konkurrenz forderten. Die Börse galt aus konservativer Sicht als die Verkörperung des verhassten Freihandels, als Ort, an dem deutsches Kapital an die ausländische Konkurrenz »verschleudert« wurde. Letztlich war es Bismarcks »Bündnis der Junker und Schlotbarone«, also die Sammlung von Beamtschaft, Agrariern und weiten Teilen der Schwerindustrie, die den »Primat der Politik« über den Börsenhandel einklagte und mit dem Ruf nach einer Schutzzollpolitik verband (Gömmel 1992: 166–169).

Trotz dieser parteipolitisch eindeutigen Kräftekonstellation, die den Aufbau von Börsenaufsichtskompetenzen auf Reichsebene befürwortete, sollte die Auseinandersetzung um die Börsenreform noch fünf Jahre andauern und 1896 mit nur sehr inkrementellen Fortschritten enden. Der Grund hierfür lag allerdings weniger in der politischen Durchsetzungskraft des Finanzkapitals: Ein Spitzenverband der Banken, welcher Protestaktionen hätte koordinieren oder gegenüber der Regierung als kompetenter Ansprechpartner auftreten können, bestand bis zur Jahrhundertwende noch nicht. Die Großbanken wa-

ren zwar von der Notwendigkeit der Existenz von Börsen überzeugt, betätigten sich aber in der Öffentlichkeit auch nicht als deren Lobbyisten. Zum einen benötigten sie organisierte Märkte nicht, um Wertpapierhandel zu betreiben; zum anderen bestand eine Art kultureller Distanz zwischen Bankiers und Börsianern.<sup>9</sup> Vielmehr erwies sich die *föderalistische Struktur* des noch jungen Deutschen Reiches als Reformblockade; die Auseinandersetzung um das erste deutsche Börsengesetz geriet denn auch zum Konflikt um Aufgaben und Interventionsrechte des Nationalstaates gegenüber den Einzelstaaten. Die die Börsen tragenden Kammern und Korporationen verbündeten sich mit ihren jeweiligen Einzelstaaten und verteidigten ihre Selbstverwaltungskompetenzen gegen Eingriffsversuche Preußens. Den Einzelstaaten gelang es, zahlreiche Vorschriften unter einen Landesvorbehalt zu stellen und die unitarischen Tendenzen des Gesetzes dadurch aufzuweichen. Im Bundesrat stimmten sie dem Börsengesetz nicht zuletzt wegen der Aussicht zu, bei der Gesetzesimplementierung noch erheblichen Spielraum zu besitzen. Tatsächlich stellten verschiedene Einzelstaaten erfolgreich Anträge auf Befreiung von der Umsetzung aller Gesetzesbestimmungen.

Im Ergebnis schrieb das Börsengesetz also das bestehende System föderaler Selbstregulierung fort. Die Börsen wurden unter die Rechtsaufsicht der Einzelstaaten gestellt, die so genannte »Staatskommissare« zur Börsenaufsicht ernannten. Faktisch bedeutete dies jedoch eine Kodifizierung der bisherigen Form der Börsenselbstverwaltung. Im Gesetz wurde das Fortbestehen der Börsenorgane (Börsenausschuss, Ehrengericht) fixiert. Der Staatskommissar sollte lediglich als Beobachter fungieren und nach den Anweisungen der Landesregierung die Einhaltung des Börsengesetzes überwachen. Den Einzelstaaten oblag lediglich die Entscheidung über die Errichtung einer Börse (Schulz 1994: 242). Preußen als Vertreterin der Reichsinteressen gelang es somit nicht, Regulierungskompetenzen auf Reichsebene gegen den Willen der Einzelstaaten aufzubauen. Jedoch spiegelte das Gesetz ein erweitertes Verständnis von Staatsfunktionen wider, weil es die erste Maßnahme des Schutzes von Anlegern und Kleinaktionären darstellte und damit eine Lücke in der Aktiengesetzgebung füllte. So wurden erstmals die Bedingungen der Zulassung zum Börsenhandel formal geregelt und eine Haftung der Emit-

---

9 So beschreibt Georg von Siemens, der erste Direktor der Deutschen Bank, er habe beim Geschäftsaufbau seines Institutes bewusst verhindert, dass sich dieses zu einem »kleinen Effektenhändler oder Börsenjobber« entwickle. Vielmehr habe sich die Bank frühzeitig dem Auslandsgeschäft gewidmet und damit ein »Stück Weltpolitik mit anderen Mitteln« betrieben (Gall 1995: 111–112).

tenten für die über ihre Unternehmen verbreiteten Informationen (= Prospekthaftung) festgeschrieben. Mit dem Börsengesetz fixierte man erstmals reichseinheitliche Bestimmungen der Börsenregulierung, welche immerhin noch weitere hundert Jahre gelten sollten.

Nach dem Zweiten Weltkrieg knüpfte man im Wesentlichen an das Zwei-Säulen-Modell der Aufsicht an, wie es im Börsengesetz 1896 verankert war. Der Wunsch der Alliierten nach einer möglichst weit gehenden Aufspaltung der Macht im deutschen Finanzsystem traf zusammen mit einer im Börsenwesen ohnehin föderalistisch und selbstregulativ geprägten Sektorstruktur, welche eine Anhäufung von Kompetenzen auf Bundesebene immer blockiert hatte. Acht Börsen wurden wiedererrichtet und erhielten in enger Anbindung an das Kammerwesen den Status öffentlich-rechtlicher Institutionen, die nach dem Kostendeckungsprinzip arbeiteten und sich weitgehend selbst regulierten. Eine Vielzahl von Selbstverwaltungsgremien wurde gegründet, die nach wie vor von den »Anbietern« von Finanzdienstleistungen (Emittenten, Maklern, besonders aber Banken) dominiert waren. Die Länder erhielten wiederum die formale Rechtsaufsicht über ihre Börsen. Die Börsengesetzgebung wurde in den Artikel 74 des Grundgesetzes und damit zu den Feldern der konkurrierenden Gesetzgebung aufgenommen, in denen die Länder nur solange die Befugnis zur Gesetzgebung besitzen, wie der Bund von seinem Gesetzgebungsrecht keinen Gebrauch macht. In Fällen, in denen eine Angelegenheit durch die Gesetzgebung einzelner Länder nicht wirksam geregelt werden kann, hat der Bund die Möglichkeit, die Gesetzgebung an sich zu ziehen. Da die Börsenaufsicht und damit der Verwaltungsvollzug bei den Ländern liegt, zählt die Börsengesetzgebung faktisch zu den nach Art. 84 GG durch den Bundesrat zustimmungspflichtigen Gesetzesbereichen. Dadurch erhielten die Länder im Prozess der Börsengesetzgebung erhebliche Verhandlungsrechte mit dem Bund. Die Herausbildung eines *föderalen Verhandlungssystems* wurde in den 1950er Jahren mit der Gründung von Länderarbeitskreisen institutionalisiert. Auf der Ebene der Börsenfachminister, bei denen es sich überwiegend um die Wirtschafts- oder Finanzminister der Länder handelte, wurden Konferenzrunden institutionalisiert; Gleiches galt für den Austausch auf Ebene der Fachreferenten, die einen Arbeitskreis für Börsen- und Wertpapierfragen bildeten, an dem auch die Nicht-Börsenländer, Börsenvertreter sowie der Bund von Zeit zu Zeit teilnahmen. Formal lag die Aufgabe der Überwachung des Börsengeschehens (»monitoring« und »enforcement«) bei den Ländern; in der Praxis herrschte im Länderkreis jedoch Konsens über eine Politik der Nichteinmischung in

Börsenangelegenheiten. Das Bundeswirtschafts-, später dann das Bundesfinanzministerium verfügte über die Gesetzgebungskompetenz im Börsen- und Wertpapierwesen und damit über die Möglichkeit, die rechtlich festgeschriebenen Aufsichtsregeln zusammen mit den Ländern festzulegen – Kompetenzen, die zunächst noch nicht genutzt wurden.

Auch auf Börsenseite vollzog sich mit Beginn der 1950er-Jahre eine zunehmende Institutionalisierung der Beziehungen zwischen den verschiedenen Handelsplätzen und die Festigung eines *kartellartigen Verbundes*. Ähnlich ihren angelsächsischen Vorbildern beschränkten auch die deutschen Börsen systematisch den Wettbewerb, nur in Deutschland wurde dies durch das System des Föderalismus erreicht. Von den acht deutschen Börsen konzentrierte sich circa die Hälfte (Bremen, Hamburg, Berlin, Hannover) auf den Handel mit spezialisierten Regionalwerten, nur die größeren Börsen (Frankfurt, Düsseldorf, München, Stuttgart) konkurrierten um die liquides-ten und daher attraktivsten »blue chips«.<sup>10</sup> Trotz offenkundiger Machtasymmetrien – Frankfurt allein zog fast 75 Prozent des gesamten Umsatzes auf sich – charakterisierte ein Muster stabiler Kooperation den föderalen Verbund. Ausdruck dessen war zum einen die Existenz der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen, eines Zusammenschlusses, der die Börsenbelange gegenüber bundesstaatlichen, aber auch internationalen Gremien vertreten sollte (siehe hierzu Rudolph 1992: 293–295). Intern bestand Gleichberechtigung aller Mitglieder, was durch eine turnusmäßig wechselnde Federführung innerhalb der AG untermauert wurde. In den Entscheidungsprozessen herrschte die Einstimmigkeitsregel und damit in der Praxis das »Geleitzugprinzip« (Schmidt 1992: 237; Interviews 950302a und 950328a), nach dem die kleinsten Partner des Verbundes das Tempo von Innovationsprozessen maßgeblich bestimmen konnten. Weiteres Indiz des Kartellcharakters im föderalen Zirkel war die Regel, einige der attraktivsten Aktien an allen Börsen zu handeln. Für industrielle Emittenten bedeutete dies etwa, sich an allen acht Handelsplätzen um Notierung bewerben und die anhängigen Gebühren zahlen zu müssen. Diese Subventionen garantierten letztlich die Existenz der kleineren Handelsplätze und ermöglichten auch kleineren Firmen, deren Aktien nicht in Frankfurt gehandelt wurden, ihre regionale Heimatbörse zur Kapitalbeschaffung zu nutzen.

---

10 Die 30 liquides-ten Aktien sind im deutschen Aktienindex (= DAX) zusammengefasst.

Wie bereits im 19. Jahrhundert waren es die Großbanken, die die föderale Börsenstruktur aufrechterhielten. Als Universalbanken mit breitem Filialnetz lag es nach wie vor in ihrer Hand, zum einen den Stellenwert des organisierten Kapitalmarktes für die Finanzierung der Industrie zu bestimmen. Das Hauptstandbein ihres Geschäftes lag jedoch wie seit jeher im Kreditbereich, und der Aktienhandel war allenfalls ein zusätzliches Element enger »Hausbankbeziehungen« zur Industrie.<sup>11</sup> Gleichwohl hielten die Banken auf einem insofern unterentwickelten Kapitalmarkt die Mehrheit der Industrieaktien und besaßen als wichtige Kommissionäre nach wie vor eine Schlüsselposition. Auf Grund ihres nach dem Zweiten Weltkrieg wiedererrichteten Niederlassungsnetzes konnten sie Emissionsaufträge auch weiterhin lenken und dadurch den Marktanteil der einzelnen Regionalbörsen wesentlich mitbestimmen. Obgleich die deutschen Großbanken sich in ihren Handelsaktivitäten auf Frankfurt konzentrierten, hielten sie nach wie vor die regionale Marktstruktur aufrecht. Solange wie der Wertpapierhandel im deutschen Finanzgeschäft nur eine untergeordnete Rolle spielte und so lange wie die deutschen Banken es überwiegend mit heimischen, kleineren Investoren zu tun hatten, war es leicht, die Kosten für die Subventionierung ihrer regionalen und schwächeren Partner auf die Anleger umzulegen. Folglich waren die Kosten für die Abwicklung von Handelstransaktionen, die Kommissionen der Makler und die Börsenumsatzsteuern in Deutschland erheblich höher als in anderen Ländern. Da jedoch eine starke Lobby institutioneller Anleger wie Investment- oder Pensionsfonds auf dem deutschen Finanzmarkt fehlte, beklagte sich niemand über diese Situation.

Die Sektorgeschichte zeigt bis hierher bereits, dass sich föderalistische Staatsstruktur und Formen dezentraler Selbstregulierung durch regionale Börsengemeinschaften gewissermaßen symbiotisch entwickelten, Staatsorganisation und die der Börsenmärkte sich gewissermaßen wechselseitig stützten. Marktakteure und Bundesländer einte das gemeinsame Interesse, ihre Einflussphäre gegen die Intervention des Bundes zu verteidigen (vgl. auch Moran 1989 zum Blockadecharakter des deutschen Börsenföderalismus). Umgekehrt war dieses Modell für die deutschen Banken von Vorteil, weil es geringe Regulierungskosten beinhaltete. Da primär die Universalbanken die Mehrheit der Sitze in den Gremien der Börsenselbstverwaltung

---

11 Enge, kreditbasierte Beziehungen zwischen Banken und Industrie galten als Kernelement des deutschen »organisierten Kapitalismus« (Hilferding), weil sie Stabilität sowohl für längerfristige Investitionsstrategien der Industrie als auch für das Wirtschaftssystem als Ganzes versprachen (Shonfield 1965; Dyson 1986).

innehatten, entschied faktisch die Gemeinschaft der Anbieter von Finanzdienstleistungen über die Kosten, die sie bereit waren, zu Gunsten des Schutzes der Anleger auf sich zu nehmen.

Wie erfolgreich diese Koalition externem Reformdruck widerstehen konnte, zeigte sich in den 60er-Jahren, als das Bundeswirtschaftsministerium (BMWi) einen Vorstoß unternahm, die Transparenz über den Börsenhandel zu verbessern, um das Vertrauen des Anlegers in die Börse zu stärken. Nach Vorstellung des Ministeriums sollten unter anderem die Berichterstattung börsennotierter Aktiengesellschaften verbessert, die Börsen zur vollständigen Publikation ihrer Umsätze gezwungen und erstmals eine Regelung so genannter »Insidergeschäfte« eingeführt werden. Die geplante Reform stand wesentlich im Zeichen der Förderung des Aktiensparens und des Versuches, die Aktienanlage breit in der Bevölkerung zu streuen. Im damaligen Börsenreferat des BMWi waren Zweifel laut geworden, ob die geltenden Regeln des Börsenhandels insbesondere der Vielzahl kleiner und mittlerer Sparer, die erst in das Wertpapiersparen hineinwuchsen, einen hinreichenden Schutz vor Missständen bieten würden (Beyer-Fehling/Bock 1975: 18).

In Finanzkreisen reagierte man zügig und geschlossen. Unter der Leitung des Bundesverbandes der privaten Banken und der AG der deutschen Wertpapierbörsen wurden Ad-hoc-Kommissionen gebildet, um eine einheitliche Stellungnahme zu den Reformvorschlägen zu erarbeiten. Einigkeit bestand darin, partielle Kooperation zu signalisieren, um tief greifende Reformen zu verhindern (Bremer 1969: 141). Das Ministerium setzte seinerseits im März 1968 einen Ausschuss ein, der später als Börsensachverständigenkommission (BSK)<sup>12</sup> institutionalisiert werden sollte und die Interessen von Regierung, Ländern, Banken und der Wirtschaft abglich. Ergebnis der Kommissionsarbeit waren Empfehlungen, die meisten der vom Ministerium vorgeschlagenen Maßnahmen durch freiwillige Regelungen von Banken und Börsen zu erfüllen statt durch Gesetz. Als die Börsengesetznovelle schließlich 1975 in einer inhaltlich weitgehend entschlackten Form vom Parlament verabschiedet wurde, hatten die Verbände des deutschen Kreditgewerbes denn auch freiwillige Maßnahmen ergriffen, die die Reformanregungen zwar aufnahmen, jedoch in ihrer Reichweite hinter den Vorstellungen des Bundes zurückblieben. Beispielhaft hierfür sind die freiwilligen Insider-Regeln, die

---

12 In der BSK waren wissenschaftliche Experten, Vertreter der drei Bankenverbände, solche der Emittenten wie Unternehmen und Banken, der Vorsitzende des Länderarbeitskreises für Börsenfragen und die Bundesbank vertreten (vgl. zu diesem Gremium Bremer 1976).

von der BSK ausgearbeitet und von den Spitzenverbänden der Wirtschaft und des Handels sowie den Verbänden des Kreditsektors verabschiedet wurden. Diese so genannten »Händler- und Beraterregeln« bildeten die Grundlage für die Arbeit spezieller Prüfungskommissionen, die bei Verdacht auf Verstoß gegen die Handelsusancen an den einzelnen Wertpapierbörsen gebildet wurden. Unter dem Vorsitz eines in Handelsachen erfahrenen, aber pensionierten Richters ermittelten diese Kommissionen in Sachen Insiderverstoß entweder selbst oder beauftragten einen Wirtschaftsprüfer mit der erforderlichen Untersuchung. Über den Ausgang eines solchen Verfahrens wurde der Bundeswirtschaftsminister durch die Börsenaufsichtsbehörden der Länder unterrichtet, die breitere Öffentlichkeit allerdings nur mit Einwilligung der Betroffenen selbst (Frankfurter Wertpapierbörse AG 1992).

Das Beispiel demonstriert einmal mehr, wie tief die Kultur der Selbstregulierung im deutschen Finanzsektor verankert war. Reputationsmechanismen innerhalb der Bankergemeinschaft und ein in der Kaufmannstradition verankerter Ehrenkodex übten Funktionen sozialer Kontrolle durch die eigene Peer Group aus, die einen stillschweigenden Konsens über die Geheimhaltung von Geschäftswissen gegenüber Außenstehenden teilte. Entsprechend unterentwickelt waren rechtlich fixierte Pflichten, etwa zur Herstellung von Transparenz von Markttransaktionen oder zur Bestrafung von Marktteilnehmern. Da es sich bei der Anlegerseite entweder auch um Banken handelte, die große Aktienpakete im eigenen Besitz hielten, oder um private Kleinaktionäre mit fehlender Lobby, war die Seriosität und Selbstbindungsfähigkeit der Anbieter die Basis des alten Regulierungsmodells. Das Modell sektoraler Selbstregulierung basierte also auf zwei Voraussetzungen: auf der untergeordneten Rolle der Anleger im deutschen Börsenmarkt und darauf, dass die Großbanken als die Akteure mit einer Schlüsselposition im Finanzsektor dieses Modell stützten. Wir werden sehen, dass diese Bedingungen mit wachsender Globalisierung des Finanzgeschäfts zunehmend erodierten.

## 2.4 Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich

Der Ursprung organisierter Kapitalmärkte lag in allen untersuchten Ländern in privaten Handelsaktivitäten von Kaufleuten, die sich später dann auch dem Handel mit Wertpapieren widmeten. Kapitalmarktgeschäfte hatten in allen Ländern, vielleicht mit Ausnahme von Großbritannien, einen vorwie-



gend privaten Charakter, denn sie dienten überwiegend der privaten Spekulation und Vermögensbildung, während die Entstehung von Banken eng mit Prozessen der Währungsintegration oder mit staatlichem Kapitalbedarf zusammenhing (vgl. Kapitel 3). Sicher nicht zuletzt auf Grund ihrer privaten, marktnahen Entstehungsgeschichte wurden Kapitalmärkte in allen Ländern auch vornehmlich privat reguliert. In Deutschland und Großbritannien basierte das Modell der Selbstregulierung wesentlich auf informellen Normen, während der rechtliche Regulierungsrahmen von eher untergeordneter Bedeutung war. In den USA griff der Zentralstaat zwar nach der Depressionsphase der frühen 30er-Jahre regulierend in das Kapitalmarktgeschehen ein; dennoch bezog die SEC als unabhängige Regulierungsbehörde in Ermangelung eigenen Expertenwissens und eines fehlenden institutionellen Unterbaus noch bis in die 60er-Jahre die Marktteilnehmer in die Regulierungspraxis mit ein. Charakteristisch dafür war ihre Strategie, Börsen oder privaten Verbänden einen öffentlichen Status zu verleihen, der diese zu Self-Regulating Organizations (SROs) und damit zu »privaten Interessenregierungen« (Streeck/Schmitter 1985) machte, welche von der SEC zu Regulierungszwecken gegenüber ihren Mitgliedern autonomisiert wurden.

Die Funktionsfähigkeit dieser selbstregulativen Arrangements hing in allen Ländern maßgeblich von ihrer Kopplung mit Kartellpraktiken ab. Diese verhinderten den Wettbewerb der unterschiedlichen Börsen innerhalb eines Landes wie in den USA und Deutschland und sicherten den Anbietern von Finanzdienstleistungen wie Maklern und Wertpapierhandelshäusern ein Mindesteinkommen in Form fester Kommissionen für Handelstransaktionen oder den ausschließlichen Vertrieb von Staatsanleihen wie in Großbritannien. Im Ergebnis entstanden in allen Ländern sektorale Regulierungsmodelle, die die Regulierungskosten für die Anbieter möglichst gering hielten. Insbesondere in Deutschland und Großbritannien fehlte zunächst noch ein Ordnungsrahmen, der es erlaubte, sowohl Transparenz über Handelstransaktionen und -praktiken herzustellen als auch Verstöße gegen die marktmäßigen Spielregeln rechtlich zu ahnden. Vielmehr war die jeweilige Regulierungsphilosophie durch das Bemühen um Diskretion über Handelspraktiken und Geheimhaltung von Geschäftstransaktionen geprägt. Auslöser für Bestrebungen zur Re-Regulierung waren im Allgemeinen Skandale oder Krisensituationen, die das Versagen privater Selbstregulierung auch für die Öffentlichkeit sichtbar machten und die Politik nachfolgend unter Handlungsdruck setzten. Besonders sichtbar wurde dieser Zusammenhang in den USA – unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise und tiefen Depressionsphase

wurden hier die Grundlagen eines umfassenden Kapitalmarktrechts gelegt, das den Anleger und sein Interesse an hinreichender Markttransparenz in den Mittelpunkt der heimischen Regulierungsphilosophie stellte.

Dass private Marktakteure in aller Regel versuchten, staatliche Interventionsbestrebungen abzuwehren oder zumindest abzuschwächen, ist ein Phänomen, das ebenfalls in allen Ländern zu beobachten ist. Oftmals reichte allein die Androhung eines staatlichen Eingriffs, um Maßnahmen freiwilliger Selbstbeschränkung der beteiligten Interessenverbände zu erreichen – beispielhaft sind die freiwilligen Insiderregeln der Verbände des deutschen Kreditgewerbes oder die Gründung des britischen Takeover-Panels im Jahre 1968.

Trotz der genannten Parallelen zeigen sich jedoch erhebliche *Unterschiede* bei der institutionellen Ausgestaltung des Modells von Kapitalmarktregulierung in den drei untersuchten Ländern (vgl. Schaubild 2-1). Es sind eben diese institutionellen Differenzen, die jeweils spezifische nationale Regulierungspfade widerspiegeln, die darüber mitentscheiden, zu wessen Gunsten Konflikte zwischen privaten und staatlichen Akteuren in Regulierungsfragen gelöst werden und die letztlich unterschiedliche nationale Ausgangsbedingungen für den Umgang mit Konvergenzdruck konstituieren.

In den *USA* erweist sich der Bund beziehungsweise die *SEC* als unabhängige Regulierungsbehörde in einem ansonsten doch föderal fragmentierten politischen System als der *zentrale Akteur* im Modell der Kapitalmarktregulierung. Zwar verfügen die Einzelstaaten bis heute noch über rudimentäre Aufsichtskompetenzen im Bereich des Wertpapierhandels, jedoch wurde mit der Einrichtung einer unabhängigen Regulierungsbehörde auf Bundesebene eine schlagkräftige Verwaltungsinstitution geschaffen, die legislative, exekutive und judikative Funktionen bündelt und mit dieser Machtfülle im internationalen Vergleich ihresgleichen sucht. In dem *Regulierungsinstrumentarium* der *SEC* ist das *Rule Book* von besonderer Bedeutung, das als Sammlung aller von der Behörde getroffenen Entscheidungen und geschaffenen Präzedenzfälle die Grundlage für Auslegung und Fortentwicklung des Kapitalmarktrechts darstellt. Hinzu kommen sehr weit gehende zivil- und auch strafrechtliche Untersuchungs- und Sanktionskompetenzen, die in der Phase der autorisierten Selbstregulierung jedoch noch nicht zum Einsatz kamen. Der Handlungsspielraum der *SEC* ist jedoch dadurch eingeschränkt, dass diese letztlich dem Kongress und dessen entsprechenden Fachausschüssen gegenüber berichtspflichtig ist. Zumindest in der Anfangsphase ihrer Organisationsgeschichte konnte sie daher größere Reformvorhaben nur in Ab-

Schaubild 2-1 Kapitalmarktsektor: Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich

	USA	Großbritannien	Deutschland
Regulierungsmodell	Autorisierte Selbstregulierung	Professionelle Selbstregulierung	Föderale Selbstregulierung
Regulierungsstruktur	eher zentralistisch	zentralistisch	dezentral
Staatliche Regulierungsakteure	unabhängige Regulierungsbehörde (SEC) (und Einzelstaaten)	Zentralbank (BoE) (und DTI)	Bundesländer
Private Regulierungsakteure	Börsen und Verbände als »SROs«	Börse, professionelle Gruppen	Kammern und Börsen mit öffentlichem Status/ Verbände
Regulierungsinstrumente	Lizenzvergabe und -entzug Vergabe von öffentlichem Status an Private Berichtspflichten Rule Book zivil- und strafrechtliche Sanktionen	Lizenzvergabe und -entzug Handelsstatuten der »City« professionelle Normen informelle Sanktionen	Lizenzvergabe und -entzug marginale Berichtspflichten Handelsstatuten der Selbstverwaltungskörperschaften (u.a. freiwillige Insider-Regeln) professionelle Normen informelle Sanktionen
Regulierungsphilosophie	Sicherung von Markttransparenz	Diskretion	Diskretion
Marktstruktur	dezentral, jedoch integriert durch Wall-Street-Komplex	zentralistisch/ »City of London«	dezentral, jedoch integriert durch Großbanken
Akteure in strategischer Position	SEC	Bank of England	Groß-/Universalbanken
Konfliktarena	Kongress	Elitennetzwerk	Bundesrat/Bundländer-Gremien

stimmung mit der jeweiligen Mehrheitspartei in beiden Häusern des Kongresses und ihrer Regulierungsklientel durchsetzen.

Der eher *zentralistischen Regulierungsstruktur* steht eine prinzipiell *dezentrale, fragmentierte Marktstruktur* gegenüber, die allerdings zentralisierende Elemente aufweist. So war die New Yorker Börse allein vom Volumen der dort gehandelten Aktien her der bedeutendste unter den amerikanischen Finanzplätzen. Zusammen mit den an der Wall Street ansässigen Maklern, besonders aber den großen Investmentbanken, bildete sie eine Wall-Street-Lobby, die ihre Kontakte zum Kongress dazu nutzte, Interventionsvorstöße der Regierung und später auch der SEC abzufedern.

In *Großbritannien* besaß die Regierung nur rudimentäre Funktionen im Modell der Kapitalmarktregulierung. Aufgaben der Lizenzvergabe wurden durch das DTI wahrgenommen, einer im britischen Regierungsapparat eher durchsetzungsschwachen Behörde. Prinzipiell gilt das britische politische System auf Grund des herrschenden Mehrheitswahlrechts und seiner zentralistischen Staats- und Verwaltungsstruktur als interventionsfreundlich. Im Finanzsektor herrschte jedoch eine Regulierungstradition der Staatsferne vor, die durch die dominierende Rolle der BoE im Modell sektoraler Regulierung und den informellen Charakter des dortigen *Regulierungsinstrumentariums* dokumentiert wird. Insofern nutzte der britische Staat seine potentiell große Durchsetzungsfähigkeit zunächst nicht aus. Vielmehr agiert die britische Zentralbank als Vermittlerin zwischen Regierung und der Londoner City. *Regulierungskonflikte* werden nicht im Parlament, sondern innerhalb eines Elitennetzwerkes ausgetragen, zu dem die breitere Öffentlichkeit keinen Zugang hat.

Ähnlich zentralistisch lässt sich auch die *Struktur des britischen Kapitalmarktes* beschreiben. Die LSE war nicht nur der zentrale Finanzplatz unter den heimischen Börsen; vielmehr hielt sie auch exklusive Kontakte zu Investoren und Emittenten im Ausland. Die BoE besaß eine Schlüsselrolle auf dem heimischen Kapitalmarkt, weil sie ein System der Marktsegmentierung und Privilegierung Einzelner aufrechterhielt, von dem auch kleinere Marktakteure wie Makler und Handelshäuser profitierten.

In *Deutschland* sind es maßgeblich die Einzelstaaten beziehungsweise später die einzelnen Bundesländer, welche formale Aufsichtskompetenzen über ihre Regionalbörsen besitzen, in der Praxis jedoch eine Politik der Nicht-

Einmischung in Börsenangelegenheiten verfolgen. Entsprechend dominant ist auch der eher informelle Charakter des *Regulierungsinstrumentariums*. Der Bund verfügt zwar über die Gesetzgebungskompetenzen in diesem Regelungsbereich, muss jedoch die Zustimmung des Bundesrates einholen und gesetzliche Aktivitäten mit den Ländern in einer Vielzahl von Arbeits- und Verhandlungsgremien abstimmen. Die föderale Kompetenzaufteilung innerhalb dieser *dezentralen Regulierungsstruktur* bringt naturgemäß eine Reihe gesetzlich verankerter Vetopositionen in den politischen Entscheidungs- und Gesetzgebungsprozess ein, die die Handlungsfähigkeit des Bundes erheblich einschränken.

Vergleichsweise fragmentiert erscheint auf den ersten Blick auch die *Struktur des deutschen Börsenmarktes*. Oftmals koalieren die Regionalbörsen mit den Bundesländern, um ihre regionalen Domänen gegen Interventionsversuche des Bundes zu verteidigen. Durchbrochen wurde die dezentrale Marktorganisation durch die deutschen *Großbanken*, die als zentrale Kommissionäre die Richtung der Auftragsflüsse innerhalb des regionalen Börsenverbundes maßgeblich bestimmen konnten. Weil die Banken die Aufrechterhaltung dieser dezentralen Marktstruktur bislang tolerieren, verfügen sie im deutschen Modell über eine *strategisch wichtige Position*.

# Kapitel 3

## Der Bankensektor – Staatliche Regulierung mit vielen Gesichtern

Bankenregulierung zielt im Allgemeinen darauf, die Risiken des Bankengeschäftes einzudämmen, um dem Ernstfall eines möglichen Bankenkurses und dessen Folgen für unbeteiligte Dritte vorzubeugen. Der folgende Überblick über die Entstehung von Bankensystemen und Modellen der Bankenregulierung in den USA, Großbritannien und Deutschland zeigt, dass Staaten ausgeprägter als im Kapitalmarktsektor und vorzugsweise in Krisensituationen in das Marktgeschehen intervenierten. Wir werden sehen, dass die institutionelle Ausgestaltung der Bankenregulierung in allen Ländern deshalb als staatsnah bezeichnet werden kann, nationale Regulierungsstrukturen sich jedoch durch eine variierende Arbeitsteilung zwischen öffentlichen und privaten Akteuren sowie durch unterschiedliche Konfliktkonstellationen zwischen den Beteiligten auszeichnen. In den USA sind es Kompetenzkonflikte zwischen den Einzelstaaten und einer mit der Zeit erstarkenden Bundesebene, welche die Geschichte der Bankenregulierung prägten; in Großbritannien sind es eher enge, klientelistische Beziehungen zwischen der Bank of England (BoE) und den Regulierungsadressaten und in Deutschland eine korporatistische Form der Arbeitsteilung zwischen Staat und Bankenverbänden, die das institutionelle Gesicht der Bankenregulierung teils bis in die 70er-Jahre bestimmten.

### 3.1 Die Vereinigten Staaten – (Trenn-)Föderale Regulierung bis 1960

Die Geschichte des amerikanischen Bankenwesens und auch der Bankenregulierung spiegelt Konflikte um den Aufbau des amerikanischen Staates und insbesondere das für die USA typische Misstrauen gegenüber der Heraus-

bildung einer Zentralgewalt auf Bundesebene wider (Cerny 1994). Banken entstanden in den Vereinigten Staaten nicht spontan, sondern wurden noch vor Ende des 17. Jahrhunderts von Kolonien und später von den Einzelstaaten gegründet, um Papiergeld auszugeben. Durch den Ausbau des Handels mit England war besonders in Kolonien mit großen Seehäfen ein Bedarf an neuen Finanzierungsinstrumenten entstanden. Während man im kolonialen Amerika oftmals auf die englischen »bills of exchange« zur Finanzierung des Handels zurückgegriffen hatte (vgl. Kapitel 2), wuchs der Bedarf an modernem Papiergeld, Schecks oder Wechselscheinen nach dem Revolutionskrieg und dem Bruch mit England an. Von 1780 an begannen die amerikanischen Einzelstaaten, zunächst in Philadelphia, das lange Zeit ein wichtiges Finanzzentrum des Landes war, Konzessionen zum Betreiben des Bankgeschäfts, so genannte »bank charters« auszugeben. Diese »charters« wurden zwischen Einzelstaat und der Bank individuell verhandelt und konnten eine Gültigkeit von bis zu zwanzig Jahren haben. Banken durften Einlagen (»deposits«) annehmen, kleinere Darlehen (»loans«) ausgeben und begannen zumindest in größeren Städten auch Anleihen von Eisenbahnfirmen und der verarbeitenden Industrie zu emittieren. Mit der Erteilung einer »bank charter« wurde zudem das Recht der Ausgabe von Banknoten erteilt, die gesetzlichen Zahlungsmitteln gleichkamen. Die zirkulierenden Banknoten waren jedoch kein universelles Tauschmittel; so galten die Geldscheine der älteren, reputierten Banken überall, während solche anderer Banken nur in deren unmittelbarem Einzugsbereich Gültigkeit besaßen. Bis 1834 hatte sich die Zahl der »state banks« landesweit auf über fünfhundert erhöht; dennoch war es schwierig, Zahlungen zwischen unterschiedlichen Regionen der USA zu tätigen (Hütz 1990: 32; OCC 1995: 16–17).

Bis Mitte des 19. Jahrhunderts kam es immer wieder zu Versuchen des Bundes, die Währungsintegration voranzutreiben und eine Institution zu schaffen, die als Kreditgeber und »fiscal agent« der Regierung auftreten sollte. Auf Vorschlag des Secretary of the Treasury (Finanzministers) stimmte der Kongress 1791, bereits gegen erhebliche Widerstände der agrarischen Einzelstaaten und auch einiger »state-chartered banks« der Gründung der First Bank of the United States zu. Deren Kapital wurde zu einem Fünftel von der Regierung als größtem Aktionär getragen; umgekehrt gab die Bank Banknoten aus, betrieb das Einlagengeschäft und vergab in begrenztem Umfang Darlehen an die Regierung und die »state banks«. Widerstände im Kongress verhinderten jedoch 1811 die Verabschiedung eines Gesetzes, das die Konzession der First Bank erneuern sollte. Als sich Probleme

der Kriegsfinanzierung einstellten, die durch Mittel der »state banks« allein nicht zu bewältigen war, wurde 1816 die Second Bank of the United States als zweite Bundesinstitution ins Leben gerufen. Sie verfügte über ähnliche Kompetenzen wie ihre Vorgängerin und fiel, ebenso wie diese, der agrarischen Opposition im Kongress zum Opfer, welche die Frage einer »re-charter« zum Thema der Präsidentschaftswahlen 1832 gemacht hatte. 1846 wurde unter der Regierungsherrschaft der Demokraten zwar keine Zentralbank, jedoch ein unabhängiges Treasury (Schatzministerium) wiedererrichtet, das nicht als Kreditgeber oder »lender of last resort«, sondern als bloße Sammelstelle öffentlicher Gelder fungierte. Damit verblieb die Verantwortung für das Bankwesen nach wie vor bei den Einzelstaaten (OCC 1995: 17–20).

1837 begannen diese, die Lizenzvergabe für das Betreiben des Bankgeschäfts zu erleichtern. Bislang hatte die Erteilung von »corporate charters« nicht nur an Banken, sondern auch an Versicherungen und Unternehmen eines speziellen legislativen Aktes bedurft. Um 1830 sahen sich die einzelstaatlichen Gesetzgeber jedoch mit Anträgen auf Erteilung von »charters« überhäuft. Einzelne Staaten, so zuerst Michigan und New York, begannen, »Free-bank«-Gesetze zu erlassen, durch die das Bankgeschäft (und damit auch die Möglichkeit zur Ausgabe von Banknoten) prinzipiell gestattet und an die Einhaltung moderater Auflagen gebunden wurde. Einige Staaten verlangten den Nachweis vorhandener Mindestkapitalreserven, andere erkannten auch Hypothekenbesitz als Sicherheitspolster an und wieder andere verlangten von den Bankgründern, Anleihen des betreffenden Einzelstaates als Sicherheiten zu kaufen. Einige Staaten erließen Regeln, die die Ausgabe von Banknoten auf ein Vielfaches des Bankkapitals begrenzten oder forderten von den Instituten regelmäßige Geschäftsberichte. Oftmals verweigerten die Banken Auskünfte mit dem Argument, das Bankgeschäft sei schließlich eine private Wirtschaftstätigkeit. Staaten wie Louisiana bauten eine Bankenaufsicht auf, welche über Vollzeitpersonal verfügte und das Recht besaß, insolvente Banken zu schließen. Andere Staaten wie New York, Vermont oder Michigan richteten lediglich »boards of bank commissioners« ohne weiter gehende Aufsichts- oder Sanktionskompetenzen ein. Bis Mitte des 19. Jahrhunderts hatten sich im Kreis der Einzelstaaten so fast 1.500 »state banks« gebildet, die sehr unterschiedlichen Aufsichtsstandards unterlagen (OCC 1995: 23–29).

Gleichwohl waren es nicht differierende Regulierungsniveaus, die den Anlass für die erste erfolgreiche Intervention des Bundes in das amerikanische Bankwesen darstellten. Vielmehr war es die Frage der Finanzierung des ame-



rikanischen Bürgerkrieges, welcher den Kapitalbedarf des Bundes ansteigen ließ und das Interesse an einer einheitlichen Währung und einem Markt für Bundesanleihen weckte. Aus Sicht des Secretary of the Treasury war es praktikabler, den Kapitalbedarf der Regierung durch Darlehensaufnahme statt durch erhöhte Steuern zu decken. Vor diesem Hintergrund entstand der Plan zur Gründung einer nationalen Behörde, die es Banken erlaubte, einheitliche Banknoten auszugeben und sie im Gegenzug zum Kauf von Staatsanleihen verpflichtete. Eine einheitliche Währung versprach außerdem besseren Schutz gegen Inflationsgefahren. Der erste Versuch, das nationale »banking bill« durch den Kongress zu bringen, scheiterte erneut an heftigen Protesten der Einzelstaaten. Nach Intervention von Präsident Lincoln und mit Unterstützung dreier Senatoren aus Ohio gelang jedoch ein zweiter Versuch, und 1864 wurde der *National Bank Act* (ursprünglich *National Currency Act*) verabschiedet.

Mit diesem Gesetz erhielt der Bund das Recht, eigene Konzessionen zum Betreiben des Bankgeschäftes zu erteilen (»national charters«). Banken, die eine solche »charter« anstrebten, erhielten das Recht, einheitliche nationale Banknoten auszugeben und mussten diese durch den Kauf von Staatsanleihen absichern, die beim Treasury hinterlegt wurden. »National banks« waren in ihrer Geschäftspolitik beschränkt, durften Kredite nur in begrenzter Höhe vergeben und auch keine Aktien anderer Banken oder Unternehmen kaufen. Zudem wurde im Gesetz bestimmt, dass Bankgründer ein Mindestkapitalniveau einhalten sowie zusätzliche Reserven bilden mussten. Hinzu kamen Pflichten zur regelmäßigen Berichterstattung und zu »bank examinations« durch den Bund. Zur Abwicklung der Notenausgabe und zur Überwachung wurde das Office of the Comptroller of the Currency (OCC) als Abteilung des Finanzministeriums (Department of Treasury) geschaffen. Bei dem Comptroller handelt es sich nicht um ein aus mehreren Personen besetztes »board«, sondern um eine Einzelperson, die vom Präsidenten mit Zustimmung des Senats für fünf Jahre ernannt wird. Der Comptroller erstattet dem Kongress einen Jahresbericht, untersteht jedoch nicht dessen Budgetkontrolle, weil sich das OCC durch Gebühren finanziert, die von den Banken für die Geschäftsprüfung erhoben werden. Die Aufsichtstätigkeit wird von vierzehn Regionalbüros koordiniert, welche wiederum durch verschiedene »deputy comptroller« auf Bundesebene beaufsichtigt werden (OCC 1995: 43–52).

Mit der Errichtung des OCC und der Einführung der »national charter« wurde das Modell des »dual banking« eingeführt, das die amerikanische

Bankenregulierung bis heute prägt. »National banks« sollten nach dem Willen des Bundes in erster Linie der Staatsfinanzierung dienen und daher hinreichend »sicher« sein. Deshalb wurden sie einem rigideren Aufsichtsregime unterworfen als die »state banks«. Genau dies war jedoch einer der Gründe für die Zurückhaltung vieler Banken bei der Beantragung einer »national charter« oder der Umwandlung einer »state charter« in eine »national charter«. Letztere versprach Vorteile für die Bank, solange ihr Name auf die ausgegebenen Noten gedruckt wurde und sich die Staatsanleihen gut verkaufen ließen, die als Sicherheit hinterlegt werden mussten. Dem standen höhere Reserven und Regulierungskosten gegenüber und bei einigen »state banks« auch die Befürchtung, mit staatlichen Interessen identifiziert oder von der Gesetzgebung des Kongresses negativ betroffen zu werden. Vorübergehend wechselten zahlreiche »state banks« zur »national charter«, als der Kongress die Banknoten der Einzelstaaten mit einer Zusatzsteuer belegte, die von »state banks« in Form höherer Darlehenszinsen an die Kunden weitergegeben werden musste. Um 1880 setzte jedoch ein »charter race« zwischen dem OCC und den Einzelstaaten ein, aus dem letztere als Gewinner hervorgingen (OCC 1995: 64–66).

Versuche der Errichtung einer Zentralbank waren mehrfach im Kongress gescheitert. In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts übernahmen New Yorker Banken die Rolle eines »lender of last resort« für kleinere Banken in der Provinz. Diese legten Reserven bei den größeren Banken an und zogen in Rezessionszeiten Gelder von diesen ab. So war es auch nicht der Staat, sondern der Bankier J.P. Morgan, der in der ersten Bankenkrise des Jahres 1907 Stützungsdarlehen für illiquide Institute arrangierte (Litan/Rauch 1998: 23). Im Vorfeld der Kongresswahlen des Jahres 1912 wurde die Einrichtung einer Zentralbank erneut zum Thema. Aus Bankenkreisen wurde Zustimmung für ein »Aldrich Bill« signalisiert, das eine relativ schwache »National Reserve Association« vorsah, welche durch einen Beirat aus Vertretern der Regierung und der Privatwirtschaft kontrolliert werden sollte. Radikale Agrarier opponierten gegen den Entwurf und kritisierten ihn als »Wall Streets Versuch, Kontrolle über die Kreditressourcen des Landes« zu erlangen (OCC 1995: 88). Nach seiner Wahl zum Präsidenten war Woodrow Wilson gezwungen, eine Alternative zum vorliegenden Gesetzentwurf zu formulieren. Mitglieder des House Banking and Currency Committee arbeiteten einen neuen Vorschlag aus, der dem Wunsch des Präsidenten nach Schaffung einer Bundesinstitution, aber auch Forderungen der Einzelstaaten nach hinreichender Dezentralisierung und Unabhängigkeit von »Wall Street«

entgegenkam. Im Dezember 1913 unterzeichnete Präsident Wilson den *Federal Reserve Act*, durch den achtzig Jahre nach der Schließung der letzten amerikanischen Zentralbank das neue Federal Reserve System aufgebaut wurde. Das neue Zentralbanksystem bestand aus zwölf regionalen Zentralbanken und einem in Washington ansässigen Federal Reserve Board (Fed), dem zunächst der Finanzminister (Secretary of the Treasury), der Comptroller of the Currency sowie weitere fünf, vom Präsidenten ernannte Mitglieder angehörten. Die Fed übernahm die Aufgabe der Notenausgabe von dem OCC, die fiskalische Unterstützung des Treasury und auch erstmals Refinanzierungsfunktionen (»lender of last resort«) für die Banken. Durch den Federal Reserve Act wurden »national banks« gesetzlich verpflichtet, dem Federal Reserve System beizutreten, »state banks« konnten dies freiwillig tun. Mit der Mitgliedschaft waren die Auflagen verbunden, Aktienkapital einer regionalen Zentralbank zu erwerben und Reserven als Einlagen bei dieser zu hinterlegen. Gleichzeitig etablierte das Gesetz Aufsichtskompetenzen für die Fed, deren regionale Zentralbanken jede Mitgliedsbank zweimal jährlich inspizieren sollten. Dadurch entstanden faktisch doppelte Aufsichtspflichten der Fed und des OCC, die zu ständigen Reibungen und Konflikten beider Institutionen führten, beispielsweise darüber, welche Informationen von den Banken eingeholt werden durften. Oftmals trat der Secretary of Treasury als Vermittler auf und ermunterte die Regulierungsorgane zur Kooperation. Im Kongress wurden verschiedene Gesetzentwürfe ausgearbeitet, die die Auflösung des OCC und die Übertragung von Aufsichtsfunktionen auf die Fed vorsahen; dennoch kam es nicht einmal zu Hearings der zuständigen Ausschüsse im Senat und Repräsentantenhaus. Aus Sicht der Einzelstaaten versprach eine Streuung der Aufsichtskompetenzen auf Bundesebene, einer Machtbündelung im Bund entgegenzuwirken; zudem waren die »state banks« vom Aufbau des Zentralbanksystems nicht negativ betroffen, im Gegenteil.

Mit dem Erlass weiter gehender Aufsichtspflichten für »national banks« wurden faktisch unterschiedliche Niveaus der Bankenaufsicht für »national banks« und »state banks« festgeschrieben. Es erscheint nicht verwunderlich, dass daraufhin ein »race to the bottom« einsetzte, in dem die Zahl der »state-chartered banks« schneller stieg als die der »national banks« und eine wachsende Zahl von diesen dazu überging, ihre Lizenz in eine »state charter« umzuwandeln.<sup>1</sup> In Washington wurde diese Entwicklung als Problem

---

1 Zwischen 1900 und 1914 hatte sich die Zahl der »commercial banks« von 9.000 auf über

betrachtet, weil auf diese Weise ein immer größerer Teil der nationalen Bankressourcen dem Federal Reserve System und letztlich auch der Kontrolle des Kongresses entzogen wurde (OCC 1995: 97). Der Bund reagierte darauf mit einer partiellen Liberalisierung der Geschäftsmöglichkeiten für »national banks«; schließlich ging es darum zu verhindern, dass das Federal Reserve System durch deren »Abwanderung« weitere Ressourcen verlor. Durch den *Mc Fadden Act* von 1927 erhielten die »national charters« einen dauerhaften Status; außerdem wurde »national banks« erlaubt, Zweigstellen in dem Einzelstaat ihres Sitzes zu gründen. Allerdings stand diese Option unter dem Vorbehalt der einzelstaatlichen Zustimmung. Da jedoch auch den »state banks« in einigen Staaten die Zweigstellenbildung (»unit banking«) untersagt war, galt dies aus Gründen der Gleichstellung für viele »national banks« faktisch ebenso (OCC 1995: 105).

Die strukturell angelegten Schwächen des amerikanischen Bankensystems sollten in der Wirtschaftskrise des Jahres 1929 und der nachfolgenden Depressionsphase offenkundig werden. Der Zusammenbruch der New Yorker Börse im Oktober 1929 signalisierte das Ende einer Phase gemäßigten Wachstums im amerikanischen Finanzwesen. Ende 1930 setzte die erste von insgesamt drei aufeinander folgenden Wellen von Bankenzusammenbrüchen ein. Sparer hoben panikartig ihre Einlagen an den Bankschaltern ab (»bank run«) und entzogen den Banken dadurch ihre liquiden Mittel. Diejenigen, die zu spät kamen, verloren ihre ganzen Ersparnisse. Bis zum Ende des Jahres 1931 entstand durch die Liquidierung von Banken ein Verlust von mehr als 1 Mrd. US-Dollar an Einlagen. Die Zentralbank betrieb keine antizyklische Geldpolitik, sondern versuchte zum Zeitpunkt tiefster Rezession auch die Inflation zu bekämpfen. Letztlich schien sie unfähig, immer neue Schübe von Bankenkonkursen und den Verfall der Aktienpreise aufzuhalten. Noch vor den Präsidentschaftswahlen des Jahres 1932 gründete die Bundesregierung daher die Reconstruction Finance Corporation (RFC), die Darlehen an Not leidende Firmen, darunter auch Banken und Sparkassen, vergab und zusätzlich Bankaktien aufkaufte (Cerny 1994: 184). Insgesamt wurden dem Bankensektor Finanzspritzen von insgesamt 1,4 Mrd. US-Dollar zur Verfügung gestellt, die das Vertrauen der Sparer in das System vorübergehend wiederherzustellen schienen. Anfang 1933 setzte vor dem Hintergrund weiter steigender Arbeitslosigkeit und sinkender Einkommen jedoch die dritte

---

25.000 erhöht; davon waren allein 17.000 Banken »state chartered«, und nur 7.000 Banken verfügten über eine nationale Lizenz (OCC 1995: 97).

Welle von Bankenkonkursen ein. Zwischen 1921 und 1933 verringerte sich die Zahl amerikanischer Banken damit um 14.000; allein 11.300 von diesen waren kleinere »state banks«; nur 2.700 der »national banks« gingen in den Konkurs (OCC 1995: 124).

Die Amtsübernahme durch Präsident Roosevelt im März 1933 fiel also in eine nationale Krisensituation, die den Boden für die innenpolitische Durchsetzbarkeit seiner interventionistischen Politik des *New Deal* bereitete. So erhielt der Präsident erweiterte, nicht auf Kongressvotum basierende Entscheidungsrechte in geldpolitischen Fragen. Der Fed wurde außerdem ein von der Regierung unabhängiger und ausschließlich dem Kongress gegenüber rechenschaftspflichtiger Status zugewiesen. Ein weiter gehender Eingriff des Bundes in das Bankwesen erschien umso mehr gerechtfertigt, als es im Wesentlichen die »state banks« gewesen waren, die sich in der Bankenkrise eigenkapitalschwach gezeigt hatten. In den ersten Tagen seiner Amtszeit erließ Präsident Roosevelt den *Emergency Bank Act*, durch den der Präsident autorisiert wurde, Banken zu schließen und der Secretary of the Treasury das Recht erhielt, die Bankgeschäfte während einer Übergangsperiode zu übernehmen. Sowohl die Regulierungsbehörden des Bundes als auch die der Einzelstaaten durften Konservatoren benennen, die entscheiden sollten, ob Banken endgültig liquidiert oder reorganisiert wurden. Wieder einmal zeigte sich, dass die Einzelstaaten liberaler agierten als der Bund; so vergaben einzelne Staaten direkt Lizenzen zur Wiedereröffnung oder erkannten den Banken weitere Fördergelder zu (OCC 1995: 124). Ein neuer Wettbewerb um die Vergabe von »bank charters« zeichnete sich zwischen Bund und Einzelstaaten ab, ein Wettbewerb, der erneut ein »race to the bottom« in Sachen regulativen Sicherheitsstandards auslösen konnte.

Unter dem Eindruck der Krisensituation gelang es der Regierung, im Rahmen des *Banking Act* von 1933, im Kongress die Gründung der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) als drittes Aufsichtsorgan auf Bundesebene durchzusetzen. Bei der FDIC handelte es sich um eine unabhängige Regulierungsbehörde, die dem Kongress gegenüber rechenschaftspflichtig ist. Damit bestand nun erstmals eine staatlich garantierte Versicherung der Spareinlagen, die das Vertrauen der Sparer in das nationale Bankensystem wiederherstellen und der Gefahr von »bank runs« vorbeugen sollte. Mit der Federal Savings & Loan Association wurde später auch eine vergleichbare Einrichtung für den Sparkassensektor eingeführt. Die FDIC versicherte die Einlagen pro Bank zunächst bis zu einer Höhe von 2.500 US-Dollar, später wurde der Versicherungsschutz auf 100.000 US-Dollar erhöht. Droht der fi-

nanzielle Zusammenbruch einer versicherten Bank, so kann die FDIC dem Institut finanzielle Unterstützung gewähren, die Bank bis zur Übernahme durch eine andere Bank weiterführen oder die Funktion einer Konkursverwalterin übernehmen. Außerdem bestehen kontinuierliche Aufsichtspflichten über die versicherten Banken, die denen der anderen Bundesbehörden vergleichbar sind. Versicherungspflicht bestand jetzt für alle im Einlagen- und Kreditgeschäft tätigen »commercial banks«. Dazu zählten alle »national banks«, »state banks«, die Mitglied im Federal Reserve System waren und vor allem solche »state banks«, für die dieses nicht galt. Damit erhielt der Bund nun erstmals Kontrollkompetenzen über die kleineren, lokalen Banken, die sich in der zurückliegenden Bankenkrise als besonders instabil erwiesen hatten. Für die Einzelstaaten bedeutete die Mitgliedschaft der »state banks« in der FDIC letztlich einen fairen »Preis« für den Einbruch des Bundes in die einzelstaatliche Autonomie – schließlich wurde die Einlagensicherungsinstitution nicht über Gebühren oder Mitgliedsbeiträge der Banken, sondern aus Mitteln des Bundeshaushalts finanziert. Bis Ende des Jahres 1935 lockte das staatliche Versprechen, die Verluste der Banken zu sozialisieren, 90 Prozent der »commercial banks« unter die Fittiche des Bundes (OCC 1995: 126).

Mit der Etablierung einer dritten Aufsichtsbehörde auf Bundesebene wurden die ohnehin vorhandenen Rivalitäten und Koordinationsprobleme zwischen den Bundesregulatoren weiter intensiviert. 1938 forderte Präsident Roosevelt eine bessere und koordiniertere Zusammenarbeit; das Treasury organisierte Konferenzen, mit dem Ziel, einheitliche Prinzipien und Methoden der Bankenaufsicht zu entwickeln. Konsens wurde erzielt über die Klassifizierung von Darlehen und Wertpapieren in Risikoklassen, oder über Güte- beziehungsweise Sicherheitskriterien wie die Adäquanz der Eigenkapitalstruktur, die zukünftigen Gewinnaussichten oder die Qualität des Managements einer Bank. Zudem einigten sich Fed, OCC und FDIC darauf, ihre Aufsicht jeweils auf die Bankengruppe zu konzentrieren, die nicht von der jeweils anderen Behörde kontrolliert wurde. Für die FDIC bedeutete dies die Aufsicht über solche »state banks«, die nicht dem Zentralbanksystem angehörten, die Fed beaufsichtigte Mitglieder des FRS und das OCC alle »national banks«. Nach wie vor ergaben sich daraus überlappende Regulierungskompetenzen zwischen Fed und OCC (OCC 1995: 127–128).

Diese strukturell angelegten Rivalitäten und Koordinationsdefizite zwischen den Bundesregulatoren blieben in den nächsten drei Jahrzehnten eher latent. Dies lag nicht zuletzt daran, dass durch die New-Deal-Gesetzgebung auch

ein System umfassender Wettbewerbsbeschränkung im amerikanischen Bankensektor etabliert wurde. Mit dem als *Glass-Steagall Act* bekannt gewordenen Teil des Banking Act wurde das Einlagen- und Kreditgeschäft der Geschäftsbanken (»commercial banks«) vom Wertpapiergeschäft (Investmentbanking) strikt getrennt. Investmentbanken durften sich nicht im Einlagengeschäft engagieren und Geschäftsbanken durften keine Tochterfirmen im Investmentbanking betreiben. Dies bedeutete auch, dass es Geschäftsbanken nicht mehr wie in den 20er-Jahren erlaubt war, (ungesicherte) Darlehen für den Kauf von Aktien oder Anleihen zu verwenden; schließlich hatte sich gezeigt, dass im Fall sinkender Aktienpreise dann auch das Einlagen- und Kreditgeschäft in Mitleidenschaft gezogen wurde. Von 1936 an durften »commercial banks« keine Zinsen auf Sichteinlagen (»demand deposits«) mehr zahlen, für längerfristige Spareinlagen wurden Zinsobergrenzen festgesetzt (*Regulation Q*). Geographische Marktbeschränkungen bestanden durch das Verbot der Gründung von Bankentöchtern oder von Zweigstellen über Einzelstaaten hinaus (»interstate banking«). Siebzehn Einzelstaaten beschränkten auch die Möglichkeit zur Zweigstellenbildung innerhalb des eigenen Territoriums und weitere elf untersagten diese vollständig (OCC 1995: 132–133). Schließlich trug auch eine restriktive Politik der Vergabe neuer Banklizenzen durch die Regulierungsbehörden auf Bundes- wie Einzelstaatenebene dazu bei, allzu exzessiven und deshalb krisenschürenden Wettbewerb, ebenso wie die Entstehung von Bankenmonopolen zu verhindern. Zwischen 1936 und 1955 wurden beispielsweise vom OCC nur 211 neue »bank charters« für »national banks« vergeben (OCC 1995: 129; Coleman 1996: 150).

Die New-Deal-Gesetzgebung schuf im amerikanischen Finanzsektor ein Regime, das die heimische Markt- und Regulierungsstruktur vielfach segmentierte. Geschäftsbanken betrieben das Privat- und Geschäftskundengeschäft mit Krediten und Bankeinlagen; Investmentbanken und Maklerfirmen engagierten sich im Wertpapierhandel; Sparkassen vergaben Hypothekendarlehen und engagierten sich nur sehr eingeschränkt im Einlagengeschäft. Eine diesem *Trennbanksystem* vergleichbare Segmentierung kennzeichnete auch das Verhältnis der Regulierungsbehörden untereinander. Sparkassen und Investmentbanken unterstanden jeweils eigenen Regulierungsbehörden auf Bundesebene. Im Bereich des Geschäftsbankensektors bestanden sowohl getrennte als auch überlappende Regulierungskompetenzen zwischen Bund und Einzelstaaten, die dem amerikanischen Modell des *Trennföderalismus* folgen. Hinzu kommen Kompetenzabgrenzungen, aber auch -überlap-

pungen zwischen unterschiedlichen Regulierungsbehörden des Bundes. Der Bund hatte sich nach jeder Krisensituation neue regulative Zuständigkeiten aneignen können und dadurch seine Position gegenüber den Einzelstaaten gestärkt; solange jedoch eine hinreichende Stabilität des Finanzsystems gewährleistet schien, herrschte ein stillschweigender Konsens wechselseitiger Nicht-Einmischung in den jeweiligen Regulierungsbereich. Vielfältige Formen der Marktbeschränkung verringerten den Bedarf an einer Form von Bankenaufsicht, welche die Absicherung einer Bank gegen Finanzrisiken und damit deren ständige Liquidität und Solvenz in den Mittelpunkt stellte. Aus diesem Grund fehlte auch zwischen den Regulierungsbehörden des Bundes eine Vereinbarung darüber, wie die »Solidität einer individuellen Bank« definiert und bemessen sein sollte. Faktisch bestanden damit je nach Philosophie des jeweiligen staatlichen Regulierungsakteurs differenzierte Aufsichtsstandards. »Im Schatten« eines Systems umfassender Wettbewerbsbeschränkung wurden Konflikte weder zwischen einzelnen Regulierungsinstanzen noch zwischen diesen und ihrer Klientel thematisiert und »anspruchsvollere« Techniken der Risikobegrenzung nicht ausprobiert. Vielmehr erschien ein Markt aus tausenden hochregulierten, lokalen Oligopolen in den folgenden drei Jahrzehnten als stabiles ökonomisches und politisches Arrangement (vgl. auch Deeg/Lütz 2000: 382).

### 3.2 Großbritannien – Klientelistische Regulierung bis 1970

Anders als in den USA stand die Entstehung des britischen Bankenwesens im engen Zusammenhang mit der Herausbildung des heimischen Kapitalmarktes. Wir sahen bereits, dass dessen Anfänge auf das frühe 16. Jahrhundert zurückgehen und eng mit steigendem Kapitalbedarf der Krone, vor allem aber mit dem Ausbau internationaler Handelsverflechtungen gekoppelt waren (vgl. Kapitel 2). Die Entstehung der einzelnen Bankengruppen ist erklärbar durch ihre jeweilige Funktion bei der Handelsfinanzierung. Im Mittelpunkt standen hierbei die »discount houses«, deren Geschäft in der Liquidierung von Wechseln und Schuldscheinen (»bills of exchange«) bestand, die von Händlern aus Übersee und später auch Reedern ausgegeben wurden. So genannte »accepting houses« fungierten seit der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts als Intermediäre zwischen liquiditätsbedürftigen Personen und den »discount houses«. Dabei nutzten sie die Tatsache aus, dass die Kreditwürdigkeit ausländischer Händler auf dem heimischen Finanzmarkt schwer



einzuschätzen war. »Accepting houses« betätigten sich daher als Garanten der Bonität ausländischer Schuldner, indem sie gegen eine Gebühr deren Schuldscheine »annahmen«, welche aufgrund dessen von einem der »discount houses« geringstmöglich verzinst wurden. Dadurch erhielt der Händler zu einem geringen Zinssatz Bargeld bevor er Güter lieferte, umgekehrt verdienten die an dem Geschäft beteiligten Finanzinstitutionen an ihrer Provision. Bei den »accepting houses« handelte es sich meist um Handelsfirmen, die sich ebenfalls in der internationalen Handelsfinanzierung und der Emission von Anleihen betätigten und so zu »merchant banks« wurden. Marktführer in dieser Bankengruppe war bis zum ersten Drittel des 19. Jahrhunderts das Haus Baring Brothers & Co., das sich seit 1770 außer im Textilhandel auch im Finanzgeschäft betätigte (Ingham 1984: 44). Mit den »clearing banks« entstanden schließlich Finanzinstitute, die sich nicht im Wertpapier- und Aktiengeschäft engagierten, sondern kurzfristige Spareinlagen annahmen und kurzfristige Kredite ausgaben. Die »clearers« betätigten sich damit als Intermediäre zwischen den anderen Bankengruppen, indem sie deren Überschüsse verwalteten, aber auch deren Zahlungsverkehr abwickelten. Damit entwickelte sich in Großbritannien, ähnlich wie in den USA, ein *System von Spezialbanken*, das nicht durch Konkurrenz, sondern durch einen hohen Grad an Arbeitsteilung der einzelnen Bankengruppen untereinander gekennzeichnet war. Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten entstand diese Marktsegmentierung nicht durch gesetzlichen Akt, sondern entwickelte sich historisch, durch die fortschreitende Ausdifferenzierung des Bankengeschäftes. Entscheidend für die Funktionsweise und die Aufrechterhaltung dieses Bankenkartells in der Londoner City war jedoch letztlich die Bank of England (BoE) (vgl. zur Rolle der Bank of England umfassend Roberts/Kynaston 1995).

Die Gründung der britischen Zentralbank im Jahr 1694 (und damit mehr als 200 Jahre früher als in den Vereinigten Staaten) war, wie wir in Kapitel 2 sahen, unmittelbar Ausdruck des staatlichen Kapitalbedarfes, der sich durch zahlreiche Feldzüge gegen Frankreich ergab (Braithwaite/Drahos 2000: 91).<sup>2</sup> Die BoE war in vielen Punkten »Dienerin des Staates«: Zu ihren wichtigsten Aufgaben zählte das Management des Marktes für Staatsanleihen und die Verwaltung der nationalen Geldreserven und, wie wir später sehen werden, die Aufrechterhaltung der Parität zwischen Gold und dem engli-

---

2 Zur Bedeutung des britischen Börsenmarktes für die Entwicklung des britischen Staates vgl. auch Carruthers (1996).

schen Pfund Sterling (Goldstandard). Erst 150 Jahre nach ihrer Gründung erhielt die BoE hingegen das alleinige Recht, Banknoten im Londoner Umkreis auszugeben, und im Jahr 1844 mit dem *Bank Charter Act (Peel's Act)* dann das ausschließliche Notenmonopol (M. Pohl 1993: 219–220).

Im Gegenzug dafür, dass die Zentralbank eine kontinuierliche Staatsfinanzierung garantierte, wurde sie mit einer Reihe von Privilegien ausgestattet. Hierzu zählte der Status eines privaten Unternehmens, das lange Zeit als einzige englische Institution eine Aktiengesellschaft mit beschränkter Haftung war. Nicht zuletzt deshalb betätigten sich zunächst Londoner Händler und dann auch Banken der Londoner City in großer Zahl als Aktionäre der Zentralbank. Da die BoE vor der Gründung der »clearing banks« auch das einzige Institut zur Annahme und Verwaltung von Einlagen berechnete Institut war, begannen andere Banken, ihre Reserven beim »banking department« der BoE zu hinterlegen. Dies galt zunächst nur für die Londoner Banken. Nach der Bankenkrise des Jahres 1825/26 legten auch Finanzinstitute in der Provinz (»country banks«) sowie schottische und irische Institute überschüssige Gelder bei Londoner Korrespondenzbanken an oder investierten Teile davon in Wertpapiere, die von »discount houses« verwaltet wurden; demgegenüber hielt man in der Provinz nur so viel liquide Mittel bereit, wie der Erfahrung nach für laufende Transaktionen benötigt wurden. Indirekt wurde das »banking department« der BoE damit zur Reserve des ganzen Landes und die BoE zum Prototyp eines »lender of last resort« (Bagehot 1901: 32, 97–102).

Die Pflicht zur Pflege und zur Nutzung dieser Bankreserve in Krisenzeiten war, entsprechend der englischen Regulierungstradition von Staatsferne und einer Vielzahl ungeschriebener Regeln, weder gesetzlich noch in einer Parlamentsresolution erfasst. Dennoch trat die Zentralbank in Krisenzeiten zuverlässig als Retterin auf, kaufte etwa zum Zeitpunkt einer Panik am Geldmarkt Staatsanleihen auf oder verlängerte Darlehenslaufzeiten (Bagehot 1901: 169). Die zu Beginn des 19. Jahrhunderts – zunächst nur zwölf – bestehenden »accepting houses« und »discount houses« konnten zudem darauf vertrauen, dass die BoE jederzeit ihre angenommenen Schuldscheine liquidierte, also Funktionen des »rediscounting« übernahm. Die wohl spektakulärste Rettungsaktion war die Rettung des Hauses Baring Brothers im Jahr 1890. Barings war als international tätige »merchant bank« bereits einige Jahre im Handel mit argentinischen Wertpapieren engagiert. Nach einem politischen Umsturz konnte die argentinische Regierung ihre Auslandsschulden nicht zurückzahlen und Barings lief Gefahr, die Rückforderungen

seiner Gläubiger nicht erfüllen zu können. Aus Sicht der BoE drohten jedoch ein umfassender Vertrauensverlust für andere Banken der City in Form eines »bank run« und daraus resultierende Instabilitäten für die Finanzierung internationaler Handelsbeziehungen. In nach außen und damit auch gegenüber dem Parlament geheimer Zusammenarbeit mit dem Finanzministerium (Treasury), dem Hause Rothschild und anderen führenden Bankern der City wurde für Barings ein Überbrückungsdarlehen bereitgestellt (Ingham 1984: 165–166).

Die Nähe der BoE zur City und ihre zumindest formale Unabhängigkeit von der Regierung wird dadurch dokumentiert, dass das Leitungsgremium der Zentralbank (»board« oder auch »court« genannt) sowie der Gouverneur und sein Stellvertreter nicht, wie in Frankreich etwa, von der Regierung ernannt, sondern durch Mitglieder der City bestimmt wurden. Die insgesamt sechsundzwanzig Court-Mitglieder übten diese Funktion nur in Teilzeit aus, repräsentierten ansonsten jedoch wichtige Bankhäuser der City. Innerhalb des Court herrschte das Senioritätsprinzip vor, sodass jeweils die ältesten und reputiertesten der Court-Mitglieder rotierend den Vorsitz übernahmen und neue, jüngere Bankdirektoren in das Gremium kooptiert wurden. Mit Einverständnis der anderen Mitglieder des Leitungsgremiums konnte man praktisch unbegrenzt oft wiedergewählt werden. Unter den Beteiligten herrschte die Vorstellung vor, Bankengeschäft und Geldpolitik seien eine rein praktische und vor allem private Angelegenheit – persönliche Qualitäten standen über formalen Qualifikationen, das gesprochene Wort über dem geschriebenen Vertrag und Vertrauen über dem Recht (Moran 1984: 15). Die Funktionsweise solch informeller Normen innerhalb der britischen Finanzelite wurde durch ihre Zugehörigkeit zum britischen Adel und durch die Absolvierung von »public schools« und Eliteuniversitäten (»Oxbridge«-Hintergrund) noch untermauert (Tilly 1989: 197; Bagehot 1901: 243).

In ökonomischer Hinsicht beruhte die strategische Bedeutung von Zentralbank und Londoner City zwischen 1815 und 1914 nicht zuletzt darauf, dass London den Mittelpunkt einer offenen Weltwirtschaft darstellte. Diese Periode des »Pax britannica« markierte hundert Jahre Frieden und Freihandel zwischen den europäischen Supermächten. Währungspolitisch basierte diese Blütezeit des ökonomischen Liberalismus auf der Akzeptanz des Goldstandards als internationalem Währungsregime. So konnten internationale ökonomische Transaktionen in jeder Währung getätigt werden, deren Wert in Beziehung zu Gold gesetzt wurde. Praktisch wurden jedoch die meisten Geschäfte in Pfund Sterling abgewickelt, weil die Sterling-Noten auf Grund

der starken ökonomischen und politischen Position Großbritanniens im 19. Jahrhundert als gleichwertig zu Gold galten und jederzeit in dieses getauscht werden konnten. Die Stabilität dieses Regimes basierte letztlich darauf, dass Sterling-Noten als Weltwährung in großen Mengen verfügbar waren, dass diese durch Kapitalexporte und Handelsfinanzierung international verbreitet wurden und auf dem Vertrauen darauf, dass das Pfund Sterling »so gut wie Gold« war (Ingham 1984: 101–102). Aufgabe der Banken in der Londoner City war es dabei, Handelsfinanzierung und Kapitalexporte abzuwickeln, Sterling »der Welt bereitzustellen« und auf diese Weise Zahlungsüberschüsse zu erwirtschaften, die das Währungsmanagement auf heimischem Boden erleichterten. Die BoE fungierte als eigentliche Managerin des Goldstandards und versuchte, die Gold-Sterling-Parität durch Zinssenkungen oder -erhöhungen oder auch durch Offen-Markt-Operationen (Kauf oder Verkauf von Währungsreserven) zu halten. Zudem war sie bestrebt, eigene Währungsreserven anzulegen, um im Krisenfall ihre Rolle als »lender of last resort« auszuüben und die Banken stabilisieren zu können. Aufgabe des Staates war es, die Stabilität der Währung politisch zu garantieren. Für das Treasury bedeutete dies, die öffentlichen Ausgaben zu begrenzen und auch die anderen staatlichen Ressorts auf eine Politik der ausgeglichenen Haushalte zu verpflichten. In einer Periode offener Märkte und außenpolitischer Stabilität war diese Politik umso leichter umzusetzen, denn sowohl der staatliche Kapitalbedarf als auch dessen Einnahmemöglichkeiten (etwa durch Zölle) waren gering. Zusammengefasst markierte damit die »Holy trinity of Free Trade, Gold Standard and Balanced Budgets« (Ingham 1984: 133) die Zeit einer stabilen Arbeitsteilung zwischen britischer Zentralbank, City und dem Finanzministerium und die Institutionalisierung des für Großbritannien so charakteristischen »Bank-City-Treasury-Nexus«.

Der »commercial capitalism« war die Grundlage für die Prosperität nicht nur der City, sondern auch des ganzen Landes; anders als in anderen Ländern wie beispielsweise Deutschland vollzogen sich Industrialisierung und der spätere Eisenbahnbau weitgehend ohne Beteiligung des Finanzsektors, sondern wurden durch Rücklagen des Mittelstandes finanziert. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Gewinne des Bankensektors bis 1870 sehr viel schneller wuchsen als die des Verarbeitenden Gewerbes; um 1880 machten die Einnahmen der City bereits 50 Prozent des Wertes der exportierten Produkte aus (Ingham 1984: 97). Innerhalb des Landes bestand eine sowohl im Kapitalmarkt wie auch im Bankensektor sichtbare Spaltung in die metropolitane City of London und die Peripherie in der Provinz. Londoner Ban-

ken traten als Korrespondenzbanken für diejenigen in der Provinz auf und legten die Überschüsse der Gemeinden auf dem dortigen Discount-Markt an (Bagehot 1901: 12–13). Dass die Kapitalisierung der Provinz letztlich über London laufen musste, lag nicht zuletzt daran, dass sich das lokale Bankwesen zunächst nur sehr langsam herausbildete. Mitte des 18. Jahrhunderts existierten nicht mehr als zwölf so genannter »country banks« mit weiteren Zweigstellen innerhalb Englands. Bis 1810 erhöhte sich ihre Zahl zwar auf über sechshundert; jedoch waren diese Banken in aller Regel klein und mit einem Durchschnittskapital von 10.000 Pfund nur gering kapitalisiert. Sie betätigten sich zunächst in der Notenausgabe, dann im Einlagen- und in nur geringem Umfang im kurzfristigen Kreditgeschäft. Der Grund für die nur zögerliche Entwicklung des lokalen Bankwesens lag in dem fehlenden Aktienbankstatus, welcher es erlaubt hätte, die eigene Kapitalbasis zu verbreitern. Die BoE als bisher einzige Aktienbank des Landes versuchte jedoch mit allen Mitteln diesen Status zu verteidigen. Auf Betreiben einiger Landadliger und Kaufleute legalisierte das Parlament im Jahr 1826 jedoch das Aktienbankwesen gegen erbitterten Widerstand der City und der BoE. Beide konnten immerhin durchsetzen, dass sich neuzugründende Aktienbanken jedoch nicht in einem Umkreis von 65 Meilen um London herum geschäftlich betätigen durften. Mit dem *Bank Charter Act* von 1833 fiel jedoch auch diese Marktbarriere; ein Jahr später wurde von schottischen Händlern und Adligen die London & Westminster Bank als zweite Aktienbank Londons gegründet. Bis 1854 gelang es jedoch der BoE, die bis dahin vier neugegründeten Londoner Aktienbanken vom London Bankers Clearinghouse fern zu halten, das den ansässigen Instituten als Abrechnungsstelle diente. Damit war den neuen Banken sowohl der Verrechnungsverkehr mit anderen Londoner Kreditinstituten verwehrt wie auch die Eröffnung eines Einlagenkontos bei der BoE (Born 1977: 125–126; Ingham 1984: 143–144; M. Pohl 1993: 214–215).

Nach der Legalisierung des Aktienbankwesens waren die Expansionsbedingungen in der Provinz nun günstiger als in London. Zwischen 1826 und 1844 entstanden in England und Wales über 2.000 Aktienbanken, die mit dem Aufbau von Filialnetzen begannen. Nach der Einführung der »beschränkten Haftung« im Unternehmensrecht im Jahre 1862 kam es nicht nur zur Neugründung von Aktienbanken, sondern auch zur Umgründung bestehender Institute in AGs. Mit dem Vordringen der Aktienbanken setzte im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts ein Konzentrationsprozess ein, der ähnliche Entwicklungen in anderen Ländern weit übertraf. Von den 2.000 In-

stituten des Jahres 1844 bestanden 1913 nur noch 43 selbständige Banken. Den Höhepunkt der Fusionswelle bildete die Gründung der »Big Five« unter den »clearing banks« im Jahre 1917/18 (Barclays Bank, Lloyd's Bank, Midland Bank, National Provincial Bank, Westminster Bank). Bis 1923 setzten diese ihre Expansion durch Fusionen und Kapitalbeteiligungen fort und verfügten am Ende dieses Prozesses zusammen über fast 85 Prozent des Einlagen- und Kreditgeschäftes in England und Wales (Born 1977: 128–135; M. Pohl 1993: 224).<sup>3</sup> Durch diesen massiven Konzentrationsprozess entstand eine zentralisierte Marktstruktur, die auch in den folgenden fünfzig Jahren unberührt bleiben sollte. Um 1918 hatte fast jede englische Bank von Bedeutung ihren Hauptsitz in der City und wurde in das hiesige Koordinationsnetzwerk integriert. Bereits seit der Barings-Krise des Jahres 1890 galt dies auch für die Aktienbanken; besonders die BoE war daran interessiert, Zugang zu deren großen Sterling-Einlagen zu erhalten, um im Krisenfall größere Reserven zur Verfügung zu haben (Ingham 1984: 166). Die soziale Homogenität innerhalb der City wurde durch den Konzentrationsprozess insofern gefördert, als die Fusionen gleichzeitig auch Allianzen zwischen alteingesessenen Bankerfamilien wie Tuke, Seebohm oder Rothschild darstellten und die Führungspositionen der neuen Banken durch Mitglieder der Gründungsfamilien besetzt wurden (Moran 1981: 386).

Der Erste Weltkrieg beschleunigte die Abkehr von einem wettbewerblichen Modell des internationalen Kapitalismus, das auf Freihandel und der Befolgung des Goldstandards basierte. Internationale Märkte für Waren, Finanzprodukte und Gold waren zusammengebrochen; hohe Staatsschulden trugen dazu bei, dass Großbritannien keine Investitionen in Übersee mehr finanzieren konnte. Der Dollar löste das Pfund Sterling als internationale Leitwährung ab (Ingham 1984: 174). Angeregt durch die Ausbreitung keynesianischer Ideen in den 20er- und 30er-Jahren gingen westliche Staaten zu einem eher autarken und kontrollierten Modell ökonomischer Ordnung über, das durch die Kontrolle internationaler Kapitalflüsse, Protektionismus und Staatsintervention in die Industrie sowie durch die Ausbreitung von Aktiengesellschaften in der Wirtschaft und Monopolbildungen gekennzeichnet war. Für die Machtkonstellation zwischen der City, der BoE und dem Treasury bedeutete diese Entwicklung einen Bedeutungszuwachs des Finanzmi-

---

3 Gleichwohl blieben die englischen Großbanken nach wie vor Spezialbanken, die sich, anders als die deutschen Institute, auf die Verwaltung von Spareinlagen und kurzfristige Kreditengagements beschränkten.

nisteriums. Das Treasury übernahm die geldpolitische Verantwortung und versuchte, durch eine Politik der niedrigen Zinsen und erhöhten Staatsausgaben die industrielle Produktion anzukurbeln und die Beschäftigung auszuweiten. Die erste Nachkriegsregierung unter Führung von Labour verfolgte nach 1945 ein keynesianisches Programm, das darauf abzielte, die produktive Wirtschaft durch Nachfragesteuerung, korporatistische Planungsmethoden und Verstaatlichungen industrieller Betriebe zu stabilisieren. Diese Strategie schloss eine orthodoxe Fiskal- und Geldpolitik wie sie von der BoE noch vor dem Ersten Weltkrieg betrieben worden war oder langfristige, deflationistische Maßnahmen der Zwischenkriegszeit definitiv aus. Auf der anderen Seite kam es zu keiner tief greifenden Umwälzung der gesellschaftlichen Kräfteverhältnisse. Auf Grund der kriegsbedingt ohnehin hohen Staatsverschuldung konnte die Regierung kein allzu expansives Programm der Nachfragestimulierung realisieren; zudem gab es von Seiten der Industrie große Widerstände gegenüber den Verstaatlichungsplänen, und innerhalb der Labour-Partei stritten unterschiedliche Parteiflügel über die erwünschte Reichweite keynesianischer Politik. Aus Sicht der City und der BoE beinhaltete das »postwar settlement with labour« eine Ausbalancierung der widersprüchlichen Anforderungen, die höhere Produktion, Beschäftigung und Wohlfahrt auf der einen Seite und eine international verfügbare, stabile Währung als internationales Zahlungsmittel auf der anderen Seite mit sich brachten. Ergebnis dieses Kompromisses war letztlich das Oszillieren der Wirtschaftspolitik zwischen unterschiedlichen Prioritäten, Großbritanniens so charakteristischer »Stop-and-go«-Zyklus (Ingham 1984: 194–197, 201; Sturm 1997: 24–26).<sup>4</sup>

Bestandteil der Verstaatlichungspolitik der Nachkriegsjahre war die Nationalisierung der Bank of England im Jahre 1946. Von nun an wurden die Gouverneure der Zentralbank vom Premierminister auf Empfehlung des Schatzkanzlers (Chancellor of the Exchequer) ernannt. Formal ging das Eigentum an der Zentralbank auf das Treasury über, das nach dem *Bank of England Act* auch autorisiert war, der BoE Weisungen zu erteilen, dies in der Praxis jedoch nie tat. Nach wie vor war es Aufgabe der Zentralbank, die Märkte für Devisen und für Staatsanleihen zu »pflegen«, Banknoten auszugeben und in Krisenfällen heimische Banken als »lender of last resort« zu

---

4 Man versuchte also, die Wirtschaft in schwierigen Zeiten mit Hilfe der Steuer-, Zins- und Wirtschaftskontrollpolitik anzukurbeln und in Zeiten überschäumender Konjunktur zu bremsen.

unterstützen. Erstmals erhielt die BoE nun das gesetzlich fixierte Recht, den Banken »Direktiven« zu erteilen. In der Praxis verbargen sich dahinter qualitative und quantitative Leitlinien des Discount Office der BoE an unterschiedliche Bankengruppen in Form »höflicher Anschreiben« ohne Rechtskraft, jedoch mit »moralischer Autorität«. Die ersten mit Bezug auf den Unternehmenssektor nach dem Zweiten Weltkrieg erlassenen Gesetze vergaben Privilegien an »bestimmte Bankengruppen« und überließen es der BoE, diese Privilegien zusammen mit der Lizenzvergabe auch zu erteilen: Der *Exchange Control Act* von 1947 erlaubte einer Gruppe autorisierter Händler, bestimmte Dienstleistungen im Bereich des Devisenhandels anzubieten. Voraussetzung hierfür waren »Integrität, Kompetenz und Expertise«. Der *Companies Act* des Jahres 1948 nahm »anerkannte Banken« wie etwa »discount houses« von Offenlegungspflichten nach dem Unternehmensgesetz aus. 1967 wurde im Rahmen eines neuen *Companies Act* bestimmten Finanzinstituten der Status der »Vertrauenswürdigkeit« erteilt (Moran 1986: 18; Hall 1999: 3–4).

Der Effekt dieser Maßnahmen bestand letztlich darin, eine »Statusleiter« zu etablieren, die Banken mit wachsender Reputation und Expertise hinaufsteigen konnten. Faktisch existierten jedoch keine klaren Kriterien für die Anerkennung als vertrauenswürdige Bank, außer dass diese durch die Zentralbank erteilt wurde. Die BoE nutzte ihren gesetzlich zugesicherten Spielraum dazu, die Gründung von Vereinigungen beziehungsweise Verbänden unterschiedlicher Bankengruppen anzuregen (»sponsored self-regulation«). Diese Strategie erlaubte es, bestimmten Instituten Handelsprivilegien zu erteilen und gleichzeitig deren Geschäfte und Risikostrukturen unter Kontrolle zu halten. Mit Hilfe dieser Technik hielt die BoE seit den 40er-Jahren nach außen ein System von Kapitalverkehrskontrollen und nach innen eines umfassender Wettbewerbsbeschränkung im Bankensektor aufrecht. An der Spitze der Statusleiter standen die großen »clearing banks«, die (bis 1971) einen vereinbarten Mindestzinssatz für ihre Einlagen erhielten und umgekehrt durch die BoE bei der Kreditvergabe beschränkt wurden. Die »discount houses«, organisiert in der London Discount Market Association, teilten sich die Emission von Staatsanleihen nach einem festen Schlüssel untereinander auf. Die »building societies«, Institute, die sich auf das Hypothekengeschäft konzentrierten, betrieben ein eigenes Kartell unter dem Dach der Building Societies Association. Ferner reorganisierte die BoE 1940 das Accepting Houses Committee und sicherte dessen Mitgliedern exklusiv das im



Exchange Control Act festgelegte Recht zu, Dienstleistungen im Devisengeschäft anzubieten (Moran 1981: 387, 1986: 15–16; Coleman 1996: 177).

In regulativer Hinsicht erhielten die Institute, die in der Statushierarchie weit oben waren und »anerkannt« wurden, die größte Aufmerksamkeit. Das Management der »discount houses« und der »accepting houses« musste einmal jährlich Gespräche mit der BoE über deren zurückliegende Bilanzen und zukünftigen Geschäftspläne führen. Noch engere Kontakte bestanden zum Senior Management der »clearing banks«, mit dem ebenfalls regelmäßige Bilanzgespräche geführt wurden (Hall 1999: 4). In den 50er- und 60er-Jahren wurde die »Sicherheit« eines Kreditinstitutes nach der »gearing ratio« und damit nach einer sehr einfachen Formel kalkuliert, die dessen Einlagen ins Verhältnis zum Eigenkapital setzte. In der Regulierungspraxis diente diese Quotenanalyse jedoch nur dazu, Informationen zu ergänzen, die die BoE durch Managementinterviews und Studium der Bilanzen gesammelt hatte. Wie die für eine einzelne Bank adäquate Kapitalrücklage letztlich auszusehen hatte, wurde von der Zentralbank immer individuell, auf der Basis eigener, subjektiver Einschätzung festgelegt. Allerdings bestand für die BoE immer die Vergleichsmöglichkeit zum Rest der jeweiligen Bankengruppe und damit zur relevanten Peer Group (Hall 1999: 4–5). Im Unterschied zum amerikanischen System der Bankenregulierung existierte in Großbritannien kein Aufsichtspersonal (»bank examiners«), das die Banken besuchte und Vor-Ort-Kontrollen durchführte (»on-site regulation«); vielmehr lag der Schwerpunkt der britischen Bankenaufsicht auf Kontakten zwischen Mitarbeitern der Zentralbank und der Managementspitze auf Seiten der großen Banken. Die BoE legte im Umgang mit den Finanzinstitutionen großen Wert auf Informalität; so wurden keine Notizen der Gespräche aufgenommen, vielmehr folgte man der Devise, »more of the real business is done in conversation and less put down on paper than anywhere else in Whitehall« (Moran 1986: 25).

Damit ist bereits angedeutet, dass die BoE sich auch in den 60er-Jahren nicht als Teil des Regierungsapparates verstand, sondern größere Unabhängigkeit von der Regierung forderte als andere öffentliche Körperschaften und diese letztlich auch erhielt. Noch 1969 veröffentlichte die Zentralbank keine Berichte, auch nicht darüber, wie ihre Gelder angelegt und verwaltet wurden. Auch die Entlohnung ihres Personals und speziell der Senior Managers blieb dem Treasury unbekannt. Weil die BoE ihr Personal nach wie vor aus der City rekrutierte, zahlte sie Löhne, die eher dem Niveau der City als dem von Regierungs- und Verwaltungsangestellten entsprachen. Insbe-

sondere teilte die Zentralbank die Skepsis der City gegenüber abstrakter Theorie, statistischem Nachweis und systematischer Begründung getroffener Entscheidungen. Durch die Betonung der Relevanz praktischen Erfahrungswissens monopolisierte die BoE letztlich die Kompetenz in geldpolitischen Angelegenheiten und grenzte sich damit bewusst gegenüber dem Rest des Regierungsapparates ab (Moran 1986: 25–26).

Zusammengenommen entstand in Großbritannien auch nach dem Krieg wieder ein informeller, nicht-legalistischer, flexibler und individualisierter Regulierungsstil eines »oversight by winks and nods«. Insofern wurde die Tradition des alten, auf Normen und sozialer Homogenität gegründeten Elitenkartells fortgeführt, das die Spitzen der City seit jeher miteinander verbunden hatte. Durchführbar war diese Art *klientelistischer Bankenaufsicht* nur, weil sie selektiv war und sich auf ein überschaubares Kartell von Großbanken konzentrierte, die jeweils über größere Filialnetze verfügten. Aus Sicht des Gouverneurs der BoE galt im Jahre 1957 jedenfalls:

If I want to talk to the representatives of the British Banks or indeed of the whole financial community, we can usually get together in one room in about half-an-hour. (zit. nach Moran 1981: 390)

Nicht erfasst wurde in einem solchen System abgestufter Aufsicht hingegen eine Residualgruppe kleinerer Institute, meist Regionalbanken, die auch im Einlagengeschäft tätig waren und ebenfalls nach dem *Companies Act* (Sektion 123) lizenziert wurden. Mit dem Ausbau der Euromärkte in den 60er-Jahren vergrößerte sich nicht nur die Zahl der in London tätigen Banken, sondern insbesondere die Zahl derjenigen Institute, deren Banklizenz gemäß Sektion 123 des *Companies Act* erteilt wurde und die nur oberflächlich unreguliert blieben (Coleman 1996: 177). Gleichwohl entstand zunächst noch kein Bedarf, das bestehende Regulierungsmodell zu reformieren – Kapitalverkehrskontrollen, Wettbewerbsbeschränkungen und eine auch unter der Labour-Regierung immer noch vorsichtige Geldpolitik beschränkten die Möglichkeiten, sich in risikoreichen Geschäften zu engagieren, die Bilanzen der Kreditinstitute waren einfach strukturiert und Bankenkrisen blieben aus.

### 3.3 Deutschland – Korporatistische Regulierung bis 1980

In Deutschland erfolgte ein regulativer Eingriff des Staates in das Bankwesen etwa verglichen mit den Vereinigten Staaten relativ spät. Erst im Zuge der Bankenkrise des Jahres 1931 kam es zum Aufbau einer staatlichen Aufsichtsstruktur, die Finanzrisiken durch eine Vielzahl von Auflagen eindämmen sollte. Hintergrund ist die ebenfalls sehr späte Herausbildung eines privaten Bankwesens in Deutschland sowie eine Regulierungskultur gegenüber Handel und Finanzwesen, die dem Geiste einer liberalen Wirtschaftsverfassung verhaftet war:

Das private Bankwesen setzte sich in Deutschland mit der Industrialisierung durch, die, im Unterschied zu Ländern wie Großbritannien, Frankreich oder Belgien, erst in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts ihren Höhepunkt erreichte. Bis dahin hatten die politische Zersplitterung (1790 gab es noch dreihundert Herrscher in Deutschland) und insbesondere der Widerstand konservativ-agrarischer Kräfte in Preußen gegenüber dem Erstarken des liberalen Bürgertums und der Ausbreitung von Handel, Industrie und Bankwesen einen schnellen Abbau von Zoll- und Handelsgrenzen, aber auch die Schaffung einer Währungseinheit behindert (vgl. Kindleberger 1984: 117; Schneider 1984: 84–85; Born 1978: 13–20). Bis zur Revolution von 1848 war es der Kapitalbedarf des Staates, welcher in Preußen das Bankengeschäft prägte. Privatbankiers wie die Familien Rothschild oder Bethmann widmeten sich dem Handel mit Staatsanleihen oder organisierten Regierungsdarlehen. Münzen wurden ebenfalls von den Einzelstaaten herausgegeben. Später entstanden so genannte »Zettelbanken«, die nach Erteilung einer staatlichen Konzession das Recht zur Ausgabe von Banknoten erhielten; in Preußen erfolgte die Notenausgabe durch eine Privatbank, die allerdings staatlicher Kontrolle unterworfen war (Tilly 1967: 158–159).

Mit dem Eisenbahnbau und der Entstehung großer Industrie-, Handels- und Verkehrsunternehmen kam es zu einem durchgreifenden Industrialisierungsschub und zu einem wachsenden Bedarf an Möglichkeiten industrieller Finanzierung. Alexander Gerschenkron (1962) zufolge liegt in der relativen Rückständigkeit Deutschlands als »nachholender Industrialisierer« und dem daraus resultierenden Kapitalbedarf die Ursache der für Deutschland typischen, quasi symbiotischen Beziehungen zwischen den Größen aus Handel und Industrie und den »trust banks« als Vorläufer der späteren deutschen Großbanken (siehe auch Dyson 1986: 120–123; Gall 1995: 1–113). Nach dem Vorbild des französischen *Crédit Mobilier* entstanden mit dem Schaff-

hausener Bankverein, der Darmstädter Bank, Disconto Gesellschaft oder der Berliner Handelsgesellschaft private Banken, die von Industriellen gegründet und als Aktiengesellschaften organisiert waren. Diese konzentrierten sich zunächst auf das Geschäft mit der Ausgabe und dem Handel von Aktien neugegründeter Unternehmen, wurden jedoch später zu wirklichen Universalbanken, die mit Ausnahme des Hypotheken- und Pfandgeschäftes alle Arten von Bankgeschäften betrieben.

Politisch ging dem »take off« der Industrialisierung die Revolution von 1848 und damit auch in Preußen eine liberalere Haltung der Regierung gegenüber dem Industriekapitalismus voraus. So schrieb die Gewerbeordnung von 1869 den Grundsatz der »Gewerbefreiheit« für Handelsbetriebe fest; mit der Aktienrechtsnovelle des Jahres 1870 wurde der staatliche Konzessionszwang für Aktiengesellschaften aufgehoben und durch eine bloße Registrierungspflicht ersetzt. Dieser für Industrie und Handel geschaffene liberale Ordnungsrahmen prägte nicht nur das deutsche Börsenwesen, sondern auch das Geschäft der privaten Banken, die ja ebenfalls in Form von Aktiengesellschaften organisiert waren. Vorschläge, Kreditinstitute, anders als Industrieunternehmen einer besonderen Aufsicht zu unterstellen, traten vorzugsweise im Anschluss an Krisensituationen immer wieder auf – so etwa infolge der Gründerkrise 1874, die zu einer Vielzahl von Unternehmenskonkursen führte oder 1891 nach mehreren Bankenzusammenbrüchen. Mit Berufung auf den Grundsatz der »Gewerbefreiheit« wurde eine gesetzliche Regelung der Kreditgeschäfte jedoch abgelehnt; Aktienbanken operierten weiterhin auf der Basis des 1884 immerhin verschärfte Aktienrechts (Schneider 1984: 84–85; Born 1978: 13–20; Büschgen 1993: 173–174).

Die größten unter den privaten Banken entwickelten sich bis zur Jahrhundertwende zu Großbanken mit Hauptsitz in Berlin und einem Filialnetz, das bis in die Regionen reichte. Die Banken bildeten untereinander Interessengemeinschaften, schlossen Zins- oder Provisionskartelle ab und gründeten Konsortien zur Emission öffentlicher Anleihen, bei denen im Vorfeld die Quoten für einzelne Mitgliedsbanken festgelegt wurden (Hardach 1995: 916). Anders als etwa in den USA und wiederum ähnlich wie in Großbritannien taten Staat und die 1875 gegründete Reichsbank nichts, um Konzentrationsprozessen oder Kartellen Einhalt zu gebieten – im Gegenteil. Geradezu konstitutiv für das deutsche Modell des »organisierten Kapitalismus« (Shonfield 1965; Winkler 1974) ist, dass enge Verflechtungen zwischen Banken und dem Industriekapital, aber auch die ausgeprägte Selbstorganisationsfähigkeit von Arbeit, Kapital und letztlich auch dem Finanzkapital

eine Voraussetzung korporatistischer Pakte ist und als Garant langfristiger Stabilität angesehen wird (Streeck 1997; Lütz 2000). Dem Staat oder wie im Finanzsektor auch der Zentralbank, fiel dann die Aufgabe zu, korporatistische Bündnisse geldpolitisch abzustützen.<sup>5</sup> Zudem konnten sich die Banken jederzeit und ohne quantitative Beschränkung durch den Verkauf von Wechselscheinen an die Notenbank (= Rediskontierung) refinanzieren (siehe allgemein dazu Schierenbeck/Hölscher 1993: 42–53). Die Reichsbank selbst, welche bis 1922 noch der Aufsicht und Leitung der Regierung unterstand, wurde 1924 verpflichtet, ihren Notenumlauf zu 40 Prozent durch Goldreserven zu decken. Damit schien ein Stabilitätswang geschaffen worden zu sein, der eine kontinuierliche Refinanzierung von Bankgeschäften sichern sollte. Erst die Bankenkrise sollte strukturelle Defizite der Reichsbanktätigkeit an den Tag bringen (Wandel 1982; Born 1990).

In den Sektoren der *Sparkassen* und *Kreditgenossenschaften* hatten sich bereits lange vor der Einführung einer Bankenaufsicht auf Bundesebene institutionelle Arrangements der Risikobegrenzung herausgebildet. Diese waren mit einzelstaatlicher Organisationshilfe, jedoch in Selbstorganisation einzelner Bankengruppen und ihrer Verbände errichtet worden. Ein Blick auf die Prozesse verbändlicher Formierung in den Sektoren der Sparkassen und Kreditgenossenschaften zeigt, dass die Stabilisierung der Verbandsorganisation eng mit der Übernahme quasi-hoheitlicher Aufgaben der Geschäftsprüfung bei den eigenen Mitgliedern verbunden war: Sparkassen hatten sich bereits in den 60er-Jahren des 19. Jahrhunderts als unselbständiger Teil der Kommunalverwaltungen gebildet, die eine bessere Versorgung der Städte und Gemeinden mit Krediten anstrebten. Von diesen Städtetagen auf kommunaler Ebene ging auch die Initiative zur Errichtung von Zentralkassen und zum Aufbau eines Verbandswesens aus. Nicht zufällig verlief die Zentralisierung von Verbandskompetenzen durch Gründung eines Dachverbandes der Sparkassen recht schleppend; denn es war die regionale Ebene, die das Herzstück der Sparkassenorganisation bildete. Eine wichtige Ressource der Regionalverbände lag bereits in der Revision ihrer Sparkassenmitglieder. Dass diese gutachterliche Tätigkeit im staatlichen Auftrag von diesem später auch mit einer gesetzlich auferlegten Zwangsmitgliedschaft belohnt werden würde, deutete sich bereits 1901 an, als das preußische Innenminis-

---

5 Der Staat war Mitglied in korporatistischen Bündnissen; in regulativer Hinsicht ging damit jedoch eine Politik weitgehender Nicht-Intervention in Belange des Kreditgewerbes einher.

terium den kommunalen Sparkassen den Verbandsbeitritt empfahl (Linder 1968: 26). Mit der Einführung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs (Giro-system) und der Verleihung der »passiven Scheckfähigkeit« an die Sparkassen im April 1909 durch das preußische Ministerium nahm deren Geschäftsentwicklung einen stürmischen Aufschwung. Den Sparkassen war es jetzt erlaubt, sowohl das Spareinlagen- und Kreditgeschäft zu tätigen als auch den Scheck- und Überweisungsverkehr abzuwickeln. Organisatorisch bildete sich jedoch zunächst parallel zu dem eher lose und ideologisch ausgerichteten Sparkassenverbund ein Girossystem aus regionalen Verbänden, Girozentralen und einem Zentralverband, der sich ausschließlich der Abwicklung des überregionalen, bargeldlosen Zahlungsverkehrs widmete. Erst die Verknüpfung von Sparkassenidee mit der wirtschaftlichen Organisation des Giroverkehrs durch Verschmelzung beider Organisationsverbände im Jahre 1924 schuf einen stabilen dreistufigen Sparkassenverbund mit dem Deutschen Sparkassen- und Giroverband (DSGV) an der Spitze. Durch den preußischen Revisionserlass vom Dezember 1925 wurde gesetzlich festgeschrieben, dass die von den Regionalverbänden durchgeführten Jahresabschlussprüfungen im staatlichen Auftrag erfolgten, wodurch die Verbandsrevisoren einen hoheitlichen Status erhielten. Dem DSGV als Spitzenverband wurde die Koordination des Sparkassenrevisionswesens zugewiesen (Linder 1968: 31; Schmidt 1990: 46).

Auch die Genossenschaftsentwicklung war zunächst von einer organisatorischen Dualität geprägt; dies führte einerseits zur Ausbildung ländlich ausgerichteter Kreditgenossenschaften (= Raiffeisen-Tradition), andererseits zu gewerblich ausgerichteten Kreditgenossenschaften, welche das Handwerk gegen die kapitalstarken Fabriken stützen und verarmten Gewerbetreibenden günstige Kreditbedingungen verschaffen wollten (= Schultze-Delitzsch-Tradition). Wie im Sparkassensektor auch bildete sich in beiden Entwicklungssträngen ein jeweils zweistufiger Verbandsaufbau (regional, national), dem von 1895 an auch eine zweistufige Genosschaftsorganisation gegenüberstand. Mit der Gründung der Preußischen Zentralgenossenschaftskasse (Preußenkasse) wurde eine Art verbundeigene Zentralbank gegründet, die die Verbindung zum Geldmarkt halten und intern Kredite an lokale Kreditgenossenschaften vergeben sollte. Früher als die Sparkassen operierten die Genossenschaften auf rechtlicher Grundlage: Das preußische Genossenschaftsgesetz von 1867 schuf die Grundlage für genossenschaftliches Wirtschaften und wurde 1871 zum Reichsgesetz erhoben. Auch in der Genossenschaftsbewegung spielte die Verknüpfung des Verbandshandelns mit der

Übernahme gesetzlich verankerter Prüfungstätigkeiten gegenüber den Mitgliedern eine erhebliche Rolle. 1889 wurde im Genossenschaftsgesetz verankert, dass sich die Verbandsmitglieder der Bilanzprüfung durch den Verband zu unterziehen haben (Lukas 1972: 20–26). Damit kodifizierte der Staat nachträglich eine bereits praktizierte selbstorganisatorische Lösung. Wie an der Institution der Zentralgenossenschaftskasse sichtbar, wurde diese durch verbundinterne Umverteilungsmechanismen ergänzt, die indirekt der Risikobegrenzung dienten. Im Genossenschaftssektor bestand außerdem eine so genannte »Nachschusspflicht« der anderen Genossenschaftsmitglieder im Krisenfall. Sichtbar wird somit, dass das Prinzip der Gewerbefreiheit zumindest für die neben den privaten Banken beiden größten Institutsgruppen lange vor der Einführung einer staatlichen Bankenaufsicht bereits nicht mehr galt. Vielmehr war die Indienstrahmung der Sparkassen für Zwecke kommunaler Finanzierung und die Kollektividee genossenschaftlichen Wirtschaftens mit hoheitlichen Eingriffen in die Verbands- und Wirtschaftstätigkeit verbunden. Dass sich hinter dem bestehenden Regulierungsmodell jedoch immer noch eine Vielzahl von Unzulänglichkeiten verbargen, sollte die Bankenkrise von 1931 erweisen.

Aus deutscher Sicht war die Bankenkrise eine Spätfolge der Weltwirtschaftskrise von 1929 und zuallererst eine internationale Schuldenkrise. Deutschland war sowohl kommerziell als auch auf Grund seiner Reparationsleistungen das größte Schuldnerland der Welt; allein seine kommerzielle Auslandsschuld von 25,5 Mrd. Reichsmark machte 1930 bereits 31 Prozent des deutschen Bruttosozialproduktes aus. Unter dem Eindruck einer massiven Inflation, eines geschwächten Währungssystems, aber auch politischer Forderungen nach einer Revision der Reparationslasten zogen die Auslandsgläubiger ihre ohnehin nur kurzfristig vergebenen Kredite zurück. Da viele Banken jedoch diese Kurzfristgelder in längerfristige Geschäfte investiert hatten, waren sie selbst nicht zahlungsfähig und wandten sich mit dem Wunsch nach Refinanzierung an die Reichsbank, die jetzt gezwungen war, Gold und Devisen in Milliardenhöhe abzugeben. Als die Notendeckung der Reichsbank in Gefahr geriet, versuchte diese zunächst vergeblich, einen Rediskontkredit von der BoE zu erhalten, ging dann aber dazu über, die Kreditvergabe an die Banken einzuschränken. Dass diese Maßnahme die Situation weiter verschärfte, ist nicht verwunderlich. Erklärbar ist sie unter anderem durch eine faktische Fehleinschätzung der Finanzlage der Banken. Da keine Pflicht zur regelmäßigen Bilanzberichterstattung an die Reichsbank bestand und die Banken nach dem Urteil von Historikern auch versuchten,

den Ernst ihrer Situation herunterzuspielen, musste die Reichsbank von falschen Voraussetzungen ausgehen. Mit der Schließung der Danat-Bank im Juli 1931 setzte ein Run der Sparer auf die Kreditinstitute ein, welche ihre Einlagen abziehen wollten. Am 31. Juli 1931 ordnete die Reichsregierung angesichts des Massenansturms Bankfeiertage an, um der Zahlungseinstellung vieler weiterer Kreditinstitute zuvorzukommen. Damit hatte sich die internationale Schuldenkrise in eine nationale Liquiditätskrise umgekehrt (Schneider 1984: 87; Born 1983: 105–123).

Unter regulativen Aspekten offenbarte die Krise Defizite wie eine unzureichende Eigenkapitalausstattung der Banken sowie eine falsche Liquiditätsvorsorge, denn kurzfristige Mittel waren langfristig ausgeliehen worden. Zudem waren ohne eingehende Überprüfung von Sicherheiten Großkredite an Großunternehmen vergeben worden. Und schließlich hatte es an hinreichender Information der Reichsbank gemangelt. Reichskanzler Brüning war jedenfalls zutiefst davon überzeugt, dass die Reichsregierung von jetzt an die Kontrolle übers Kreditwesen erhalten solle und verkündete (nach eingehender Abstimmung mit Vertretern aus Politik, Wirtschaft und Finanzkreisen) per Notverordnung im August 1931 die Einführung einer Bankenaufsicht. Die Aufsichtskompetenzen wurden dem Kuratorium für das Bankgewerbe, einer Kollegialbehörde übertragen, die dem Reichswirtschaftsministerium unterstand und auch Reichsbankvertreter einschloss. Ein Reichskommissar für das Bankgewerbe sollte Exekutivorgan des Kuratoriums sein (Born 1978: 19). Als erweiterte Fortführung der dadurch geschaffenen Rechtslage wurde im Dezember 1934 das *Kreditwesengesetz* (KWG) beschlossen, welches alle Kreditinstitute unter staatliche Aufsicht stellte. Zwar waren Gesetz und bestehende Aufsichtsstruktur wesentlich vom Gedanken der Kapitallenkung im Dienste des nationalsozialistischen Staates bestimmt, dennoch enthielt das KWG eine Reihe bankaufsichtlicher Strukturnormen, die auch heute noch wichtige Bestandteile der Bankenaufsicht darstellen.<sup>6</sup> Praktiziert wurde das neue Aufsichtssystem nur kurz; im September 1939 wurden die Aufsichtskompetenzen auf den Reichswirtschaftsminister übertragen und Kreditinstitute in das System gelenkter Wirtschaft einbezogen (Bähre 1981).

Weitere Folge der Bankenkrise war die Einführung von Wettbewerbsbeschränkungen durch korporatistische Abstimmung zwischen Reichsregie-

---

6 Hierzu zählen eine Konzessionspflicht der Errichtung eines Kreditinstitutes, die Pflicht, Spareinlagen durch Kapitalrücklagen abzusichern sowie Beschränkungen und Anzeigepflichten bei der Vergabe von Großkrediten.



rung und den Spitzenverbänden des Kreditgewerbes. Im Rahmen einer weiteren Notverordnung wurden die Spitzenverbände gezwungen, Vereinbarungen über die Höhe der Soll- und Habenzinsen zu treffen, die im Falle einer Nichteinigung vom Reichskanzler zusammen mit der Reichsbank festgeschrieben werden sollten. Die Bedingungen des Zins- und Provisionskartells wurden vom Reichskanzler ratifiziert und erhielten dadurch den Status der Allgemeinverbindlichkeit auch für solche Kreditinstitute, die keinem der vertragschließenden Verbände angehörten (Hardach 1995: 936).<sup>7</sup> Das Verhandlungsgremium wurde unter dem Namen Zentraler Kreditausschuss (ZKA) auch im KWG von 1934 institutionalisiert und bekam das Recht, durch einstimmigen Beschluss Zinskonditionen, später auch Geschäftsbedingungen fortlaufend anzupassen (Sailer 1968: 157–166; Linder 1968: 113–116). Der ZKA stellt bis heute noch das wichtigste Abstimmungsforum des Kreditgewerbes dar. Er tagt zwei- bis dreimal im Jahr, die Federführung wechselt regelmäßig zwischen drei der heute noch fünf Mitgliedsverbände<sup>8</sup> und verfasst Entschlüsse auf der Basis einstimmiger Beschlüsse. Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde er von den Verbänden auf freiwilliger Basis wiedererrichtet und widmete sich bis in die 60er-Jahre der Festlegung von Wettbewerbskonditionen.

Nach dem Vorbild des ZKA wurde 1957 mit dem Zentralen Kapitalmarktausschuss (ZKMA) ein weiteres korporatistisches Gremium gegründet, dessen Aufgabe darin bestand, die Inanspruchnahme des Rentenmarktes mit Beschlüssen und Empfehlungen zu dosieren. Der Ausschuss setzte sich aus elf Vertretern der wichtigsten öffentlichen und privaten im Konsortialgeschäft tätigen Banken sowie Repräsentanten der Verbände des Kreditgewerbes zusammen. Der Bund sowie die zu diesem Zeitpunkt bereits bestehende Deutsche Bundesbank waren ebenfalls Mitglied, besaßen jedoch lediglich einen Beobachterstatus. Damit repräsentierte der Ausschuss im Wesentlichen die Konsortialbanken als die wichtigsten Käufer und Verkäufer von Staatsanleihen. Ihre Aufgabe sollte es sein, unter verbandlicher Gesamtaufsicht die Reihenfolge, Größenordnungen und auch Zinshöhen anstehender inländischer Emissionen am Rentenmarkt zu koordinieren, um durch ein dosier-

---

7 Zu den Vertragspartnern gehörten der Centralverband des Deutschen Bank- und Bankiergewerbes, der Deutsche Genossenschaftsverband, der Deutsche Beamten-genossenschaftsverband, der Reichsverband der Deutschen Landwirtschaft, der Deutsche Sparkassen- und Giroverband und der Verband öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten.

8 Hierbei handelt es sich heute um den Bundesverband deutscher Banken, den Deutschen Sparkassen- und Giroverband, den Bundesverband der deutschen Volks- und Raiffeisenbanken, den Verband der öffentlichen Banken und den Verband der Hypothekenbanken.

tes »Emissionstiming« eine Überbeanspruchung des Marktes zu vermeiden. Dahinter stand die Idee, einen kontinuierlichen Absatz von Staatsanleihen und damit die Staatsfinanzierung zu sichern. In den 60er-Jahren entwickelte sich der ZKMA zum Instrument einer auf Globalsteuerung und den Erhalt des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts angelegten Wirtschaftspolitik. Seit 1968 widmete sich ein »Unterausschuss D-Mark-Auslandsanleihen« der Aufgabe, die Auflage ausländischer Anleihen in deutscher Währung zu koordinieren, um eine stoßweise, ungleichmäßige Nutzung des Rentenmarktes durch das Ausland und damit Störungen des binnenwirtschaftlichen Gleichgewichts zu verhindern. Um die Emission von Auslandsanleihen besser unter Kontrolle zu halten, sollten ausschließlich deutsche Banken die Federführung innerhalb eines solchen Emissionskonsortiums übernehmen. Noch bis in die 80er-Jahre bildeten die beteiligten Banken ein nationales Emissionskartell, das die Beteiligung ausländischer Institute ausschloss (von Rosen 1973: 53–57, 80; Baehring 1985: 224).

Die Bankenkrise der 30er-Jahre bedeutete auch für das System beruflicher Selbstverwaltung im Finanzsektor einen historischen Einschnitt: Der Staat ging jetzt dazu über, die Selbstverwaltung zunehmend in öffentliches Recht einzubetten und auf gesamtgesellschaftliche Interessen hin zu verpflichten. Dies galt insbesondere für die Entwicklung der Sparkassen, aber auch für die Schaffung eines neuen Berufsstandes – dem des *Wirtschaftsprüfers*. Die Sparkassen wurden durch die Notverordnung vom Oktober 1931 zu rechtlich selbständigen »Anstalten öffentlichen Rechts«, deren Vermögen jetzt aus den kommunalen Haushalten ausgegliedert wurde. Gleichzeitig wurde die Haftung des kommunalen Sparkassenträgers *qua* Notverordnung als »Gewährträgerhaftung« besonders normiert. 1931 war auch das Geburtsjahr des Wirtschaftsprüferberufs im heutigen Sinne.

Durch die Notverordnung über Aktienrecht, Bankenaufsicht und Steueramnestie vom September 1931 wurden unter anderem Auflagen für die Veröffentlichung bestimmter Angaben im Geschäftsbericht sowie die Zwangsrevision von Aktiengesellschaften festgeschrieben. Auch dies war eine Reaktion auf die Wirtschaftskrise und die spektakulären Zusammenbrüche deutscher Aktiengesellschaften, darunter eben auch Banken.<sup>9</sup> 1932

---

9 Damit erfüllte der Gesetzgeber eine langjährige Forderung der unterschiedlichen Berufsverbände des Revisionswesens. Diese erhofften sich von einer gesetzlichen Pflichtrevision der Aktiengesellschaften auch Schubkraft für einheitliche Berufsregelungen im Revisions- und Treuhandwesen und die Bildung einer Kammerorganisation für den Berufsstand (Meisel 1992: 129–159).

wurde das Institut der Wirtschaftsprüfer als Interessenvertretungsorgan des neuen Berufsstandes gegründet. 1934 unterstellte man es der Dienstaufsicht des Reichsministers und untermauerte damit seinen öffentlich-rechtlichen Charakter. Faktisch bestand damit eine Vorform der späteren Wirtschaftsprüferkammer, die seit 1961 Aufgaben der beruflichen Selbstverwaltung für den Stand der Wirtschaftsprüfer übernimmt und Richtlinien für die Berufsausübung der Wirtschaftsprüfer erstellt (Meisel 1992: 273; Wirtschaftsprüferkammer 1996).

In regulativer Hinsicht war die Nachkriegszeit zunächst durch eine Zersplitterung der staatlichen Aufsichtskompetenzen über das Kreditgewerbe gekennzeichnet. Der Wunsch der Alliierten, eine mögliche Machtkonzentration auf Bundesebene zu verhindern, führte zur Übertragung von Aufsichtskompetenzen auf die Landeszentralbanken und die Wirtschaftsministerien der Bundesländer. Dem Wiederaufbau einer Bundesaufsicht ging jedoch erneut die Festigung der Selbstregulierungskapazitäten einzelner Kreditinstitutionsgruppen voraus: Sowohl Sparkassenorganisation als auch Genossenschaftsverband entwickelten mit öffentlicher Hilfe eine stabile Mischung aus dezentraler und zentraler Verbundstruktur, deren wirtschaftlicher und auch regulativer Schwerpunkt wesentlich auf der regionalen Ebene lag, allerdings mit unterschiedlichem Gewicht in beiden Organisationen. Bei den Sparkassen stellte die Idee einer Einheit von regional ausgerichteter Tätigkeit, kommunaler Gewährträgerschaft und -haftung sowie Zugehörigkeit zu einem Regionalverband des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes den zentralen Baustein der Selbstregulierungsstruktur dar. Die von den Bundesländern über das Sparkassenwesen auszuübende Staatsaufsicht wurde faktisch den regionalen Sparkassenverbänden übertragen. Als Revisoren überwachen die Verbände die Einhaltung von sparkasseneigener Satzung und von Bestimmungen des Kreditwesengesetzes und übernehmen in dieser Rolle intermediäre Funktionen zwischen dem Staat einerseits und ihren Mitgliedern andererseits. Umgekehrt schreibt das Sparkassenrecht der Länder den Sparkassen eine Pflichtmitgliedschaft in den Regionalverbänden vor (Linder 1968: 88). Auch in der gewerblichen Genossenschaftsorganisation lag die Revisionstätigkeit bei den regionalen Prüfungsverbänden, denen eine gesetzlich fixierte Pflichtmitgliedschaft der Genossenschaftsinstitute zusätzliche Autonomie verschaffte. Im Unterschied zu den Sparkassen bildete sich hier jedoch eine stärkere Position des Dachverbandes (bis 1972 noch der Deutsche Genossenschaftsverband) heraus, der auch Revisionsaufgaben für alle ihm angeschlossenen Mitgliedsverbände und Zentralgeschäfts-

stalten übernahm (Lukas 1972: 109–110). Aufsichtsfunktionen gegenüber den eigenen Mitgliedern wurden in beiden Verbundorganisationen ergänzt durch den Aufbau freiwilliger *Einlagensicherungsfonds*, getragen durch die jeweiligen Spitzenverbände. Diese Fonds wurden durch Beiträge der Verbandsmitglieder finanziert und schützten die Spareinlagen faktisch bis zu 100 Prozent.

In den 50er-Jahren entstand Bedarf für die Schaffung einer auf Bundesebene angesiedelten Aufsichtsbehörde, als die von den Alliierten zunächst erlassene Beschränkung des Niederlassungsrechts der Kreditinstitute aufgehoben und eine überregionale Bildung von Großbanken wieder zulässig wurde. Die Gründung des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB) im Jahre 1951 deutete bereits darauf hin, dass sich Muster der Interessenvermittlung im privaten Bankensektor wieder verstärkt auf die Bundesebene verlagern würden (vgl. zum BdB, Schubert 1989). Bereits 1957, ein Jahr nach der Aufhebung des Großbankengesetzes verschmolzen die zunächst regional neugegründeten Nachfolgeinstitute wieder zu jeweils einer Bank. Die Deutsche Bank, Dresdner Bank und die Commerzbank waren damit reetabliert. In demselben Jahr wurde auch die Deutsche Bundesbank mit wesentlichen Strukturelementen des von den Alliierten eingeführten Zentralbankensystems errichtet. Hierzu gehörte auch das Fortbestehen der Landeszentralbanken und deren Repräsentation im Direktorium und Zentralbankrat als Leitungsgremien der Deutschen Bundesbank. Im Unterschied zur früheren Reichsbank war die Bundesbank nun in ihren Entscheidungen autonom und von Weisungen der Regierung unabhängig, jedoch verpflichtet, die amtliche Wirtschaftspolitik zu stützen. Zu ihren, im Bundesbankgesetz festgeschriebenen Aufgaben zählt die Sicherung des Geldumlaufes, die Kreditversorgung der Wirtschaft mit dem Ziel der Währungsstabilität sowie die Abwicklung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland. Neben dem klassischen Instrumentarium der Diskont-, Kredit- und Offenmarktpolitik steuert die Zentralbank die Liquidität der Kreditwirtschaft durch die Auflage, zinslose »Mindestreserven« auf Girokonten der Zentralbank zu halten (vgl. Wolf 1998: 122–123). Im Unterschied zur amerikanischen Fed, aber auch zur BoE definierte sich die Bundesbank nie offiziell als »lender of last resort« und damit als im Krisenfall letzte Refinanzierungsinstanz. Eine solche Aufgabe war im Gesetz über die Deutsche Bundesbank nicht verankert und widersprach wohl auch der von staatlicher Seite immer wieder geäußerten Meinung, durch Liquiditätshilfen die Risikobereitschaft der Banken unnötig zu steigern (»moral hazard«, Kapstein 1996: 43). Wie sich immer wieder zeigen sollte,

leisteten in Deutschland Institutionen verbandlich-kollektiver Selbsthilfe Liquiditätshilfen im Krisenfall und übernahmen in diesem Punkt die Rolle eines funktionalen Äquivalents zur amerikanischen oder britischen Zentralbank.

Die Gründung einer Bundesaufsichtsbehörde für den Bankensektor gestaltete sich weitaus schwieriger. Der Grund hierfür waren Proteste der Bundesländer, die für eine Bankenaufsicht in Länderhand eintraten und das vom Bundestag beschlossene Gesetz zur Errichtung einer Bundesoberbehörde sogar vor dem Bundesverfassungsgericht im Rahmen eines Normenkontrollverfahrens erfolglos anfochten (Mayer 1981: 17). Mit der Gründung des Bundesaufsichtsamtes für das gesamte Kreditwesen (BAKred) im Jahre 1961, einer oberen Bundesbehörde im Geschäftsbereich zunächst des Bundeswirtschafts-, dann des Bundesfinanzministers, war gewissermaßen der institutionelle Schlussspunkt für die Entwicklung jenes Regulierungsmodells gelegt, das bis in die 90er-Jahre noch seine Funktionsfähigkeit behalten sollte.

Dem BAKred wurde die Aufsicht für alle Institutsgruppen zugewiesen, insofern ergänzte es die bei den Sparkassen bereits bestehende Staatsaufsicht durch die Länder.<sup>10</sup> Das Kreditwesengesetz wurde wiederum zur wichtigsten gesetzlichen Grundlage der Aufsicht; allerdings verstand man es im Geiste des Grundgesetzes nun als ein Instrument der Ordnungspolitik, deren Hauptzweck die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kreditwesens durch Insolvenzvermeidung der Kreditinstitute darstellte. Eine so verstandene Rolle als *Gewerbepolizei* umfaßt wesentlich Aufgaben präventiver Schadensvermeidung und der Schadensbegrenzung im Notfall. Es liegt im Ermessen des Aufsichtsamtes, die Erlaubnis für die Aufnahme des Kreditgeschäftes zu erteilen oder auch aufzuheben, Geschäftsleiter abuberufen, Informationen einzufordern und bei dem Verdacht auf konkrete Gefahrenmomente die Annahme von Einlagen oder die Gewährung von Krediten zu untersagen und auch die Schalter zu schließen. Gleichwohl stellt das Sanktionsinstrumentarium des Amtes nur eine allerletzte und auch von staatlicher Seite höchst unerwünschte Maßnahme dar, denn die Aufsichtsmaxime besteht darin, den Konkurs einer Bank zu verhindern (= »Going Concern«). Im Mittelpunkt der Aufsicht stand denn auch ein umfangreiches Anzeigen- und Meldesystem. So mussten Kreditmeldungen, monatliche Angaben über bestimmte geschäftliche Kennziffern (etwa Großkreditvergabe) und Bilanzinformationen

---

10 Die Kosten der Aufsicht werden zu 90 Prozent von den beaufsichtigten Instituten getragen und nach Maßgabe ihres Geschäftsumfanges und des Bilanzvolumens auf diese umgelegt, die restlichen 10 Prozent gehen zu Lasten des Bundeshaushaltes.

regelmäßig an die Landeszentralbanken der Deutschen Bundesbank weitergeleitet werden, welche diese Informationen wiederum dem BAKred zur Verfügung stellte. Dass die Aufsicht einmal selbst Bankprüfungen vornahm, kam ausgesprochen selten vor, vielmehr beschränkte man sich auf die Auswertung eingehender Meldungen (siehe zum Regulierungsmodell Mayer 1981).

In der Praxis verlief die *Regelbildung* (»rule-making«), sei es Novellierungen des Kreditwesengesetzes oder dessen Konkretisierung in Form von Rechtsverordnungen oder Verlautbarungen des Amtes ausgesprochen kooperativ. Im Mittelpunkt bankaufsichtlicher Strukturnormen standen die in den §§10 und 12 KWG enthaltenen »Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute«, die einen vereinbarten Standard darüber enthalten, ab wann das haftende Eigenkapital als angemessen gilt (siehe Schneider 1984: 95–109). Den Verbänden war und ist im Kreditwesengesetz (§10, Abs.1) ein Anhörungsrecht bei der Erstellung oben genannter Eigenkapitalgrundsätze zugebilligt (Linder 1969: 113). Der ZKA fungierte nunmehr ohne gesetzliche Grundlage weiterhin als Forum der Abstimmung gemeinsamer Interessen der einzelnen Institutsgruppen und Spitzenverbände des Kreditgewerbes. Des Weiteren bestanden enge Kontakte einzelner Verbände zu dem zuständigen Ministerium, oder die Mitwirkung bei der Gesetzesvorbereitung erfolgte über die zuständigen Ausschüsse des Bundestages (Linder 1968: 103). Hatten sich Staat und Marktteilnehmer also auf Standards, etwa bei der Eigenkapitalunterlegung geeinigt, konnte die *Überwachung ihrer Einhaltung* (»monitoring«) relativ problemlos in die Hand der Selbstverwaltung gelegt werden. Im Fall des Sparkassen- und Genossenschaftsverbundes befand sich ein elaboriertes Revisionswesen in Verbandshand, welches zudem im »Schatten des öffentlichen Rechts« operierte. Im Fall privater Banken stellte die Bilanzprüfung durch öffentlich vereidigte und kammerförmig organisierte Wirtschaftsprüfer ein funktionales Äquivalent zur verbandsförmigen Selbstverwaltung der Sparkassen und Genossenschaften dar. Im Unterschied zu den Verbandsprüfern sind die Prüfer privater Banken jedoch verpflichtet, ihre Prüfberichte unmittelbar bei den Aufsichtsbehörden einzureichen.

Wie auch in der Vorkriegszeit war das deutsche Modell korporatistischer Bankenregulierung mit Wettbewerbsbeschränkungen gekoppelt. Mit dem Verweis auf die gesamtwirtschaftliche Bedeutung eines stabilen Bankensystems wurden Kreditinstitute und Versicherungen in die Kategorie der »Bereichsausnahmen« des *Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen*

(GWB) (vgl. § 102 Abs.1 Satz 1 GWB) auf- und damit von wettbewerbsrechtlichen Zugriffen ausgenommen. Zudem war das Verhältnis der einzelnen Bankengruppen untereinander durch die Spielregel des *Gruppenwettbewerbes* bestimmt. Danach bestehen Wettbewerbsbeziehungen im deutschen Bankensektor nicht zwischen einzelnen Banken, sondern zwischen den Institutsgruppen der privaten Banken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften, wobei die Konkurrenz innerhalb der beiden Verbundsektoren ohnehin weitgehend ausgeschaltet ist (vgl. Büschgen 1993: 283). Faktisch bestand jedoch auch zwischen den Institutsgruppen eine Marktabgrenzung durch Konzentration auf jeweils unterschiedliche Kundenkreise. Sparkassen und Kreditgenossenschaften verfolgten eher das Geschäft mit Kleinkunden und Mittelstand in Handel, Industrie und Landwirtschaft, während Privat- und Großbanken im Großkundengeschäft und Investmentbanking (Wertpapierhandel) engagiert waren.

Die Indienstnahme verbandlicher oder berufsständischer Selbstverwaltung für öffentliche Zwecke machte es möglich, Standards des Produzenten- und mittelbar auch des Systemschutzes auszuhandeln, kollektiv verbindlich festzulegen und die Sicherstellung ihrer Einhaltung der Verbandsdisziplin oder berufsständischen Normen zu überlassen. Da diese aber letztlich in öffentliches Recht eingebettet waren, wurde regulative Willkür des Aufsichtsamtes oder der Selbstverwaltungsinstitutionen verhindert und die *Gleichbehandlung* aller Regulierungsadressaten gewährleistet. Durch die Delegation der Aufsicht auf Verbände entstanden außerdem geringe Regulierungskosten für das deutsche Aufsichtsamt, das auf diese Weise circa 3.500 Kreditinstitute ohne einen eigenen Verwaltungsunterbau flächendeckend beaufsichtigen konnte (siehe hierzu Burghof/Rudolph 1996: 70 ff.). Der Preis eines solchen Modells der Staatsentlastung war eine relative Unkenntnis der staatlichen Aufsichtsbehörden über die tatsächlichen Probleme des Bankgeschäftes. Vielmehr prägte eine Haltung »hoheitlicher Distanz« die Beziehung zu den Regulierungsobjekten. Zwei Dinge ließen diese Art von Regulierung funktionsfähig erscheinen: die Existenz eines relativ geschlossenen Marktes, in dem Finanzrisiken auch auf dem heimischen Territorium anfielen und von Nationalstaat und Selbstverwaltung reguliert werden konnten. Zweitens mussten Risiken standardisierbar, damit handelbar und die Überwachung kapitalmäßiger »Sicherheitspolster« insofern delegierbar sein. Staatliches Unwissen über das aktuelle Bankgeschäft konnte nur im Schatten kollektiv verbindlicher und überwachbarer Standards existieren.

### 3.4 Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich

Anders als im Kapitalmarktsektor war die Entstehung des Bankwesens in allen untersuchten Ländern eng mit der Erfüllung des staatlichen Kapitalbedarfs in Kriegszeiten, aber auch mit Prozessen der Staatsbildung und der Währungsintegration gekoppelt. Besonders für föderal strukturierte Staatsgebilde wie die Vereinigten Staaten und Deutschland war das Vorhandensein einer einheitlichen Währung entscheidende Voraussetzung dafür, dass der Handel zwischen verschiedenen Einzelstaaten ausgebaut werden konnte. Banken entstanden hier zuerst als Noten- beziehungsweise »Zettelbanken«, deren Funktion die Ausgabe von Münzen und später dann Banknoten war. In Großbritannien war es zentrale Aufgabe der britischen Zentralbank als lange Zeit einziger Aktienbank, die Stabilität des Pfund Sterling und damit die internationale Schlüsselposition des Landes im internationalen Handelssystem zu sichern. Banken waren also auf unterschiedliche Weise »Dienstleister des Staates«; nicht zuletzt deshalb war es auch der Staat und nicht private Verbände, der ausgeprägter als im Kapitalmarktsektor, in Krisenzeiten stützend, aber auch regulierend in das Marktgeschehen eingriff. In den USA intervenierte der Bund immer dann in das Bankensystem, wenn es galt, solche Banken zu stabilisieren, die für die Währungsvereinheitlichung und Staatsfinanzierung bedeutsam waren (»national banks«), um »bank runs« und nachfolgende Konkurse zu vermeiden. Genau in diesen Krisenzeiten entwickelte man die Funktion der »letzten Refinanzierungsinstanz« (»lender of last resort«) und gründete Institutionen zur Krisenbewältigung und Sicherung der Spareinlagen wie die Reconstruction Finance Corporation oder die FDIC. In Großbritannien übernahm die zunächst private, dann verstaatlichte Zentralbank Refinanzierungsfunktionen, die sie in Krisenzeiten oftmals zur Organisation von Stützungskartellen unter Beteiligung anderer City-Institutionen nutzte. Auch in Deutschland kam es erst infolge der Bankenkrise 1931 zu einer weiter gehenden staatlichen Intervention in das ansonsten durch eine Philosophie der »Gewerbefreiheit« beherrschte private Bankwesen. Krisenmanagement und Stabilisierungsaufgaben wurden hier in enger Abstimmung zwischen Staat, Zentralbank und den Spitzenverbänden des Kreditgewerbes abgewickelt.

Die Stabilisierung des Bankengeschäftes und dessen Absicherung gegenüber Krisensituationen beruhte in allen Ländern auf teils umfangreichen Formen von Wettbewerbsbeschränkung. Das funktional und geographisch segmentierte Bankensystem der USA war eine Antwort auf die Wirtschafts- und Bankenkrise der 30er-Jahre und wurde als Bestandteil der New-Deal-



Politik gesetzlich festgeschrieben. In Großbritannien entstanden Wettbewerbsbeschränkungen quasi historisch durch Arbeits- und Geschäftsteilung zwischen verschiedenen Bankengruppen. Später wurde das System der Privilegierung Einzelner durch die BoE systematisch ausgebaut, zunächst, um den kontinuierlichen Absatz von Staatsanleihen und damit die Staatsfinanzierung zu sichern und dann, um die international vereinbarte Beschränkung von Kapitalflüssen national zu flankieren. In Deutschland entstanden Beschränkungen des Wettbewerbes durch Arbeitsteilung und Geschäftsabgrenzung zwischen privaten Banken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften («Gruppenwettbewerb») und wurden nach der Bankenkrise der 30er-Jahre mit staatlicher Hilfe in Form des Zentralen Kreditausschusses immer weiter institutionalisiert.

Anders als im Kapitalmarktsektor zeichneten sich Modelle der Bankenregulierung in den USA, Großbritannien und Deutschland also durch einen erheblichen Grad an *Staatsnähe* aus. Trotzdem oder vielleicht gerade deshalb lassen sich nationale *Unterschiede* bei der Arbeitsteilung zwischen Staat und privaten Akteuren im nationalen Regulierungsmodell, den Regulierungsinstrumenten und -philosophien oder auch den sektoralen Konfliktlinien und -arenen beobachten (vgl. Schaubild 3-1).

Die *amerikanische Regulierungsstruktur* lässt sich als insgesamt sehr dezentralisiert und fragmentiert kennzeichnen. Banken entstanden zuerst auf lokaler Ebene, und die Rechte zur Vergabe von Banklizenzen lagen bei den Einzelstaaten. Entsprechend dezentral und fragmentiert entwickelte sich auch die *Struktur des amerikanischen Bankenmarktes*. Insbesondere kleinere Marktakteure wie »state banks« traten als Koalitionspartner ihrer Einzelstaaten auf, wenn es darum ging, eigene Interessen gegen Interventionsversuche des Bundes im Kongress durchzusetzen. Vornehmlich in Krisensituationen gelang es dem Bund, sich parallel zu den Einzelstaaten Regulierungskompetenzen anzueignen, welche, ausgeprägter als die der Einzelstaaten, darauf abzielten, Finanzrisiken abzusichern. In den 30er-Jahren entstand eine Regulierungsstruktur, die sich durch teils überlappende, teils getrennte Aufsichtskompetenzen zwischen Bund und Einzelstaaten (im Sinne des amerikanischen »Trennföderalismus«), aber auch zwischen den drei Regulierungsbehörden des Bundes auszeichnete. In einer derartig fragmentierten Regulierungsstruktur gab es *keinen Akteur*, der auf Grund seiner strategischen Position in der Lage gewesen wäre, Reformprozesse voranzutreiben.

Schaubild 3-1 Bankensektor: Die alten Regulierungsmodelle im Vergleich

	USA	Großbritannien	Deutschland
Regulierungsmodell	(Trenn-)Föderale Regulierung	Klientelistische Regulierung	Korporatistische Regulierung
Regulierungsstruktur	dezentral	zentralistisch	zentralistisch
Staatliche Regulierungsakteure	Bund (OCC, FDIC), unabhängige Zentralbank (Fed) und Einzelstaaten	Zentralbank (BoE)	Bund (BAKred), unabhängige Zentralbank (und Bundesländer)
Private Regulierungsakteure	keine	»privilegierte« Bankengruppen	Spitzenverbände des Kreditgewerbes mit öffentlichem Status
Regulierungsinstrumente	Lizenzvergabe und -entzug differenzierte Eigenkapitalrücklagen Berichtspflichten Einlagensicherung »lender of last resort«	Lizenzvergabe und -entzug »Statusleiter« individuelle Eigenkapitalrücklagen Managementinterviews »lender of last resort«	Lizenzvergabe und -entzug Melde- und Anzeigensystem Berichtspflichten verbandliche Geschäftsprüfung standardisierte Eigenkapitalrücklagen Mindestreserve z.T. Einlagensicherung
Regulierungsphilosophie	Differenzierung	Individualisierung	Standardisierung
Marktstruktur	dezentral	zentralistisch/ »City of London«	dezentral, jedoch integriert durch Verbundorganisationen
Akteure in strategischer Position	keine	Bank of England	Spitzenverbände des Kreditgewerbes
Konfliktarena	Kongress	Elitennetzwerk	korporatistisches Netzwerk

Der Bund musste bei gesetzlichen Vorstößen immer mit dem Widerstand der Einzelstaaten und ihrer Bankenlobby rechnen, die im Kongress ihre Blockadepotentiale ausspielten. Sollten Vorstöße zur Re-Regulierung erfolgreich sein, galt es letztlich, im Kongress »winning coalitions« für seine eigenen Anliegen zu schmieden. Ob dies gelang, war von situativen Faktoren wie Krisensituationen, der Überzeugungskunst bestimmter Senatoren oder auch von Zugeständnissen an Lobbygruppen abhängig und konnte von vornherein nicht prognostiziert werden.

In einer derartig fragmentierten, durch ein System von »checks and balances« gekennzeichneten Regulierungsstruktur bestanden naturgemäß keine einheitlichen Regulierungsstandards zwischen den Aufsichtsorganen. Prinzipiell unterlagen Banken mit einer »national charter« rigideren Standards als solche, die ausschließlich durch die Einzelstaaten lizenziert waren. Hinzu kamen unterschiedliche Vorstellungen der Bundesregulatoren darüber, wie die Solidität und Liquidität einer Bank genau bemessen werden sollte. Von daher ergab sich eine mit der Zuständigkeit des jeweiligen Regulators variierende Regulierungspraxis die zwangsläufig *differenzierte Regeln* nach sich zog.

In *Großbritannien* erwies sich die Zentralbank, ähnlich wie auch im Kapitalmarktsektor, als der Akteur von strategischer Bedeutung im nationalen Regulierungsmodell. Obwohl die BoE zumindest seit 1946 eine staatliche Institution war, versuchte sie sich bewusst vom restlichen Teil des Regierungsapparates abzugrenzen und den Status einer Vermittlerin zwischen der Londoner City und dem Treasury zu bewahren. Zwar verlor die BoE nach dem Ersten Weltkrieg und dem Übergang zu einem Modell »geschlossener Märkte« ihre geldpolitische Autonomie an das Treasury; in regulativen Fragen verfügte sie jedoch über eine vollständig freie Hand. Diese nutzte sie dazu, eine sehr *zentralistische Regulierungsstruktur* aufzubauen, in der sich Regulierungsaktivitäten auf Kontakte zu einem Kreis »privilegierter Bankengruppen« der Londoner City beschränkten. Praktikabel war diese Regulierungstechnik nur deshalb, weil der *britische Bankenmarkt* seit dem Ende des 19. Jahrhunderts hochgradig *konzentriert* war und es sich bei den Regulierten letztlich um einen Zirkel von Großbanken mit Hauptsitz in London handelte; kleinere Banken in der Peripherie waren demgegenüber nicht in die Regulierung eingebunden. Das britische Regulierungsmodell lässt sich als *klientelistisch* charakterisieren, weil die Intensität regulativer Maßnahmen auf die Bedürfnisse der Regulierten abgestimmt wurde. So wurde die Höhe von Kapitalrücklagen zwischen BoE und dem Bankenmanagement jeweils *individuell* festgelegt. Konflikte über den Grad oder die Reichweite regulativer Interventionen wurden daher weder innerhalb des Regierungsapparates

noch im Parlament, sondern im Kreise dieses *Elitennetzwerkes* aus BoE und dem Spitzenmanagement der Londoner Banken ausgetragen.

In *Deutschland* war die Bankenaufsicht seit der Bankenkrise der 30er-Jahre Aufgabe des Bundes, der diese in Kooperation zwischen dem Bundesaufsichtsamt für das gesamte Kreditwesen und der von der Regierung unabhängigen Zentralbank durchführte. Anders als im Kapitalmarktsektor lässt sich die *Regulierungsstruktur* in diesem Bereich als *zentralistisch* beschreiben, nicht zuletzt, weil die Bundesländer nur eine formale Aufsicht über den Sparkassensektor besitzen. Zum zentralistischen Charakter trägt auch die eher *korporatistische Form der Regulierungspraxis* bei. So lag ein Großteil der Aufsichtstätigkeit bei den Spitzenverbänden des deutschen Kreditgewerbes, die zusammen mit Wirtschaftsprüfern hoheitliche Aufgaben der Geschäftsprüfung bei ihren Mitgliedern übernehmen. Der hohe Selbstorganisationsgrad der als Verbundorganisationen mit verbandlicher Abstützung organisierten Sparkassen und Kreditgenossenschaften macht es möglich, einen mit 3.500 Instituten *dezentral strukturierten Bankenmarkt* ohne großen staatlichen Verwaltungsunterbau zu beaufsichtigen. Trotz eines im internationalen Vergleich sehr umfangreichen Regulierungsinstrumentariums ist die staatliche Seite in diesem Regulierungsmodell erheblich entlastet. Zum einen ist es Aufgabe der Bankenverbände, sich in Kooperation mit dem Bundesaufsichtsamt auf *Eigenkapitalstandards* zu verständigen, welche dann für alle Bankengruppen gleichermaßen gelten. Das permanente »monitoring« einmal vereinbarter Regeln lag dann in der Hand der Selbstverwaltung, während sich die staatlichen Aufsichtsorgane darauf beschränkten, in hoheitlicher Manier Monatsmeldungen der Banken über bestimmte geschäftliche Kennziffern entgegenzunehmen. Die eigentlich *strategisch wichtigen Akteure* waren deshalb die *Spitzenverbände* des deutschen Kreditgewerbes. Als »private Interessenregierungen« und Intermediäre zwischen Banken und der staatlichen Aufsicht waren sie auf der einen Seite über die Problemlagen ihrer Mitglieder informiert und konnten durch die Koordination der Eigenkapitalanforderungen mit anderen Bankengruppen andererseits die rechtliche »Gleichbehandlung aller Regulierten« sicherstellen. Konflikte, etwa über die Frage möglicher Wettbewerbsvorteile Einzelner wurden in diesem Regulierungsmodell daher auch durch Verbandskoordination im Rahmen des Zentralen Kreditausschusses als korporatistischer Abstimmungsplattform und damit außerhalb der Öffentlichkeit ausgetragen.



Teil II  
Neue politische und ökonomische  
Rahmenbedingungen



## Kapitel 4

# Die negative und positive Integration von Finanzmärkten, 1960–2001

In den 60er-Jahren setzte eine kontinuierliche Internationalisierung des Finanzgeschäftes ein, die das System national weitgehend abgeschlossener Finanzmärkte schrittweise erodieren ließ. Banken entdeckten Lücken im Netz wechselseitiger Marktabschottung und nutzten diese »Exit«-Optionen zur Expansion ins Ausland; seit den 70er-Jahren wurde die »negative Integration von Finanzmärkten« dann durch politische Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen auf nationaler und internationaler Ebene vorangetrieben. In materieller Hinsicht entstanden mit zunehmender Expansion von Märkten über nationale Grenzen hinweg immer neue Arten von Finanzgeschäften, die nationale Regierungen, Regulierungsbehörden und Zentralbanken mit jeweils neuartigen Regulierungsproblemen konfrontierten. Sowohl im Kapitalmarkt- als auch im Bankensektor kam es zu Prozessen der Re-Regulierung, die jedoch nach unterschiedlichen Strukturmustern verliefen und mit unterschiedlichen Regulierungsergebnissen endeten. Während Prozesse der »positiven Marktintegration« im Kapitalmarktsektor zu einem internationalen Regulierungsmodell führen, in dessen Mittelpunkt die Sicherung von *Transparenz* über Markt und Verhalten der Marktakteure steht, entsteht im Bankensektor seit den 90er-Jahren ein flexibler und differenzierter Regulierungsansatz, der die gewachsene *Komplexität* der Risikoabsicherung durch engere Kooperation von Regulierern und Regulierten zu reduzieren sucht.

### 4.1 Die Politik befreit den Markt – Vom Euromarkt zur Deregulierung, 1960–2001

Die Nachkriegszeit stand zunächst im Zeichen der wechselseitigen Abschottung nationaler Finanzmärkte. Durch das Abkommen von Bretton-Woods



(1944) wurden stabile Wechselkursparitäten im Kreise westlicher Industrieländer vereinbart und der Dollar als internationale Leitwährung festgeschrieben. Das international vereinbarte System des »embedded liberalism« (Ruggie 1982) prämierte den Freihandel auf Kosten der Mobilität des Finanzkapitals. Letzteres sollte in erster Linie der Finanzierung von Handel und produktiven Investitionen auf den Heimatmärkten dienen, wie der britische Unterhändler Lord Keynes im Rahmen der Bretton-Woods-Konferenz forderte. Demgegenüber sollten spekulative Kapitalflüsse, die durch Ausnutzung von Zins- und Wechselkursunterschieden höhere Kapitalrenditen erbrachten, durch nationale Kapitalverkehrskontrollen unterbunden werden (Cerny 1994: 187–188). Faktisch setzte jedoch »im Schatten« dieses Nachkriegskonsenses zu Beginn der 60er-Jahre eine Internationalisierung von Wirtschaft und Finanzgeschäft ein. Mit der Herausbildung der *Euromärkte* war der erste wichtige Schritt auf dem Weg zu einem territorial entgrenzten Finanzmarkt getan (vgl. hierzu Junne 1976; Fertig 1981; Storck 1995; James 1996).

Bei den Euromärkten handelt es sich um internationale Märkte, auf denen überwiegend Banken Fremdwährungsgeschäfte außerhalb des Ursprungslandes der betreffenden Währung tätigen. Der Begriff »Euro«-Markt charakterisiert einerseits die dort gehandelten Währungen, zu denen neben dem US-Dollar auch die Deutsche Mark, der Schweizer Franken, das Britische Pfund oder der Französische Franc zählten. Zum anderen waren die am Euromarkthandel beteiligten Banken vielfach in europäischen Finanzzentren wie London, Luxemburg oder Zürich ansässig. Obwohl sich das Euromarktgeschäft also auf bestimmte geographische Handelszentren konzentrierte, unterlag es weder der Aufsicht einer nationalen Bankenaufsichtsbehörde noch den Eingriffen einer Zentralbank. Wie war das möglich? Aus Sicht von Banken und Anlegern waren Finanztransaktionen in heimischer Währung zum damaligen Zeitpunkt wenig attraktiv. Umfangreiche Wettbewerbsbeschränkungen auf den nationalen Märkten führten dazu, dass Spareinlagen nur gering verzinst wurden und zudem durch unverzinsten Mindestreserven bei der nationalen Zentralbank abgesichert werden mussten. Für Guthaben in fremder Währung bestanden jedoch auch unter Bedingungen der Marktabschottung diese Auflagen nicht. Mit der Einführung der *Konvertibilität* von Währungen zwischen wichtigen westeuropäischen Ländern im Dezember 1958 wurde es Ausländern möglich, Fremdwährungsguthaben zu halten und von einer Währung in die andere zu tauschen. Daraufhin nutzten Banken den Handel in Fremdwährungen dazu, sich Mindestreservepflichten, Zinsbindungen und festgelegten Provisionen für Kapitalvermittler zu entziehen. Amerikanische Geschäftsbanken waren in der Verzinsung von Spareinlagen

durch die heimische »Regulation Q« erheblich eingeschränkt; Investmentbanken hingegen unterlagen den für Transaktionen im Wertpapierhandel fixierten Maklerkommissionen. Nicht verwunderlich also, dass besonders große amerikanische »money centre banks« die Euromärkte zur Ausdehnung ihrer Auslandstätigkeit nutzten. Zwischen 1960 und 1974 steigerte sich die Zahl der ausländischen Zweigstellen amerikanischer Banken von 131 auf 732 und damit auf das Sechsfache.

Private Anleger waren an höheren Zinserträgen für ihre Einlagen interessiert; institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensions- und Investmentfonds, die seit 1955 in den USA immer größere Bedeutung erlangten, strebten Preisnachlässe für den Handel in größeren Aktienblöcken an und wollten ihre Gelder in neuen Finanzprodukten anlegen. Europäische Anleger nutzten die Euromärkte auch zur Steuerflucht; so unterlagen in Deutschland die Zinserträge von Inlandsanleihen im Besitz von Ausländern einer »Kuponsteuer« von 25 Prozent. Ausländische Investoren gingen deshalb dazu über, auf dem Euromarkt D-Mark-Anleihen zu kaufen, die diesem Quellenabzug nicht unterlagen (EWG-Kommission 1966: 209).

Regierungen wiederum betrachteten das Euromarktgeschäft weniger als regulierungsbedürftiges Problem, sondern tolerierten dies oder beteiligten sich selbst daran. Großbritannien, Luxemburg oder die Schweiz profitierten als Sitzländer vom Eurohandel durch Prestigegewinn ihrer nationalen Finanzplätze und ein hohes Steueraufkommen der dort ansässigen Banken (Helleiner 1994a: 169). Für Großbritannien bedeuteten die Euromärkte gleichsam die Wiederbelebung Londons als internationalem Finanzzentrum. Londoner Banken entwickelten sich wiederum zu einem Sammelbecken für international vorhandene Liquidität, die von dort aus an Kreditnehmer aus aller Welt weitergegeben wurde (Junne 1976: 75–76). Die USA nutzten die Euromärkte dazu, ihre heimischen Zahlungsbilanzdefizite zu mildern. Nach 1958 hatte sich durch die wachsende militärische und ökonomische Präsenz der USA im Ausland und den Vietnam-Krieg im Besonderen ein ständiger Kapitalabfluss eingestellt, der sich zu einem strukturellen Defizit in der Zahlungsbilanz ausweitete. Gleichzeitig benötigten die Regierungen unter Kennedy und Johnson jedoch Kapital, um sowohl Vietnam-Krieg als auch umfangreiche Sozialprogramme finanzieren zu können. Die Euromärkte machten es daher möglich, den Dollar ohne die regulativen Beschränkungen des eigenen Territoriums zu beleihen und auf diese Weise neue Liquidität ins Land zu holen (Cerny 1994: 188). Als die Zahlungsbilanzdefizite nicht nur der USA, sondern auch die der westeuropäischen Staaten im Zuge der Ölkrise 1973 weiter anwuchsen, wurden die Euromärkte zur international

akzeptierten Plattform des Recycling von Petro-Dollars. In den 60er- und später auch 70er-Jahren stieg das Volumen des Eurohandels jährlich mit zweistelligen Wachstumsraten und lag 1975 bei circa 200 Mrd. US-Dollar.

Da der Euromarkt einen fehlenden integrierten europäischen Kapitalmarkt zumindest für die großen Marktakteure gewissermaßen substituierte, stockten noch in den 60er-Jahren Versuche, den Kapitalverkehr innerhalb Europas zu liberalisieren. Hinzu kam, dass der EWG-Vertrag von 1957 Unklarheiten über die tatsächliche Realisierbarkeit eines freien Kapitalverkehrs enthielt. Zwar wurde dieser neben der Verwirklichung des freien Waren-, Dienstleistungs- und Personenverkehrs zu den in Artikel 3 der Römischen Verträge fixierten grundlegenden Zielen der Gemeinschaft gezählt; jedoch hätte eine Kapitalverkehrsfreiheit Auswirkungen auf die Gestaltung und Wirksamkeit der jeweils nationalen Wirtschafts- und Währungspolitik gehabt, für die im EWG-Vertrag zunächst keine Gemeinschaftspolitik und auch keine Harmonisierung vorgesehen war. Vielmehr waren die Mitgliedsstaaten laut Art. 104 EWG-Vertrag verpflichtet, unter Wahrung eines hohen Beschäftigungsstandes und eines stabilen Preisniveaus das nationale Zahlungsbilanzgleichgewicht zu sichern, welches durch die Freiheit der Kapitalbewegungen aber behindert werden konnte. Insofern enthielt der EWG-Vertrag eine Vielzahl von Schutzklauseln, auf die sich die Mitgliedsstaaten in Fällen von Kapitalmarktstörungen, Zahlungsbilanzproblemen oder der missbräuchlichen Anwendung der Wechselkursfreiheit berufen konnten und die den Abbau von Marktschranken bedarfsweise stoppten. Entsprechend standen ersten Schritten des Abbaus von Kapitalverkehrsbeschränkungen durch die beiden Kapitalverkehrsrichtlinien von 1960 (ABI vom 12.7.1960) und 1963 (63/21/EWG) erneute Rückschritte entgegen, als die Mitgliedsstaaten unter dem Eindruck zeitweiliger Währungskrisen Ende der 60er-Jahre erneut den Kapitalexport beschränkten oder wie im Fall Deutschlands den Zufluss ausländischen Kapitals stoppten (siehe hierzu Gleske 1987: 132–138; Seidel 1990: 213–218).

Ende der 60er-Jahre ließen sich die nationalen Interessen der USA nicht länger mit ihrer internationalen Rolle eines »liberalen Hegemons« (Ruggie 1982) und Garanten von Stabilität in der kapitalistischen Weltwirtschaft vereinbaren. Der starke Dollar zog ausländische Importe an und das Zahlungsbilanzdefizit zog plötzlich ein chronisches Handelsbilanzdefizit nach sich. Die Regierung Nixon führte Importquoten und andere protektionistische Maßnahmen ein. Damit war der Nachkriegskonsens – Beschränkung des internationalen Kapitalflusses zu Gunsten des Freihandels – plötzlich zer-

brochen. Die USA wurden beschuldigt, ihre ökonomische Vormachtstellung ausschließlich im eigenen Interesse und nicht zu Gunsten des internationalen Systems zu nutzen (Cerny 1994: 188–189). Wachsende Zweifel an der Leitwährungsfunktion des Dollar begünstigten eine international einsetzende Dollarflucht. Im August 1971 kündigten die USA die Bindung des Dollars an das Gold auf. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 schließlich dokumentierte die Aufkündigung des keynesianischen Nachkriegskonsenses darüber, dass der nationale Wohlfahrtsstaat davor geschützt werden müsse, sein Geld ans Ausland zu verlieren und den Übergang zu einer neoklassischen, liberalen Wirtschaftsphilosophie. Hiernach kam es Nationalstaaten nicht mehr zu, Zinssätze und Wechselkursrelationen festzulegen und somit den grenzüberschreitenden Kapitalfluss zu kontrollieren. Vielmehr würden expansive nationale Wirtschaftspolitiken wie Sozialpolitik, aktive Fiskalpolitik oder Industriepolitik, die nur geringe Kapitalrenditen versprechen, mit Abwanderung des jetzt mobilen Kapitals bestraft. Für nationale Regierungen wurde es damit zunehmend schwieriger, ein System nach außen abgeschotteter und nach innen wettbewerblich beschränkter Finanzmärkte aufrechtzuerhalten (Cerny 1994: 189). Einseitige Deregulierungsmaßnahmen bedeuteten potentielle Wettbewerbsvorteile und setzten andere Staaten unter Anpassungsdruck. Daraus ergab sich prinzipiell eine Dynamik des (de-)regulativen »Schneeballs«, der von einem Land zum anderen getragen wurde (vgl. hierzu Helleiner 1994b).

1974 erfolgte der Abbau nationaler Kapitalverkehrskontrollen in den USA. Am 1. Mai 1975 (»May Day«) schaffte die New Yorker Börse die seit Jahrzehnten bestehenden Mindestprovisionen für registrierte Wertpapierhändler ab und räumte institutionellen Anlegern Preisnachlässe für große Aktientransaktionen ein. Diese Maßnahmen reflektieren »harte« Interessen von Regierung und Marktteilnehmern, die über eine rein ideologische Trendwende hin zu neoliberalen Wirtschaftsvorstellungen hinausgehen. Für den Staat ging es darum, ausländisches Kapital zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten anzuziehen; ein Motiv, das in den 80er-Jahren noch größeres Gewicht erhielt, als die Reagan'sche Wirtschaftspolitik eine Steigerung der Militärausgaben bei gleichzeitigen Steuersenkungen vorsah. Auf der Marktseite waren es zum einen Wertpapierhändler, die den im Börsensektor beliebten Preiskartellen nicht angehörten und diese unterminieren wollten. Und schließlich geht die Deregulierung des amerikanischen Kapitalmarktes maßgeblich auf den Druck institutioneller Anleger zurück, die zwischen 1950 und 1975 zu den wichtigsten Mitspielern auf dem heimischen Markt

wurden. 1975 hielten Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungen bereits 35 Prozent der an der New Yorker Börse gehandelten Aktien; entsprechend durchsetzungsfähig erwiesen sie sich auch mit ihrer Forderung nach einer möglichst kostengünstigen Abwicklung großer Aktientransaktionen. Zudem hatten eine Vielzahl privater Einzelklagen gegen das Preiskartell an der Börse sowohl Gerichte als auch das Department of Justice offener für weitere Deregulierungsmaßnahmen auf dem heimischen Kapitalmarkt gemacht (Seligman 1995: 396; Moran 1991).

Demgegenüber verliefen Deregulierungsversuche im amerikanischen Bankensektor sehr viel schleppender und letztlich wenig erfolgreich. Der Grund dafür liegt in der segmentierten Struktur des amerikanischen Bankenmarktes und seiner Regulierungsinstitutionen sowie der pluralistisch ausgerichteten Verbandslandschaft. Deregulierungsvorstöße riefen in aller Regel Gegner auf den Plan, die ihr Vetopotential dazu nutzten, eigene Marktprivilegien zu verteidigen oder Kompensationen für die Zustimmung zum Abbau von Marktbarrieren verlangten. Beispielhaft für diese Problematik sind die bis vor kurzer Zeit noch erfolglosen Bestrebungen, den *Glass-Steagall Act* und damit die funktionale Trennung des »commercial banking« vom »investment banking« gesetzlich aufzuheben (vgl. als Überblick Deeg/Lütz 2000; Reinicke 1995). Gleichwohl wurden bereits seit den 70er-Jahren eine Vielzahl geographischer Marktbeschränkungen abgebaut, die bislang verhinderten, dass Geschäftsbanken innerhalb eines Einzelstaates Zweigstellen bilden durften und sich über Staatsgrenzen hinweg engagierten. Der Trend hin zum »interstate banking« wurde 1975 mit der Entscheidung des Staates Maine in Gang gesetzt, den dort lizenzierten Kreditinstituten zu erlauben, sich unter Bedingung wechselseitiger Reziprozität auch in anderen amerikanischen Bundesstaaten zu betätigen. Viele Einzelstaaten waren bereit, diese Reziprozitätsklauseln abzuschließen, weil sie sich davon neues Investitionskapital erhofften. Zudem drängten die »commercial banks« auf die Erweiterung ihrer Geschäftsmöglichkeiten, denn private Anleger zogen seit den frühen 70er-Jahren die von Investmentbanken angebotenen Geldmarktfonds herkömmlichen Formen der Geldanlage vor. Im Ergebnis setzte der Vorstoß von Maine einen Dominoeffekt auf Ebene der Einzelstaaten in Bewegung, der die frühere Situation wechselseitiger Nicht-Einmischung in einen (gemäßigten) Deregulierungswettlauf transformierte.

Auch in *Großbritannien* setzte sich insbesondere mit der Regierungsübernahme durch die konservativen Tories im Juni 1970 ein deregulierungsfreundliches Klima durch. Bereits im folgenden Jahr wurde das durch die

BoE aufrechterhaltene Zins- und Kreditkartell (Competition and Credit Control) formell abgeschafft. Weiterer Bestandteil des »konservativen Kreuzzuges« war das rigidere Vorgehen gegen restriktive Wettbewerbspraktiken, das auch vor der Londoner Börse nicht Halt zu machen schien. Durch den *Fair Trading Act* des Jahres 1973 erhielt das Office of Fair Trading (OFT) die Kompetenz, wettbewerbspolitische Maßnahmen auch auf Dienstleistungsbranchen auszudehnen, von denen Banken, »building societies« als Institute mit dem Hauptstandbein im Hypothekengeschäft und auch die Börse als organisierter Kapitalmarkt ausgenommen waren. Die 1976 ins Amt gekommene Labour-Regierung strebte an, die Börse nicht länger vom wettbewerbspolitischen Zugriff auszunehmen und forderte von der London Stock Exchange, ihr Rule Book vom Office of Fair Trading registrieren zu lassen und sich auf Grund ihrer Kartellpraktiken vor Gericht zu verantworten. Unterstützt durch die Bank of England (BoE) versuchte sich die Börse mit allen Mitteln gegen diesen Eingriff in ihre historisch gewachsene Autonomie zu wehren (Reid 1988: 26). Der Amtsantritt der konservativen Regierung Thatcher im Mai 1979 ließ zunächst in der britischen Finanzcommunity neue Hoffnungen entstehen, entsprechende Interventionspläne abwenden zu können. Mit der Abschaffung des vierzig Jahre alten Systems von Kapitalverkehrskontrollen signalisierte die Regierung jedoch die Bereitschaft zu weitergehender Freizügigkeit im Geld- und Kapitalverkehr. Dadurch wurde ein wichtiger Damm gebrochen, welcher bislang das Eindringen ausländischen Kapitals in den wettbewerblich (und national) beschränkten »inner core« der Londoner City verhindert hatte. Amerikanische Pensionsfonds, die nach Deregulierungen des amerikanischen Kapitalmarktes nun ihrerseits Gelder im Ausland anlegen durften, drängten auf Preisnachlässe für große Aktientransaktionen an der Londoner Börse. Auch britische Fonds und Investment-Trusts wurden zunehmend unwillig, den »Clubmitgliedern« der LSE die Profite des Börsenhandels zu überlassen und begannen, große Handelstransaktionen (»blocktrading«) an anderen Börsen wie der New York Stock Exchange oder auch in außerbörslichen Handelsnetzwerken vorzunehmen. Vor dem Hintergrund wachsenden Wettbewerbsdrucks verstärkte die Regierung den politischen Druck auf die Börse und wies das OFT an, alle professionellen, im Rule Book der Börse fixierten Handelspraktiken auf ihren wettbewerbsfeindlichen Charakter zu untersuchen. Als das OFT eine Liste von 173 wettbewerbschädigenden Handelsnormen vorlegte und sich die Börse einem gerichtlichen Kartellverfahren gegenüber sah, schaltete sich die BoE 1982 als Vermittlerin in den Konflikt ein. Die Zentralbank verließ nun die

Koalition mit der City, weil sie bei vollständiger Aufrechterhaltung der Kartellpraktiken einen Bedeutungsverlust des Londoner Finanzplatzes befürchtete, wollte andererseits aber auch verhindern, dass sich amerikanische Banken nicht gleich in einen nach außen vollständig geöffneten Kapitalmarkt einkaufen konnten (Reid 1988: 45). Nach intensiver Vermittlung durch die BoE schlossen Nicholas Goodison als Vorsitzender der Londoner Börse und der damalige Secretary of State for Trade and Industry, Cecil Parkinson im Juli 1983 eine Vereinbarung (Goodison/Parkinson-Deal) zur Reform der Wettbewerbspraktiken an der Börse. Darin erklärte sich die LSE freiwillig dazu bereit, die Mindestkommissionen der Broker bis zum Jahre 1986 abzuschaffen; umgekehrt verpflichtete sich die Regierung, die Börse dem Zugriff des OFT zu entziehen und das Börsengeschehen auch weiterhin von wettbewerblichen Maßnahmen auszunehmen. In der Presse und auch im Parlament (House of Commons) wurde dieser Deal heftigst kritisiert, bewies er doch einmal mehr, dass wichtige Regulierungsentscheidungen in Finanzmarktfragen nach wie vor wie im Kontext eines Elitennetzwerkes getroffen wurden (Reid 1988: 49; Moran 1991: 70–71). Gleichwohl machte diese Entscheidung offenkundig, dass die bislang auf Privilegien einzelner Marktteilnehmer gegründeten Spielregeln der Londoner Börse immer weniger legitimationsfähig waren. Von 1982 an wurde ausländischen Firmen erlaubt, einen Anteil von 29,9 Prozent an Mitgliedsfirmen der Londoner Börse zu erwerben. Im selben Jahr wurde mit der London International Financial Futures Exchange (LIFFE) eine neue Börse für den Handel mit neuen Finanzprodukten wie Futures, Optionen und Derivaten gegründet. 1984 durften auch ausländische Unternehmen, die in ausländischen Aktien handelten, Börsenmitglieder werden und brauchten den Aktienkauf nicht mehr über Jobber abzuwickeln (Fishman 1993: 35–36). Der eigentliche Durchbruch bei der Liberalisierung des britischen Kapitalmarktes erfolgte jedoch mit dem »Big Bang« im Oktober 1986. Die bisherige Marktsegmentierung in Broker und Jobber (»single capacity system«) wurde aufgehoben, ebenso wie die Mindestkommissionen für Broker, die durch frei vereinbarte Handelsprovisionen ersetzt wurden. Beschränkungen, die ausländische Firmen bislang vom Handel mit britischen Staatsanleihen (»gilts«) ausschlossen, wurden aufgehoben sowie eine Senkung der Börsenumsatzsteuer vereinbart. Fusionen zwischen kapitalschwachen Broker- und Jobberfirmen, aber auch die Bildung von Finanzkonglomeraten aus Versicherungen, »merchant banks« und »investment banks« waren die Folge (Meerschwan 1991: 182–188; Storck 1995: 252–253; Laurence 1996: 322–327).

In *Deutschland* erfolgten erste Maßnahmen zur Liberalisierung des deutschen Finanzmarktes bereits in den 60er-Jahren. Das im Zentralen Kreditausschuss (ZKA) zwischen den einzelnen Bankengruppen bestehende Zinskartell wurde aufgehoben. Ausländische Banken durften sich in Deutschland niederlassen und ausländischen Anlegern war es erlaubt, in deutsche Wertpapiere zu investieren. Nach Einführung der Währungskonvertibilität wurde Deutschland auf Grund seiner relativen Stabilität der Währung zu einem beliebten Zufluchtsort für ausländische Anleger; allerdings bezog sich diese Attraktivität ausschließlich auf den Rentenmarkt und zeigte sich in der Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren und Bundesanleihen im engeren Sinne. Der deutsche Aktienmarkt war demgegenüber erheblich unterentwickelt, was nicht zuletzt auf die große Bedeutung der Kredit- und Eigenfinanzierung deutscher Unternehmen zurückging. Zudem behinderten die im deutschen Modell des »organisierten beziehungsweise koordinierten Kapitalismus« (Shonfield 1965; Winkler 1974; Soskice 1999) sehr engen Verflechtungen zwischen Banken, Versicherungen und Unternehmen naturgemäß den Erwerb von Anteilsbesitz durch ausländische Investoren. Umgekehrt stand das deutsche Publikum der Aktienanlage traditionell skeptisch gegenüber und bevorzugte eher sichere Anlagemöglichkeiten wie das Sparbuch. So waren Versuche des Bundes in den 60er-Jahren gescheitert, die Aktie auch im deutschen Publikum durch breite Streuung der Aktien teilprivatisierter Bundesunternehmen wie der Preussag, des VW-Werkes und auch der VEBA populärer zu machen (Rudolph 1992: 305). Entsprechend zurückhaltend entwickelte sich daher der Handel mit ausländischen Aktien in Deutschland: Im Mai 1958 wurde die erste ausländische Aktie in den Amtlichen Handel eingeführt; 1962 handelte man an der Frankfurter Börse 23 ausländische Aktien (Baehring 1985: 215). In den 80er-Jahren kam es zu Liberalisierungsmaßnahmen, die Ausländern den Zugang zum deutschen Kapitalmarkt erleichterten und weitere Marktsegmente an den Börsen einführten. Von 1981 an durften sämtliche inländischen Renten- und Geldmarktpapiere auch von Ausländern erworben werden, 1984 wurde die Kuponsteuer als Quellensteuer auf die Zinseinkünfte ausländischer Anleger abgeschafft. Im Rahmen der so genannten »Restliberalisierung« des deutschen Kapitalmarktes ließ man 1985 weitere auf D-Mark notierte Geldmarktpapiere zum Handel an deutschen Börsen zu; zudem durften D-Mark-Anleihen jetzt auch von Tochterunternehmen ausländischer Banken in Deutschland eingeführt werden. Auf die im Ausland ansteigende Nachfrage nach deutschen Inlandstiteln reagierte die Deutsche Bundesbank 1986 mit der Erweiterung des Bundesanleihekonsortiums um neunzehn Tochterfirmen ausländischer



Banken.<sup>1</sup> Weitere Novellen des Börsengesetzes schufen die Grundlage für die Gründung des »Geregelten Marktes« als neuem Börsensegment im Jahre 1986, für die Öffnung der Börsen zum elektronischen Handel 1989 und die spätere Gründung der Deutschen Terminbörse (DTB) im Jahre 1990 (vgl. dazu Deutsche Bundesbank 1992b; Landeszentralbank Hessen 1994). Weitere drei Finanzmarktförderungsgesetze (von denen allein das dritte über hundert Einzelmaßnahmen enthielt) brachten zwischen 1990 und 1998 die Abschaffung der Börsenumsatz-, Wechsel- und Gesellschaftssteuer, erweiterte Anlagemöglichkeiten für Investmentfonds und auch die Einführung von Geldmarktfonds, die von der Bundesbank bislang abgelehnt worden waren. Deregulierungen im Aktienrecht sowie die Einführung des »Neuen Marktes« als Börsensegment für innovative und wachstumsstarke Unternehmen im März 1997 sollten die Aufnahme von Risikokapital erleichtern (Stark 1996; BMF 1997). Ähnlich wie in den beiden anderen Ländern auch konzentrierten sich die Liberalisierungsbemühungen also auf den Kapitalmarktsektor, der von den 80er-Jahren an mehr und mehr dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt war.

Auf europäischer Ebene stand zu Beginn der 80er-Jahre eine einheitliche Regelung zum vollständigen Abbau aller Kapitalverkehrskontrollen zunächst noch aus. Mit der Verabschiedung der *Ersten Bankenrechtskoordinierungsrichtlinie* im Jahre 1977 (77/780/EWG) war es Banken jedoch möglich, Niederlassungen im europäischen Ausland zu gründen; zudem setzte die Richtlinie erste Mindestvoraussetzungen für die Erteilung einer Lizenz zum Bankengeschäft fest. Im Wertpapiersektor blieben europäische Liberalisierungsmaßnahmen in den 70er-Jahren noch aus. Mitte der 80er-Jahre unternahm die Europäische Kommission einen neuen, sehr viel weitergehenden Anlauf zum Abbau nationaler Marktbeschränkungen. Mit der Vorlage des »Weißbuches« der Europäischen Kommission im Juni 1985 wurde die Idee, den gemeinsamen Markt »als Entscheidungsmodell und Entdeckungsverfahren« (Krägenau 1989: 20) wiederzubeleben, zu einer der ersten Prioritäten europäischer Politik. Hintergrund war die Diagnose, Europa sei im globalen Wettbewerb mit den USA und Japan hoffnungslos im Rück-

---

1 Das Bundesanleihekonsortium wurde im Dezember 1952 gegründet, mit dem Ziel, den Absatz von Staatsanleihen durch koordiniertes Vorgehen der Konsortialbanken zu fördern. Dem Konsortium gehörten zweiundsiebzig Konsortialbanken an, die sich verpflichteten, mindestens einen Teilbetrag von 400 Mio. DM an Bundesanleihen sowie alle langfristigen Anleihen zu übernehmen (vgl. zum Konsortium Reiter 1967; Holtfrerich 1995: 574; Rudolph 1992: 298–299).

stand, was für den Zustand der europäischen Kapitalmärkte umso mehr galt: wurden diese doch im Vergleich zu den Märkten in den USA und in Japan als unterkapitalisiert und fragmentiert angesehen, mit der Folge, dass die »effiziente Allokation von Kapital und Wachstum innerhalb Europas« behindert schien (Scott-Quinn 1994: 120). Der Industrie innerhalb und außerhalb der Gemeinschaft sollte ein attraktives Finanzsystem geboten werden, dessen Integrationsgrad mit dem der USA und Japans vergleichbar war (vgl. auch Europäische Kommission 1985: 31–32). Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der gemeinschaftsweite Handel mit den damit verbundenen Produkten war demzufolge die Grundlage für die Realisierung der Dienstleistungs- und Wettbewerbsfreiheit aller betroffenen Finanzinstitutionen. Die Marktintegration wurde nun mit Hilfe eines erweiterten Handlungsinstrumentariums vorangetrieben, das eine größere Verbindlichkeit für die Erreichung des Binnenmarktzieles und die Beschleunigung der hiermit verbundenen Entscheidungsprozesse erwarten ließ. So enthielt das Weißbuch eine Bestandsaufnahme bestehender Hemmnisse einer weiteren Marktintegration und schlug deren schrittweise Beseitigung nach einem detaillierten Zeitplan bis 1992 vor. Im Rahmen der Einheitlichen Europäischen Akte (EEA) wurde die Realisierung des Binnenmarktes bis zum 31. Dezember 1992 als verbindliches Ziel im EWG-Vertrag fixiert. Als wichtige institutionelle Neuerungen für binnenmarktbezogene Gesetzesvorhaben schrieb man den Übergang vom Einstimmigkeitsprinzip zur Regel qualifizierter Mehrheit im Ministerrat sowie eine vereinfachte Strategie der Marktintegration fest: Das den bisherigen Integrationsprozess beherrschende Prinzip »schrittweiser Rechtsangleichung« wurde durch die »wechselseitige Anerkennung« nationaler Regelungen ersetzt, wobei auf europäischer Ebene Mindeststandards für die anzustrebende Rechtsharmonisierung gesetzt werden sollten. Ein zwischen den Mitgliedsstaaten entstehender »Wettbewerb um Regeln« sollte ein allseits akzeptables Regulierungsniveau herbeiführen (Krägenau 1989; Underhill 1997). Im Bereich der Kapitalverkehrsliberalisierung gelangen erste Ausbauschritte 1985 und 1986, als der Ministerrat beschloss, den europaweiten Kapitalverkehr mit Investmentanteilen zu liberalisieren (85/583/EWG) sowie Marktbarrieren für bislang nur bedingt liberalisierungspflichtige Transaktionen abzubauen (86/566/EWG). Dabei handelte es sich im Wesentlichen um den Handel mit nicht börsennotierten Wertpapieren, die Zulassung von Wertpapieren zum Kapitalmarkt und langfristige Kredite in Verbindung mit Handels- und Dienstleistungsgeschäften. Gleichzeitig wurden die Ausnahmen von der Liberalisierungspflicht, etwa auf Grund von Schutzklauseln oder Beitrittsbestimmungen weiter abgebaut.

Den Durchbruch bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs stellte aber die vom Ministerrat unter deutscher Präsidentschaft 1988 erlassene Richtlinie (88/361/EWG) dar, die den Abbau sämtlicher Beschränkungen des Kapitalverkehrs vorsah. Die Umsetzung in nationales Recht sollte im Prinzip bis 1990 erfolgen; allerdings wurden für Spanien, Portugal, Griechenland und Irland verlängerte Umsetzungsfristen bis 1992 beziehungsweise sogar 1995 festgelegt (Seidel 1990: 220–221).

Auch bei der Verwirklichung der Dienstleistungsfreiheit für das Betreiben des Banken- und Wertpapiergeschäftes innerhalb der EU brachte der Übergang zu neuen Koordinationsprinzipien der Marktintegration Fortschritte. Mit der *Zweiten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie* (89/646/EWG) wurde allen europäischen Kreditinstituten, die das Geschäft mit Krediten und Spareinlagen betrieben, mit der Erteilung der Banklizenz durch die heimatische Aufsichtsbehörde automatisch die EU-weite Betätigung gestattet (Europa-Pass). Spezialisierte Wertpapierfirmen, die in Ländern mit traditionellem Trennbanksystem wie in Großbritannien das Finanzgeschäft dominieren, fielen nicht unter diese Richtlinie. Folglich entstand eine ungleiche Wettbewerbssituation, nach der etwa deutsche Universalbanken unter Berufung auf die Bankenrichtlinie in allen EU-Ländern das Wertpapiergeschäft betreiben konnten, reine Wertpapierhäuser dagegen nicht. So waren es auch vornehmlich Konflikte zwischen Deutschland und Großbritannien über die Frage, unter welchen Bedingungen Universalbanken und spezialisierten Wertpapierfirmen die europaweite Betätigung im Wertpapierhandel erlaubt werden sollte, die den Prozess der Richtlinienformulierung verzögerten. Nach dem ersten Richtlinienvorschlag im Jahre 1989 wurde die *Wertpapierdienstleistungsrichtlinie* (93/22/EWG) erst 1993 verabschiedet und sollte bis zum 1. Januar 1996 in nationales Recht umgesetzt werden (zu den Konflikten bei der Aushandlung der Richtlinie vgl. Underhill 1997). Durch die Richtlinie erhielten jetzt auch spezialisierte Wertpapierhäuser, freie Vermögensverwalter, Börsenmakler, Terminkontrakt- und Optionshändler, Anlageberater sowie Börsen als organisierte Kapitalmärkte den »Europa-Pass« und damit die Möglichkeit, ihre Dienstleistungen europaweit anzubieten, soweit sie die Zulassungsstandards ihres Herkunftslandes erfüllen. Durch die Gleichstellung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen konnten von nun an deutsche Universalbanken in Ländern wie Spanien, Portugal und Griechenland die Börsenmitgliedschaft durch ihre Zweigniederlassungen erwerben und mussten zu diesem Zweck keine spezialisierten Tochterunternehmen mehr gründen. Umgekehrt öffnete die Richtlinie aber auch den deutschen, von Universalbanken dominierten Kapitalmarkt für kleinere

Wertpapierunternehmen. Die Richtlinie war auch deshalb von erheblicher Bedeutung für das Fortschreiten des ökonomischen »Entgrenzungsprozesses« im europäischen Finanzsektor, weil sie die Möglichkeit zur Gründung neuer, elektronischer Börsen mit formalem Sitz in einem europäischen Mitgliedsstaat schuf und Marktteilnehmern erlaubt, Mitglied einer elektronischen Börse zu werden, ohne in deren Herkunftsland ein Tochterunternehmen gründen zu müssen (vgl. Art. 15, Abs. 4, der Richtlinie 93/22/EWG).

Seit Mitte der 90er-Jahre konzentrierten sich die europäischen Aktivitäten in Fragen der Finanzmarktintegration auf die Beseitigung der noch verbleibenden Marktbarrieren sowie auf weitere Liberalisierungsmaßnahmen in einzelnen Feldern. Hintergrund hierfür war die zum 1. Januar 1999 anstehende Einführung des Euro als europäische Gemeinschaftswährung, zunächst nur für den bargeldlosen Zahlungsverkehr. Im Juni 1997 wurde im Rahmen des Amsterdamer Treffens des Europarates ein »Aktionsplan für den Binnenmarkt« (Europe Documents, N 2039/2040 vom 12. Juni 1997) vorgelegt, der eine effektivere Umsetzung der Binnenmarktregeln sowie die Einrichtung diesbezüglicher »Koordinationszentren« von den Mitgliedsstaaten forderte. Der europäische Rat in Wien beschloss im Dezember 1998 die Einsetzung einer Financial Services Policy Group, besetzt mit Vertretern der nationalen Wirtschafts- und Finanzminister und der Europäischen Zentralbank, die eine neue »strategische Vision« für die Vertiefung des Finanzbinnenmarktes entwickeln und auf nationaler Ebene durchsetzen soll. Die Gruppe wird von dem für Binnenmarktangelegenheiten zuständigen EU-Kommissar geleitet und soll dazu beitragen, die Konsensbildung zwischen den für die Finanzmarktregulierung zuständigen Ministerien auf nationaler Ebene zu beschleunigen. Zusätzliche mit Marktexperten besetzte Unterarbeitsgruppen sollen Hindernisse bei der Marktumsetzung identifizieren. Ein spezifischer »Aktionsplan für den Finanzmarkt«, der auf verbesserte Effizienz der europäischen Güter- und Kapitalmärkte abzielt, wurde auf dem Kölner EU-Gipfel im Juni 1999 beschlossen. Dahinter steckt die Auffassung, dass Marktteilnehmer den vollen Nutzen der europäischen Währungsintegration erst dann erfahren, wenn Regulierungsunterschiede zwischen den einzelnen Finanzmarktsegmenten des Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektors beseitigt sind, was nach Möglichkeit bis zum Jahre 2005 erfolgen soll (vgl. EU Commission 1999). Bestrebungen zu weiterer Liberalisierung konzentrieren sich seit Sommer 1997 auf die Geschäftstätigkeit von Investment- und Pensionsfonds, wobei letztere im Zuge von Reformen der Altersvorsorge zukünftig auch in Europa an Bedeutung gewinnen werden. Mit der Novellierung der Investmentfondsrichtlinie von 1985 sollen Fonds-

verwalter den »EU-Pass« erhalten und ihre Tätigkeit europaweit ausüben dürfen; außerdem ist geplant, die Anlagemöglichkeiten von Investmentfonds über Aktien und Anleihen hinaus auf risikoreichere Geldmarktpapiere wie Derivate auszuweiten (Financial Times Deutschland vom 2.6.2000: 21 und 18.10.2000: 20). Pensionsfondsregelungen werden demgegenüber noch eine Weile auf sich warten lassen, denn Liberalisierungsmaßnahmen tangieren hier unmittelbar Fragen der Gestaltung nationaler Sozialversicherungssysteme, aber auch solche des Steuerrechts. Im Juni 1997 legte die Europäische Kommission ein »Grünbuch zur zusätzlichen Altersversorgung im Binnenmarkt« (KOM/97/283) vor, das von deutscher Seite heftig kritisiert wurde; so habe die Kommission zu sehr die Förderung des Kapitalmarktes und zu wenig die Sicherheit der betrieblichen Alterssicherung im Interesse der Arbeitnehmer im Blick gehabt; Großbritannien kritisierte demgegenüber die Kommissionsvorstellungen als nicht liberal genug (Handelsblatt vom 11.5.1998: 9). Ein erster Richtlinienentwurf vom Oktober 2000 fand bis zum Frühjahr 2001 noch keine Zustimmung der europäischen Mitgliedsstaaten. Die Frontlinie verläuft vor allem zwischen den südeuropäischen Ländern wie Italien, Portugal, Spanien und Griechenland auf der einen sowie Großbritannien und den Niederlanden auf der anderen Seite. Während die südeuropäischen Länder im Interesse längerfristiger Anlagesicherheit Investitionen im Aktien- und Risikokapitalmarkt durch quantitative Ober- und Untergrenzen einschränken wollen, drängen die Niederlande und Großbritannien auf liberale Bestimmungen, die Fondsmanagern Freiheiten lassen, auf Marktentwicklungen flexibel reagieren zu können (Handelsblatt vom 4./5.5.2001: 29; Financial Times Deutschland vom 2.5.2001: 13).

Der stetige Ausbau des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen seit den 80er-Jahren war eine Triebkraft für das Fortschreiten des Deregulierungsprozesses in den USA. Dort waren mit dem *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA) von 1980 (mit Übergangsfrist) die Zinsbindungen für Spareinlagen aufgehoben (Regulation Q) sowie die Betätigungsmöglichkeiten der Sparkassen (Savings & Loans) erweitert worden. Die Europäische Kommission drängte nun auf eine weitere Öffnung des amerikanischen Marktes für europäische Banken. Zwar waren diese dort bereits präsent und konnten, wie im Falle britischer und japanischer Institute ihre Marktanteile stetig steigern, jedoch nicht die gleiche Produktpalette wie in Europa anbieten. 1989 geriet das Thema wechselseitiger Reziprozität ins Zentrum einer transatlantischen Kontroverse. Einige europäische Mitgliedsstaaten sowie europäische Banken forderten, amerika-

nische Institute sollten auf europäischem Boden nur solche Geschäfte betreiben, die Europäern auf dem amerikanischen Markt erlaubt waren (Reinicke 1995: 117–118). Amerikanische Geschäftsbanken (»commercial banks«), deren vormals herausgehobene internationale Stellung in den 80er-Jahren stetig schrumpfte, forderten mit Verweis auf diese Drohung der Europäer weiter gehende Deregulierungsmaßnahmen auf nationaler Ebene. Diese sollten sich auf den Abbau bestehender Schranken zwischen Banken- und Wertpapiergeschäft (*Glass-Steagall Act*) richten und den »commercial banks« eine Erweiterung ihrer Produktpalette um lukrativere Wertpapierhandelsgeschäfte ermöglichen. Bis 1987 hatte sich eine Reformkoalition gebildet, die zunächst mehr Anhänger im Kongress um sich sammeln konnte. Obwohl die Gruppe der Reformbefürworter die Unterstützung des Finanzministeriums und der Regulierungsbehörden auf Bundesebene fand und der Widerstand der Wertpapierbranche zu schwinden begann, kam es dennoch zu keiner Gesetzgebung im Kongress. Die Savings & Loans-Krise (vgl. Kapitel 6), damit zusammenhängende Konkurse im Sparkassensektor und die Steuergelder, welche zur Krisenbewältigung aufgebracht werden mussten, mobilisierten den Widerstand von Verbrauchergruppen und machten Deregulierungsmaßnahmen im Kongress nicht durchsetzbar. An die Stelle der offensichtlich handlungsunfähigen Legislative traten nun die Regulierungsbehörden auf Bundesebene. Diese erlaubten »commercial banks« auf Einzelfallbasis schrittweise weiter gehendes Engagement im Bereich des Wertpapierhandels. Ein entscheidender Durchbruch gelang im Jahre 1987, als die Fed drei großen »commercial banks« erlaubte, das Wertpapiergeschäft in getrennt kapitalisierten Tochterfirmen aufzunehmen, jedoch nicht mehr als 10 Prozent ihrer Einnahmen damit zu bestreiten. Weitere Einzelfallentscheidungen der Fed, teilweise bestätigt durch Gerichte, weiteten bis 1990 die Betätigungsmöglichkeiten der »commercial banks« im Wertpapiergeschäft zunehmend aus (vgl. Deeg/Lütz 2000). Trotz dieser insgesamt eher inkrementellen Fortschritte beim Abbau bestehender Marktbeschränkungen beschleunigte sich der Konzentrationsprozess im amerikanischen Finanzsektor erheblich. Seit 1980 kam es zu siebentausend Fusionen im Bankensektor, deren Großteil in den 90er-Jahren anfiel (vgl. Meyer 1998). 1998 kündigten fünf der zehn größten US-Banken Fusionen an; mittlerweile sind diversifizierte »Finanzsupermärkte« in Form von Bankenholdings entstanden, die alle Sparten des Finanzgeschäftes abdecken. Vor dem Hintergrund wachsenden Marktdrucks wurde der politische Widerstand gegenüber einem weiteren Abbau der Marktbarrieren seit 1997 schrittweise überwunden.

Nach zwanzig Jahren vergeblicher Reformversuche stimmten im November 1999 beide Kammern des Kongresses dem *Financial Services Modernization Act* (H.R.10) und damit der Aufhebung des *Glass-Steagall Act* und des amerikanischen Trennbankensystems zu (FAZ vom 8.11.1999: 18).

## 4.2 Politik im Schatten des Marktes? Von der Internationalisierung zur Globalisierung, 1960–2001

Im Schatten des keynesianischen Nachkriegskonsenses von Bretton-Woods vollzog sich eine politisch tolerierte Internationalisierung des Finanzgeschäfts. Seit Beginn der 60er-Jahre kam es zur Internationalisierung der Produktion und zum Aufstieg multinationaler Unternehmen in Europa, Japan, besonders aber in den USA. In Europa zeigten sich diese Tendenzen zur Multinationalisierung im Unternehmensbereich nicht zuletzt in grenzüberschreitenden Konzentrationsprozessen (Steuber 1977: 43–44). Deutsche Banken, die sich in den 50er-Jahren noch dem heimischen Wiederaufbau gewidmet hatten, folgten im anschließenden Jahrzehnt zunehmend ihren multinationalen Firmenkunden ins Ausland. Zur Finanzierung des Außenhandels wurde ein Korrespondenzbankennetz aufgebaut. Später baute man Repräsentanzen an den wichtigsten Finanzzentren auf, ging Minderheitsbeteiligungen an Geschäftsbanken in Entwicklungsländern ein und gründete im europäischen Wirtschaftsraum so genannte »Bankenklubs« als Reaktion auf den zunehmenden Konkurrenzdruck US-amerikanischer Institute und auf die neuen Finanzierungsbedürfnisse multinationaler Unternehmen. Bei Bankengruppen wie EBIC, ABECOR, INTER-ALPHA und EUROPARTNERS handelt es sich um Zusammenschlüsse, die von lockeren Clubs bis hin zu fusionsnahen Vernetzungen reichten. Die Zusammenarbeit erstreckte sich inhaltlich auf den Erfahrungsaustausch in Fragen von Planung, Organisation und Personalwesen, über den gemeinsamen Ausbau eines internationalen Stützpunktnetzes bis hin zu Anleihe-, Kredit- und Emissionskonsortien. Ende 1972, dem zeitlichen Höhepunkt der Gruppenbildung in Europa, wirkte in Deutschland jede der bis dahin sechs führenden privaten Aktienbanken aktiv in europäischen Bankengruppen mit (vgl. Büschgen 1993: 480; Trouvain/Wolf 1974; Steuber 1977).

Die 70er-Jahre waren das Jahrzehnt eines rapiden Ausbaus des internationalen Finanzgeschäfts. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen er-

gaben sich für international ausgerichtete Institute Möglichkeiten zu neuen geschäftlichen Betätigungsfeldern. So entstanden an den wichtigen Finanzplätzen wie in London oder New York neue Zentren des Devisenhandels; zudem wurde das internationale Kreditgeschäft zu einem rasch wachsenden Geschäftsbereich. Zwischen 1965 und 1980 stieg das internationale Kreditgeschäft jährlich durchschnittlich um 25 bis 30 Prozent; die internationalen Verpflichtungen der großen Banken erhöhten sich von 55 Mrd. US-Dollar im Jahre 1965 auf über 2.200 Mrd. US-Dollar im Jahre 1981 (OECD 1983: 16). Nicht nur multinationale Unternehmen, sondern auch nationale Regierungen avancierten zu wichtigen Kreditnehmern. Schwellenländer benötigten Kapital zur Finanzierung umfangreicher Infrastrukturprojekte. Im Zuge der Ölkrise von 1973 und 1979 kam es zu massiven Zahlungsbilanzdefiziten der Öl importierenden Länder, die sie durch Schuldenaufnahme im Bankensektor ausglich. International tätige Institute entwickelten sich zu zentralen intermediären Akteuren auf dem internationalen Finanzmarkt, die den Kapitaltransfer von den ölexportierenden Überschussländern hin zu den westlichen, Öl importierenden Defizitländern organisierten (OECD 1983: 22–24). Mit dem Engagement im Devisenhandel und in der internationalen Kreditfinanzierung hatten sich die Banken in rasch wachsenden Geschäftsbereichen engagiert, die einerseits höhere Renditen versprachen, aber auch Geschäftsrisiken neuer Art darstellten. Als Finanziers von Zahlungsbilanzdefiziten begaben sich die Institute in längerfristige Finanzierungsverpflichtungen, ohne zu berücksichtigen, dass sie ihre Ausleihrisiken auf diese Weise bei einzelnen, »schlechten« Großkunden wie Schwellenländern und Öl importierenden Staaten bündelten (Pecchioli 1989: 102). Besonders amerikanische Banken engagierten sich in der Kreditvergabe an Schwellenländer – bis Ende 1980 hatten achtzig US-Banken Kredite an Länder wie Brasilien, Mexiko und Argentinien vergeben, die ihre Eigenkapitalrücklagen um mehr als 30 Prozent überstiegen (Group of Thirty 1982: 6). Zwar entwickelten die Institute ein neues Instrumentarium an Techniken des Managements längerfristiger Finanzierungen; hierzu zählten so genannte »Rollover-Kredite«, die die Zinsbedingungen längerfristiger Kredite periodisch anpassten und damit einen Teil der Risiken auf die Schuldner abwälzten. Daneben entstanden syndizierte Darlehen, bei denen die Kreditrisiken von Bankengruppen getragen werden oder auch Kredite, die mit staatlichen Garantien verbunden waren. Zudem bauten die Banken Kreditlinien untereinander und damit den »Interbankenmarkt« auf (OECD 1983: 21–22, 28–29). Gleichzeitig nutzten Institute aber auch ihre Auslandsniederlassungen dazu, sich regulativen Auflagen ihrer heimischen Aufsichtsinstanzen zu entziehen und auf diese Weise



ihre Regulierungskosten zu senken: Deutsche Institute wie das Bankhaus Herstatt bauten Kreditpyramiden in Luxemburg auf, um gegenüber der deutschen Aufsicht das wahre Ausmaß ihrer Geschäftsrisiken zu verschleiern und auf diese Weise Kapitalrücklagen einzusparen. Amerikanische Banken wie die Franklin National Bank of New York nutzten hingegen ihre Filialen in London zum Aufbau risikoreicher Kreditportfolios und auch dazu, sich am Euromarkt in Devisenspekulationen zu engagieren (Kapstein 1996: 1).

Erst Krisensituationen offenbarten Regulierungsdefizite und zeigten, dass vorhandene Kapitalpuffer nicht ausreichten, um sich gegen Risiken spekulativer Geschäfte oder den Ausfall zentraler Schuldner abzusichern: Der Konkurs des Bankhauses Herstatt und die Schließung der Franklin National Bank im Jahre 1974 gingen auf Verluste bei nicht genehmigten Devisenspekulationen zurück. In beiden Fällen hatte der Zusammenbruch einer Bank grenzüberschreitende Implikationen. Im Fall Herstatt hatte das zuständige Bundesaufsichtsamt die Kölner Bank am Abend und damit am Ende eines Bankentages geschlossen, um die Abwicklung laufender Transaktionen nicht zu gefährden. In New York wurden zu diesem Zeitpunkt noch Devisengeschäfte im Auftrag von Herstatt abgewickelt. Nach Bekanntgabe der Bankschließung stellte Chase Manhattan als Kooperationspartner von Herstatt vorübergehend alle laufenden Zahlungen in den USA ein und löste damit einen »run« der amerikanischen Herstatt-Gläubiger aus, die versuchten, ihre Forderungen einzutreiben. Letztlich wurden jedoch nur die größten Gläubigerbanken entschädigt, während eine Vielzahl kleinerer Banken buchstäblich leer ausging. Die deutschen Regulierungsbehörden, vor allem aber die Deutsche Bundesbank gerieten ins Schusslicht ausländischer Kritik, weil sie sich weigerten, Herstatt und damit letztlich auch die ausländischen Gläubiger der Bank mit einer Finanzspritze zu unterstützen (Kapstein 1996: 40). Von der Insolvenz der Franklin National Bank war auch deren Londoner Zweigstelle betroffen. In Zusammenarbeit mit der BoE organisierte die amerikanische Fed Liquiditätshilfen für Franklin National, die anders als im Herstatt-Fall, auch die ausländischen Bankgläubiger entschädigten; schließlich wurde das insolvente Unternehmen von der FDIC übernommen und dann verkauft (vgl. Group of Thirty 1982: 24; Kapstein 1996: 41–42; vgl. auch Kapitel 6).

Von größerer Tragweite für die international tätigen Banken waren jedoch die Folgen der lateinamerikanischen Verschuldungskrise zu Beginn der 80er-Jahre: der Ölpreisanstieg, die Rezession in den USA, Inflation und steigende Zinsen führten dazu, dass Länder wie Brasilien, Mexiko, Argenti-

nien und Venezuela ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten (Reinicke 1995: 134). International tätige Banken erlebten nun erstmals, dass auch Staaten als »souveräne Schuldner« ein neues Geschäfts-, nämlich »Länderisiko« darstellten, gegen das man sich abzusichern hatte (OECD 1983: 88; Group of Thirty 1982: 5–11). Von der Zahlungsunfähigkeit einzelner Staaten waren im vorliegenden Fall überwiegend amerikanische Banken betroffen, die zur Hauptgruppe der Auslandsgläubiger zählten. Zusammen mit anderen Regierungen initiierten die USA eine Finanzhilfe des Internationalen Währungsfonds (IWF), die die Aufstockung des amerikanischen Finanzierungsanteils erforderte und hierfür nur mühsam die Zustimmung des Kongresses fand (Reinicke 1995: 143). Die internationale Staatengemeinschaft fungierte als »lender of last resort« und übernahm zumindest einen Teil der Kosten privat erzeugter Risiken. Damit war eine Situation entstanden, die gemäß allgemeiner Regulierungsphilosophie immer verhindert werden sollte.

Seit Mitte der 80er-Jahre kann man von einer schrittweisen Globalisierung des Finanzgeschäftes sprechen. Hierbei handelt es sich um mehr als um eine bloße territoriale Ausweitung finanzwirtschaftlicher Aktivitäten, die durch das Fortschreiten von Deregulierungsmaßnahmen nun möglich geworden ist. Vielmehr liegt die Besonderheit dieser neuen Entwicklungsphase in Strukturverschiebungen des internationalen Finanzgeschäftes, die die Integration der nationalen in die internationalen Märkte erleichtern und, wie wir sehen werden, neue Herausforderungen für Regulierungsaktivitäten mit sich bringen.

Zu den zentralen Strukturveränderungen zählt die Aufwertung des Geschäftes mit dem Handel von Wertpapieren (»investment banking«) gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft (»commercial banking«), das die Grundlage für die Entwicklung immer komplexerer Finanzinnovationen und deren globalen Handel bildet. Während Banken in ihrer klassischen Rolle als »Kreditinstitute« Kapital zu einem bestimmten Zinssatz verwalten oder teils längerfristig verleihen, treten sie im Gewand von Investmentbanken vielmehr als Händler von Wertpapieren wie Aktien oder Anleihen auf und erhalten für jede getätigte Transaktion eine Provision. An die Stelle teils längerfristig angelegter Finanzbeziehungen zwischen einem Schuldner und der Bank als Kapitalverleih (»relationship banking«) treten zumindest im internationalen Geschäft nun eher kurzfristige Transaktionen zwischen kapitalsuchenden Staaten, Gebietskörperschaften, Großunternehmen und Kapitalvermittlern wie Investmentbanken oder Maklern, die Ausgabe und Handel von Wertpapieren auf den Kapitalmärkten organisieren. Im Zuge einer sol-

chen *Verbriefung* oder »securitization« von Finanzbeziehungen (vgl. OECD 1995) werden schuldrechtliche Beziehungen zwischen einem Kapitalgeber (Anleger) und Kapitalnehmer (staatlicher oder privater Emittent) in Wertpapierform gebracht und damit handelbar gemacht. Das Risiko des Kapitalverleihs liegt nun nicht mehr bei der kreditgebenden Bank, die etwaige Lücken zwischen langfristigem Kapitalbedarf und kurzfristiger Kapitalverfügbarkeit selbst überbrückt (= Fristentransformation), sondern beim Kapitalmarkt und dessen Investoren (»disintermediation«).

Verbriefungs- und Disintermediationstendenzen sind bislang in Ländern wie den Vereinigten Staaten und Großbritannien weit fortgeschritten, in denen der Kapitalmarkt als Anlage- und Finanzierungsquelle gegenüber der bankbasierten Geldanlage und Kreditfinanzierung ohnehin eine größere Bedeutung hatte. In den USA stieg der Anteil des von institutionellen Anlegern wie Pensions-, Investmentfonds und Versicherungen verwalteten privaten Vermögens zwischen 1980 und 1995 auf 42 Prozent an, während der Anteil der von amerikanischen Geschäftsbanken (»commercial banks«) verwalteten Gelder in diesem Zeitraum von 50 auf 18 Prozent fiel. Nach Angaben des Internationalen Währungsfonds sank jedoch in fast allen Ländern der G7-Gruppe, außer in Japan, der Anteil der Spareinlagen an den Passiva zwischen 1980 und 1995 durchschnittlich um 10 Prozent (in den USA um 16,7 Prozent, in Deutschland um 8,2 Prozent). Umgekehrt griffen die Banken verstärkt auf die Ausgabe von Wertpapieren (Anleihen, »certificates of deposit«) zur Finanzierung ihrer Aktivitäten zurück. Auf der Ausgabeseite ist ein genereller Rückgang des Anteils vergebener Bankkredite an den jeweiligen Aktiva zu verzeichnen (in den USA um 5,6 Prozent auf knapp 59 Prozent, in Deutschland um 5,9 Prozent auf knapp 78 Prozent), während ein größerer Teil des Bankvermögens nun in Wertpapieranlagen investiert wird (in Deutschland erfolgte ein Anstieg um 5,5 Prozent auf 15,7 Prozent, in Großbritannien eine Zunahme um 8,7 Prozent auf 17,9 Prozent) (IMF 1998: 180–181). Damit sei angedeutet, dass es sich bei der wachsenden Verbriefung von Finanzbeziehungen um einen allgemeinen Trend handelt, der offenbar bei den fünfzig weltweit größten Banken am sichtbarsten ist (vgl. IMF 1998: 181–182), jedoch nationale Finanzsysteme nicht in gleicher Weise verändert – so beurteilte die Deutsche Bundesbank 1998 den Disintermediationstrend in Deutschland als »gedämpft«, was auf die mittelständische Unternehmensstruktur und die zentrale Rolle der Kreditfinanzierung für kleine und mittlere Firmen zurückzuführen sei (Deutsche Bundesbank 1998b: 35).

Tabelle 4-1 Börsennotierte inländische Aktiengesellschaften im internationalen Vergleich, 1990–1998

	1990	1992	1994	1996	1998
Deutschland	649	665	666	681	741
Frankreich	873	786	724	702	914
Großbritannien	2.111	1.918	1.747	2.091	1.957
Japan	2.071	2.118	2.205	2.334	2.416
USA	6.024	6.562	7.255	8.027	7.555

Quelle: DAI 1999. Die Angaben für Großbritannien beziehen auch Nordirland mit ein; die Daten für die USA beziehen sich auf die NYSE, NASDAQ und AMEX.

Die verstärkte Hinwendung zum Wertpapiergeschäft wurde von internationalen Banken zu Beginn der 80er-Jahre eingeleitet; die bestehende Stagnation im internationalen Kreditgeschäft war der Anlass für die Suche nach neuen Einnahmequellen. Die internationale Verschuldungskrise hatte »traumatische« Nachwirkungen auf die Banken, weil diese erstmals erlebten, dass die Existenz einzelner Kreditinstitute durch massive Ausfälle souveräner Schuldner gefährdet werden konnte. Nicht zuletzt deshalb begannen die Institute, ihre Geschäftspolitik zur Finanzierung der öffentlichen Hand zu überdenken und nach neuen Einnahmequellen im Wertpapiergeschäft zu suchen, die kontinuierliche Provisionsgewinne versprachen und insofern attraktiver schienen als das vom Schuldnerverhalten abhängige Zinsgeschäft (Deutsche Bundesbank 1986: 26; Dombret 1987; Storck 1995: 256).

Nachfrageseitig wurde die verstärkte Mittelbeschaffung über die Kapitalmärkte auch von industriellen Emittenten wie Großunternehmen vorangetrieben, die als kreditwürdig gelten; für diese Unternehmensgruppe kann es billiger und flexibler sein, sich durch die Ausgabe von Wertpapieren selbst an internationalen Kapitalmärkten zu finanzieren statt sich auf die Kreditbeziehung zur Hausbank zu verlassen. Papiere wie Anleihen oder Aktien brauchen nur dann ausgegeben zu werden, wenn ein akuter Mittelbedarf besteht, und ihre Einlösung erfolgt quasi automatisch zum Zeitpunkt der vorher definierten Fälligkeit (Deutsche Bundesbank 1986: 28).

Ein Blick auf die Entwicklung des Geschehens an den Aktienmärkten (vgl. Tabelle 4-1) zeigt, dass sich seit 1990 in allen Ländern die Zahl inländischer Unternehmen erhöht hat, die den Börsengang als Weg zur Kapitalaufnahme wählen; zudem ist der Kurswert der an den jeweiligen Börsen gehandelten

Tabelle 4-2 Marktkapitalisierung im internationalen Vergleich, in % des BSP

	1980	1985	1990	1996	1998
Deutschland	9	29	22	28	51
Frankreich	8	15	26	38	69
Großbritannien	38	77	87	142	175
Japan	36	71	99	66	66
USA	50	57	56	114	157

Quelle: OECD 1998; DAI 1999.

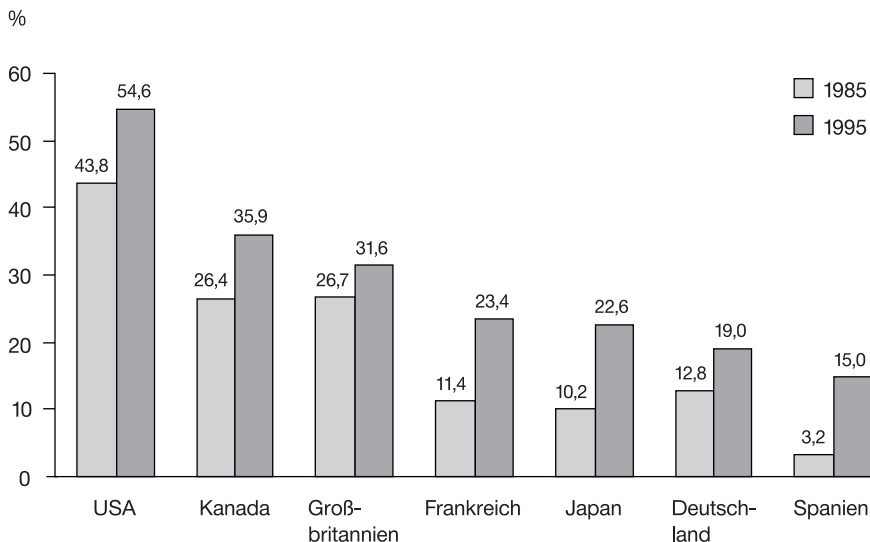
Aktiengesellschaften (das heißt die Marktkapitalisierung) in den betrachteten Ländern seit 1980 erheblich gestiegen.

Nach wie vor ist die Bedeutung des Aktienhandels für die einzelnen Länder jedoch sehr unterschiedlich (vgl. Tabelle 4-2): In den USA waren 1998 zehnmal mehr inländische Unternehmen an der Börse notiert als in Deutschland, und die Marktkapitalisierung entsprach dem 1,6-fachen des Bruttosozialproduktes. Übertroffen wurden die USA nur noch von Großbritannien, dessen Kennwert sogar bei 175 Prozent lag. Nach den beiden angelsächsischen Ländern folgen Frankreich mit 69 Prozent und Japan mit 66 Prozent. In Deutschland machte der Kurswert aller an der Börse gehandelten Aktiengesellschaften 1998 rund die Hälfte des Bruttosozialproduktes aus, während es 1980 nur 9 Prozent gewesen waren.

Institutionelle Anleger wie Pensions-, Investmentfonds und Versicherungen trieben seit Ende der 80er-Jahre den Wertpapierhandel und die Aufwertung der Kapitalmärkte erheblich voran (vgl. Huffs Schmid 1999: 82–88). Institutionelle Anleger sammeln wie Banken auch Sparbeträge von Individuen und von Unternehmen; anders als Geschäftsbanken reichen sie dieses Kapital jedoch nicht als Kredit an Unternehmen und Regierungen weiter, sondern kaufen damit Aktien oder Anleihen. Ihre Anlagetätigkeit besteht darin, eine Mischung (Portfolio) aus Vermögenswerten zusammenzustellen, deren Rendite (etwa Dividenden) möglichst hoch ist. Daraus ergeben sich prinzipiell eher kurzfristige (Portfolio-)Investitionen als von Banken bisher vorgenommen. Der Gewinn wird überwiegend an die Kapitalgeber ausgeschüttet; umgekehrt erhält das Portfoliomanagement für seine Tätigkeit eine Vergütung.

Das von institutionellen Anlegern verwaltete Vermögen erhöhte sich zwischen 1985 und 1995 um das 3,5-fache auf 21 Billionen Dollar. Sein

Schaubild 4-1 Anteil der institutionellen Anleger am gesamten Finanzvermögen des finanziellen Sektors, 1985 und 1995

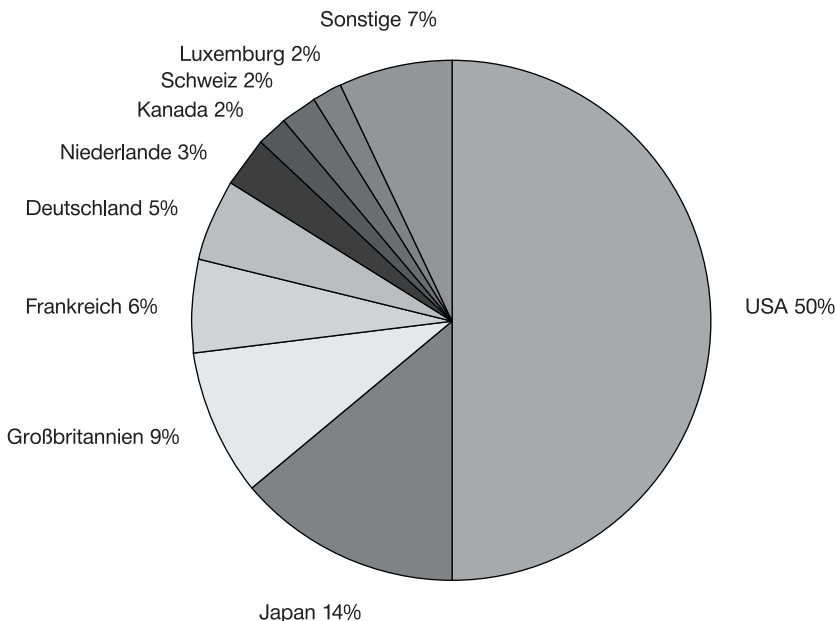


Quelle: IMF 1997: 135 (nach Huffschmid 1999: 83).

Anteil am gesamten Finanzvermögen ist in den großen Industrieländern zwischen 1985 und 1995 stark angestiegen. In den USA verwalten professionelle institutionelle Anleger bereits mehr als die Hälfte des gesamten Vermögens des Finanzsektors, in Großbritannien und Kanada rund ein Drittel und in Deutschland, Frankreich und Japan liegt der Anteil bei rund einem Fünftel (vgl. Schaubild 4-1) (Huffschmid 1999: 82).

Zumindest in angelsächsischen Ländern wie den USA und Kanada treten institutionelle Anleger als neue intermediäre Akteure zwischen sparende Privatpersonen und investierende Unternehmen («re-intermediation»). 1996 stammte die Hälfte der weltweit tätigen institutionellen Investoren aus den USA, es folgten mit großem Abstand Japan (14 Prozent), Großbritannien (9 Prozent), Frankreich mit 6 Prozent, Deutschland mit 5 Prozent und die Niederlande mit 3 Prozent (vgl. Schaubild 4-2).

Schaubild 4-2 Verteilung der institutionellen Anleger auf Herkunftsländer, 1996

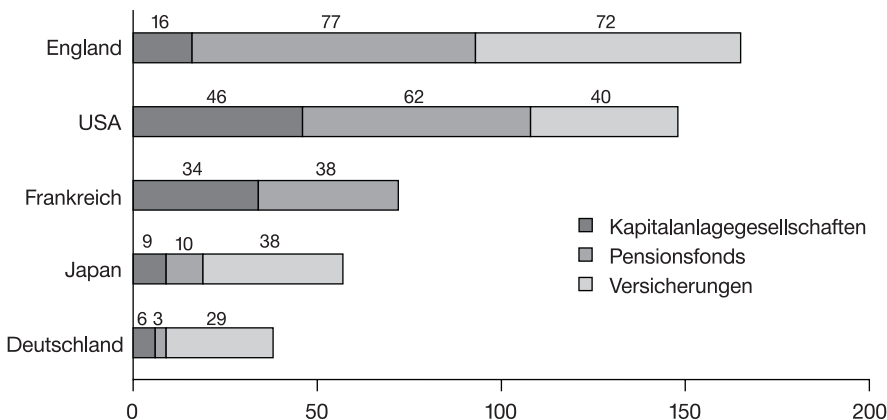


Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1998: 68. Jahresbericht. Basel: BIZ, 96–99 (nach Huffschmid 1999: 85).

Die Bedeutung der institutionellen Anleger für einzelne Volkswirtschaften lässt sich annähernd aus dem Verhältnis des von ihnen verwalteten Vermögens zum jeweiligen Sozialprodukt entnehmen (vgl. Schaubild 4-3). In Großbritannien und den USA machten die institutionell angelegten Vermögenswerte teils mehr als das anderthalbfache des Bruttoinlandsproduktes aus; in Deutschland ist der Wert aller drei Anlageformen mit 38 Prozent des BIP noch eher gering.

Institutionelle Anleger sind prinzipiell bestrebt, ihre Portfolios an Wertpapieren nach Ländern, Regionen und Branchen zu diversifizieren, um die Risiken ihrer Investitionen zu streuen. Gleichwohl weisen die bis jetzt vorliegenden Daten zum Internationalisierungsgrad dieser Anlagen darauf hin, dass dieser nicht so hoch ist wie oftmals vermutet; vielmehr investieren Ver-

Schaubild 4-3 Vermögen der institutionellen Anleger in % des BIP, 1996



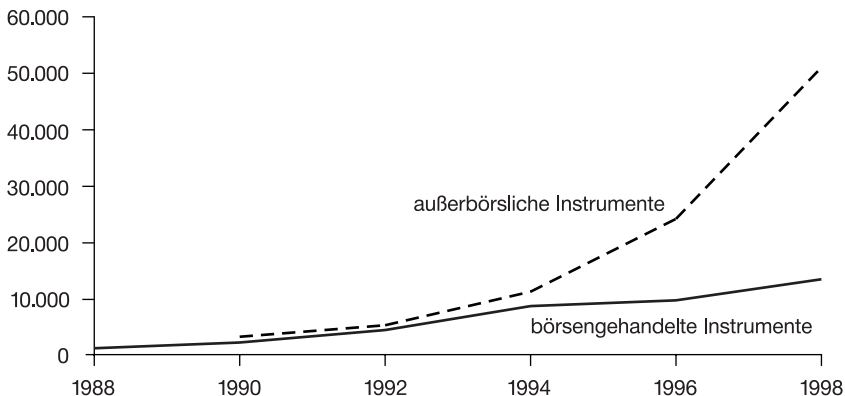
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1998: 68. Jahresbericht. Basel: BIZ, 96–99 (nach Huffschmid 1999: 85).

sicherungen und Pensionsfonds (mit Ausnahme britischer und niederländischer Anleger) nicht im eigentlichen Sinne global, sondern nehmen ihre Engagements entweder, nicht zuletzt aus Gründen regulatoriver Geschäftsbeschränkungen, im Inland vor oder fokussieren diese zumindest auf bestimmte Regionen und Branchen (vgl. auch Blommestein 1998: 53–54; Huffschmid 1999: 86–87). Ob die in Europa laufenden Bestrebungen zur weiteren Liberalisierung des Pensionsfondsgeschäftes daran etwas ändern werden, wird die Zukunft erweisen. Festzuhalten bleibt jedoch, dass institutionelle Investoren eine neue, strategisch wichtige Akteurgruppe auf internationalen Finanzmärkten darstellen, die von staatlichen und privaten Kapitalnehmern, Kapitalvermittlern und Staaten, die um die Wettbewerbsfähigkeit ihrer nationalen Finanzplätze besorgt sind, zunehmend umworben wird. Institutionelle Investoren beeinflussen das Geschehen auf internationalen Finanzmärkten insofern, als sie große Kapitalvermögen in wenigen Händen konzentrieren und ihre Entscheidungen über Kapitalzufluss oder Kapitalabfluss weit reichende Folgewirkungen haben können. Da institutionelle Investoren prinzipiell an möglichst renditeträchtigen Anlagemöglichkeiten interessiert sind, verfolgen sie eine eher kurzfristige Anlagestrategie als kreditgebende Ban-



Schaubild 4-4 Märkte für derivative Instrumente

Mrd. US-Dollar



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresberichte. Basel: BIZ; Nr. 69(1999), 148; Nr. 67(1997), 131; Nr. 66(1996), 170; Nr. 64(1994), 123.

ken und sind an immer neuen Produktentwicklungen interessiert, die es erlauben, auf Zins- oder Wechselkursdifferenzen zu spekulieren oder sich gegen diese abzusichern.

Die mit der »Verbriefung« von Finanzbeziehungen auch steigende Handelbarkeit von schuldrechtlichen Verhältnissen und der Wunsch von Anlegern, Unternehmen, Gebietskörperschaften und Banken, sich gegen die Risiken flexibler Wechselkurse abzusichern, stimulierte nicht nur das Wachstum des Devisenhandels und damit Währungsmarktes, sondern auch die Entwicklung immer neuer Produktinnovationen jenseits herkömmlicher Darlehen, festverzinslicher Wertpapiere, Aktien oder Anleihen. Bei dem am schnellsten wachsenden Segment neuer Finanzprodukte handelt es sich um *Derivate*, also Termingeschäfte mit Aktien, Anleihen, Währungen, Metallen oder auch Waren. Ursprünglich entwickelten sich Derivate aus dem Bemühen zur Absicherung von Einkommen aus dem Handel mit Gütern, deren Preise stark schwanken oder deren Herstellung zeitaufwendig ist – vor allem Rohstoffe, Getreide, Vieh. Die Produzenten und Verkäufer wollen sich gegen das Risiko absichern, dass die Preise zwischen Beginn und Ende der Produktion sinken, Einkäufer möchten sich vor unerwarteten Preissteigerungen

schützen. Diese Risiken lassen sich dadurch ausschließen, dass Verkäufer und Käufer einen Vertrag im Voraus schließen. Sie verpflichten sich dazu, bestimmte Mengen von Produkten zu bestimmten, bei Vertragsschluss festgelegten Preisen zu einem bestimmten Termin zu verkaufen beziehungsweise zu kaufen. Durch dieses Termingeschäft können beide Seiten – unabhängig von der tatsächlichen Preisentwicklung zwischen Vertragsabschluss und Lieferungszeitpunkt – mit diesem Preis kalkulieren. Sicherungsgeschäfte dieser Art zogen bald auch Termingeschäfte nach sich, die der reinen Spekulation dienen, also von den genannten Preisschwankungen profitieren wollen. So würden Spekulanten als Terminkäufer darauf setzen, dass der Preis zwischen dem Zeitpunkt des Vertragsabschlusses und der Fälligkeit des Vertrages über den ursprünglich vereinbarten Preis steigt, weil sie dann die zum Ursprungspreis gelieferte Ware sofort wieder mit Gewinn verkaufen können (Huffschmid 1999: 52–53).

Einer ähnlichen Logik folgen Termingeschäfte auch im Bereich des Wertpapierhandels. Zu den gängigsten der auf Kapitalmärkten gehandelten Derivate zählen *Swaps*, *Futures* und *Options*. Bei einem Swap wird der Tausch von Leistung und Gegenleistung nicht für einen, sondern für mehrere spätere Termine vereinbart. Mit einem Zinsswap etwa können variable Zinsen in feste Zinsen getauscht werden, was die Absicherung gegen steigende Zinsen ermöglicht, umgekehrt erlaubt es ein Tausch fester in variable Zinskosten, von aktuell niedrigen Geldmarktzinsen zu profitieren. Mit einem Future-Kontrakt sichern sich die Vertragspartner die Lieferung eines Finanzproduktes wie etwa einer Aktie zu einem bestimmten Preis und Termin zu. Im Unterschied hierzu erwirbt man mit einer Option das Recht, nicht aber die Pflicht, ein Produkt zu kaufen oder verkaufen; Leistung und Gegenleistung werden nur dann fällig, wenn der Inhaber der Option dies wünscht.<sup>2</sup> Der Reiz des Derivatgeschäftes im Unterschied zum üblichen Handel mit Wertpapieren besteht zum einen darin, dass Kontrakte heute abgeschlossen, aber erst zu einem späteren Zeitpunkt ausgeführt werden und bei Geschäftsabschluss nicht der volle Preis, sondern nur ein kleiner Betrag als Sicherheit zu hinterlegen ist. Die Transaktionspartner erhalten somit die Chance, durch einen geringen Einsatz mit Zins-, Währungs- oder auch Kurs-

---

2 So beinhaltet eine Kaufoption auf eine Firmenaktie in Höhe von 300,- DM das Recht, diese Aktie zu einem späteren Zeitpunkt gegen Zahlung von 300,- DM zu erwerben. Dieser Kauf ist jedoch nur dann vorteilhaft, wenn der Optionsinhaber diese Aktie später zu einem höheren Kurs verkaufen kann; bei fallendem Kurs wird er auf die Ausübung der Option verzichten. Für das Recht zu entscheiden, ob die Aktie geliefert wird oder nicht, hat der Käufer der Option seinem Vertragspartner, dem Stillhalter, den Optionspreis zu zahlen.

differenzen zu spekulieren oder auch sich gegen diese abzusichern (= »hedging«). Im Krisenfall erhöhen sich die betroffenen Kapitalvolumina auf Grund dieses *Hebeleffektes* erheblich (vgl. zu Derivaten Storck 1995: 276, Huffschmid 1999: 51–62).

Die wachsende Attraktivität des Derivatgeschäftes zeigt sich in seinem explosionsartigen Wachstum seit Ende der 80er-Jahre (vgl. Schaubild 4-4): Wurden 1988 noch Derivate im Nominalwert von 1.306 Mrd. US-Dollar an den internationalen Börsen gehandelt, so stieg diese Zahl 1998 mit fast 13.545 Mrd. auf das Zehnfache. Das Gros des Derivatehandels findet jedoch weniger an den Börsen, sondern innerhalb von internationalen Händlernetzwerken statt, an denen Banken, spezialisierte Wertpapierhändler und auch Wirtschaftsunternehmen beteiligt sind. Erhebungen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich ergaben für 1998 einen außerbörslichen Derivatehandel im Nominalwert von 50.997 Mrd. US-Dollar. Hiermit ist bereits die Vielfalt, aber auch die Komplexität möglicher Arten von Transaktionsbeziehungen zwischen Kapitalgebern und -nehmern angedeutet. Neue Finanzinstrumente erlauben es also, die mit einer Transaktion verbundenen Risiken wie solche der Zins- oder Wechselkursänderung aufzuschnüren und auf andere Marktteilnehmer zu übertragen, die diese Risiken erwerben, halten oder auch weitergeben können. Anleiheschuldner und Investoren sind jetzt in der Lage, Kapital in Form von Finanzprodukten auszutauschen, die auf ihre individuellen Bedürfnisse zugeschnitten und in kurzer Zeit liquidier- und damit handelbar sind. Für Banken, die sich immer stärker im Wertpapiergeschäft engagieren, stellt der Derivatehandel einen Geschäftsbereich dar, der Provisionsgewinne einbringt und in der, auf Einlagen, Kredite und Zinsgewinne fokussierten Bankenbilanz nicht erfasst ist. Weil diese in aller Regel eine wichtige Grundlage für die Bemessung der Eigenkapitalrücklagen international tätiger Banken darstellt, bringen außerbilanzielle Geschäfte neue Möglichkeiten zu regulativer Arbitrage mit sich (BIZ 1986: 8).

Selbst für deutsche Institute, deren Hauptstandbein anders als in angelsächsischen Ländern im Kreditgeschäft liegt, erhalten außerbilanzielle Geschäfte wachsende Bedeutung (vgl. Tabelle 4-3). 1993 tätigten die deutschen Banken außerbilanzielle Transaktionen im Wert von 6.116 Mrd. DM, was 90 Prozent des Geschäftsvolumens aller deutschen Banken ausmachte. Unter allen außerbilanziellen Geschäften<sup>3</sup> hatten die traditionellen Devisentermin-

---

3 Hierzu zählen Devisentermingeschäfte, Wertpapiertermingeschäfte, Finanz-Swaps, Terminkontrakte und Optionen.

*Tabelle 4-3 Derivative Geschäfte deutscher Banken  
(Mio. DM, Stand Ende Juni 1993)*

Bankengruppe	Derivative Geschäfte	Geschäfts- volumen	Derivative Geschäfte (in % des Geschäfts- volumens)
Großbanken	1.552.429	849.083	182,8
Regionalbanken	1.042.855	949.758	109,8
Auslandsbanken <sup>a</sup>	67.970	88.119	77,1
Privatbankiers	84.810	70.395	120,5
Girozentralen	555.252	1.218.684	45,6
Sparkassen	21.752	1.283.994	1,7
Genossenschaftliche Zentralbanken	60.540	214.019	28,3
Kreditgenossenschaften	3.424	728.702	0,5
Übrige Bankengruppen	190.536	1.364.504	14,0
<b>Gesamt</b>	<b>3.579.568</b>	<b>6.767.258</b>	<b>52,9</b>

a Zweigstellen von Unternehmen mit Sitz in einem anderen Staat.

Quelle: Deutsche Bundesbank 1993b: 52–53.

geschäfte mit einem Gesamtvolumen von 2.512 Mrd. DM nach wie vor einen hohen Stellenwert, der jedoch durch derivative Transaktionen im Wert von 3.580 Mrd. DM noch übertroffen wurde. Bei den Großbanken, größeren Regionalbanken und den auf das Investmentbanking ausgerichteten Privatbankiers machten derivative Geschäfte bereits mehr als 100 Prozent des Geschäftsvolumens aus.

Am Beispiel der Derivate wird deutlich, wie das klassische Gläubiger-Schuldner-Verhältnis auf dem internationalen Finanzmarkt durch vermarktlichte Formen der Finanzbeziehung ersetzt wird, deren Handelbarkeit nunmehr im Vordergrund steht. Der Verbriefungstrend könnte in Europa im Zuge der Europäischen Währungsunion mittelfristig beschleunigt werden. Wenn europäische Kapitalmärkte liquider werden, wird es für Unternehmen billiger werden, direkt Kapital aufzunehmen, statt es von den Banken zu leihen. Mit der Einführung des Euro als Gemeinschaftswährung zum 1. Januar 1999 entstand ein von Wechselkursrisiken freier Währungsraum, der privaten und institutionellen Anlegern nun größere Anreize bietet, nationale

Wertpapiere im eigenen Portfolio durch ausländische zu ersetzen und die eigene Anlagestrategie zunehmend sektoral, über alle Mitgliedsländer der Währungsunion hinweg auszurichten. Aus deutscher Sicht stehen statt 700 deutschen Titeln jetzt 4.000 Werte innerhalb Europas zur Verfügung, die ohne Wechselkursrisiko zu handeln sind (Handelsblatt vom 19.3.1998: 25). Bereits im Vorfeld der Europäischen Währungsunion hat sich der Wettbewerb zwischen den nationalen Finanz- und Handelsplätzen erheblich intensiviert. In einem integrierten Währungsraum konkurrieren Finanzdienstleister und Betreiber von Handelsplätzen nun um größtmögliche Markttiefe und damit Liquidität an Wertpapieren, die verhindert, dass es zu unerwünschten Preisausschlägen kommt, aber auch um attraktive Produkte, die Anlegern eine flexible Gestaltung von Risikopositionen ermöglichen sowie um niedrige Transaktionskosten (Gebühren und Provisionen) bei der Handelsabwicklung (Deutsche Bundesbank 1998a: 57). Innerhalb Europas zeichnet sich damit eine Differenzierung der Börsen je nach global und europa-weit ausgerichteten oder national orientierten Handelsplätzen ab; für global orientierte Finanzplätze wie London, Paris oder Frankfurt geht es darum, sich in der Konkurrenz mit anderen Zeitzonen zu behaupten, denn die Zahl von Anbietern und Nachfragern für Finanzdienstleistungen in einer Währung wird steigen.

Im Börsensektor sind vor diesem Hintergrund erhebliche Konzentrations-tendenzen und neue Allianzbildungen in rasanter Geschwindigkeit zu beobachten. In Europa wurden diese letztlich durch die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie von 1993 ermöglicht, mit der Börsen den »Europa-Pass« und damit die Möglichkeit erhalten, ihre Dienstleistungen europaweit anzubieten, soweit sie die Zulassungsstandards ihres Herkunftslandes erfüllen. Vorreiter der Fusionsbestrebungen waren die in den 80er-Jahren gegründeten *Terminbörsen*, die mit unterschiedlichen Arten von Derivaten handeln und von dem Wegfall eines Teils der devisenbezogenen Geschäfte besonders betroffen sind. Weil es sich bei ihnen überwiegend um Computerbörsen handelt, können sie durch elektronische Vernetzung relativ leicht fusionieren oder globale, zeitzonenübergreifende Allianzen bilden. Im September 1998 schloss sich die Deutsche Terminbörse mit der schweizerischen SOF-FEX zur EUREX zusammen. Ein Jahr später gingen beide eine strategische Allianz mit dem Chicago Board of Trade (CBOT) ein. Aus der Allianz der französischen Matif mit der Chicago Mercantile Exchange (CME) und der SIMEX in Singapur ging eine erste wirklich globale Terminbörse (GLOBEX) hervor, die drei Zeitzonen umfasst.

Mittlerweile greift die Elektronisierung des Börsenhandels auch auf die traditionellen Börsenplätze über, die die Abschaffung des bestehenden Börsenparketts mehr oder weniger schnell vorantreiben (vgl. dazu ausführlicher Kapitel 5). Im Vorfeld der bestehenden Euro-Einführung kam es in Europa bereits zur Fusion von Börsenplätzen wie dem Zusammenschluss der Börsen von Paris, Amsterdam und Brüssel zur Euronext im März 2000, aber auch zu gescheiterten Fusionsplänen wie im Fall des geplanten Zusammenschlusses der Londoner und der Deutschen Börse. Ausdruck des im Börsensektor zugespitzten Wettbewerbes um Liquidität und niedrige Transaktionskosten ist auch die wachsende Verbreitung *alternativer Handelssysteme* (Electronic Communication Networks, ECN). Diese werden von unabhängigen Systemhäusern, Wertpapierhändlern oder auch Investmentbanken angeboten und sind eine Alternative zum Handel an Finanzplätzen wie New York, London oder Frankfurt. Attraktiv sind diese Handelssysteme für institutionelle Anleger, denn die Betreiber versprechen niedrigere Gebühren für den Zugang zum System und die jeweiligen Verkaufstransaktionen als an der offiziellen Börse. Im Unterschied zum traditionellen Börsenhandel operieren diese Systeme ohne Makler, die ja üblicherweise erst bei gewisser Liquidität für eine Aktie einen Börsenpreis festsetzen (Market Making). Im freien, elektronischen Börsenhandel orientiert man sich als Einstieg in den Handel an diesem Preis; letztlich einigen sich jedoch An- und Verkäufer auf einen Börsenkurs. In Europa beteiligten sich große Investmentbanken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch und auch die Deutsche Bank an Tradepoint, einer in London ansässigen Computerbörse, was den Kostendruck auf bestehende Handelsplätze weiter erhöht.<sup>4</sup>

Mittelfristig zeichnet sich eine verstärkte Nutzung des *Internet* zum Zwecke des Wertpapierhandels ab. Bislang dient dies noch nicht dem Aktienhandel, sondern der Bereitstellung von Informationen über das Börsengeschäft, der Abwicklung von Börsenaufträgen und der Kontoführung. In den USA nutzten 1998 bereits 22 Prozent der Privatanleger das Internet zur Erteilung von Orders; zudem wächst das Geschäft so genannter »Internet-Broker«, die die Aufträge von Anlegern übers Internet erhalten und diese dann an der Börse ausführen lassen. Optimistische Schätzungen rechnen für das Jahr 2005 mit einem über das Internet abgewickelten, globalen Aktienhandel (Zarb 1999). Bislang stehen dem noch rechtliche, technologische und aufsichtstechnische Bedenken entgegen (Handelsblatt vom 26./27.3.1999: 27).

---

4 Financial Times vom 11.11.1999: 22; vgl. auch OECD (1996: 15–37) als Überblick über die Strukturveränderungen im Bereich des Börsenhandels und seiner Infrastruktur.

Wie lassen sich die wesentlichen Strukturveränderungen auf internationalen Finanzmärkten nun zusammenfassend beschreiben? Und welche Implikationen ergeben sich aus diesen Strukturverschiebungen für die institutionelle Ausgestaltung der Kapitalmarkt- und Bankenregulierung? Die seit Mitte der 80er-Jahre wachsende Bedeutung des Kapitalmarktes als Ort der Geldanlage, als Plattform für den Handel mit Wertpapieren und als Finanzierungsquelle für private und öffentliche Schuldner führt zu eher anonymisierten, kurzfristigen und vermarktlichten Finanzbeziehungen. Prozesse der Disintermediation lassen die Bedeutung intermediäre Akteure als Kapitalgeber, »Risikopuffer« oder auch als Bereitsteller von Infrastruktur für Finanztransaktionen schwinden: Börsen als organisierte Kapitalmärkte sind nicht notwendigerweise der einzige Ort für Wertpapiergeschäfte, Banken nicht mehr unbedingt die zentralen Kapitalgeber. Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnik erlauben in naher Zukunft einen ganztägigen, raum- und zeitunabhängigen Wertpapierhandel. Eine solche Anonymisierung von Finanzbeziehungen macht es von jetzt an schwieriger, das Verhalten der Marktteilnehmer durch professionelle oder informelle Normen zu kontrollieren, wie dies in den meisten Ländern noch bis in die 60er-Jahre hinein üblich war. Prozesse der Disintermediation schwächen kollektive Akteure wie Verbände und professionelle Gemeinschaften der Anbieter von Finanzdienstleistungen. Mit dem Aufstieg institutioneller Investoren betritt außerdem eine neue, sehr potente Akteurgruppe das internationale Finanzmarktparkett, die die Ausweitung des computerisierten Wertpapierhandels auf Grund seiner geringen Transaktionskosten unterstützt, gleichzeitig jedoch an größtmöglicher *Transparenz* über die Qualität der gehandelten Wertpapiere, die Spielregeln des Handels und deren Einhaltung durch die Marktteilnehmer interessiert ist – Anforderungen, die, wie noch gezeigt wird, bestehende Formen kollektiver Selbstverwaltung als Governance-Strukturen im Kapitalmarktsektor zunehmend delegitimieren.

Finanzrisiken auf der anderen Seite ergeben sich immer weniger aus Formen der klassischen, eher längerfristig angelegten Kreditbeziehung. Finanzinnovationen wie Derivate, die auf Erwartungen über zukünftige Zins- oder Wechselkursänderungen basieren, also im Kern »Wetten auf die Zukunft« sind, erzeugen Risiken, die unmittelbar an die Volatilität von Marktzuständen gebunden sind, stark schwanken und damit nicht mehr einfach zu berechnen sind. Drohende Bankinsolvenzen wie die der DG Bank im Jahre 1990 oder das Debakel des traditionsreichen britischen Bankhauses Barings im Jahre 1995, die auf fehlgeschlagene Derivatespekulationen zurückgin-

gen, zeigten auf, dass im Derivatgeschäft von Korrelationen zwischen verschiedenen Arten von Marktrisiken ausgegangen werden muss (vgl. Rawnsley 1995 zum Fall Barings). Hinzu kommen organisationsinterne Krisenherde, die darin liegen, dass die Wertpapierhandelsabteilung (»front office«) oftmals gegenüber der Buchhaltung (»back office«) und der Geschäftsführung abgeschottet ist und Wertpapierhändler Teil einer international vernetzten Händlergemeinschaft sind, die ein »Centre of the Universe-Syndrom« pflegt, das sie gegenüber ihren Arbeitgebern erheblich autonomisiert (Rotberg 1992: 17).

Die Finanzkrisen von Mexiko 1994/1995 und Asien im Jahre 1997/1998 demonstrierten kollektives Versagen bei der Risikokalkulation. Institutionelle Anleger hatten sich in beiden Ländern in großem Umfang mit kurzfristigen Geldern engagiert und diese nach Aufgabe der Dollarbindung der inländischen Währung schnell zurückgezogen. Westliche Banken schätzten besonders im Fall der Asienkrise die Bonität der dortigen Regierungen und kreditnehmenden Banken falsch ein, finanzierten Immobilienprojekte in Zeiten spekulativ angeheizten Baubooms und bauten noch kurz vor Ausbruch der Krise hohe Engagements auf. Rating-Agenturen korrigierten kurz nach Ausbruch der Krise die Schuldnerqualität der südostasiatischen Länder in kurzen Zeitabständen nach unten und verstärkten dadurch den Kapitalabzug aus den »emerging markets« und damit die Krise als solche. Inländische Banken wiederum legten die von westlichen Gläubigern geliehenen kurzfristigen Gelder langfristig an, ohne sich gegen deren Abzug durch entsprechende Eigenkapitalrücklagen abzusichern. Zudem unterschätzten die Banken offensichtlich entstehende Wechselbeziehungen zwischen Kredit- und Wechselkursrisiken, die zu Verschiebungen in der Risikostruktur der eingegangenen Finanzgeschäfte führten und sicherten diese nicht durch Kapitalpolster ab (IMF 1998: 4; Bisignano 1999; Cieleback 2000; von Auer 2000). Vermarktlichte Finanzbeziehungen führen offenbar zu einer größeren Volatilität und Interdependenz unterschiedlicher Formen von Finanzrisiken, die sich im Zeichen wachsender Entgrenzung auf andere Marktsegmente, Regionen und Zeitzonen auswirken können. Weil Risiken je nach aktuellem Marktzustand stark schwanken können, die Risikostruktur von Bank zu Bank variieren kann und Korrelationen zwischen unterschiedlichen Risikotypen bestehen, versagen einfache, standardisierte Formen der Risikobegrenzung, die Geschäftsrisiken beispielweise durch die Bankenbilanz erfassen und mit vorher festgelegten Eigenkapitalquoten absichern. Bankenregulatoren, deren Aufgabe darin besteht, vorbeugend auf hinreichende Risikoabsicherung der Banken zu achten und zu verhindern, dass sich negative Exter-



nalitäten zu Systemrisiken ausweiten können, müssen nun Antworten auf die wachsende *Komplexität* von Risiken finden (als Überblick über Strukturveränderungen auf Finanzmärkten und deren Herausforderung für das Risikomanagement vgl. OECD 2000: 171–194).

#### 4.3 Die Regeln nach der Deregulierung (I) – Der Export amerikanischer Standards im Kapitalmarktsektor, 1980–2001

Die territoriale, vor allem aber qualitative Expansion des Marktes wurde im Finanzsektor vom Umbau regulativer Sicherheitsstandards begleitet. Im Kapitalmarktsektor setzte seit Mitte der 80er-Jahre ein Prozess schrittweiser Reorganisation und Modernisierung nationaler Regulierungsmodelle ein (als Überblick Moran 1991; Coleman 1996; Laurence 1996). Die Restrukturierung zielte zum einen auf den Börsenhandel selbst, welcher durch Einsatz elektronischer Handelssysteme und durch die Einführung von Produktinnovationen modernisiert werden sollte. Daneben wurde aber der regulatorische Rahmen des Börsenhandels zum weiteren Gegenstand fundamentalen Umbaus. Eine der vermutlich wichtigsten Besonderheiten der finanziellen Revolution war es, dass die Liberalisierung des Wertpapiergeschäftes einherging mit dem Aufbau eines rigideren Systems des Anlegerschutzes (zu dem generellen Argument »freier Märkte bei strafferen Regeln« siehe auch S. Vogel 1996). Nationale Modelle der Kapitalmarktregulierung durchliefen in einer Vielzahl von Ländern einen Prozess der »Institutionalisierung, Kodifizierung und Formalisierung« von Regeln (Moran 1991), die jetzt mehr und mehr staatlich kontrolliert wurden: Innerhalb Europas begann zuerst Großbritannien damit, das heimische, auf professionelle Selbstregulierung ausgerichtete Kapitalmarktregime in öffentliches Recht einzubetten. Durch den 1986 erlassenen *Financial Services Act* wurde unter anderem eine neue Überwachungsbehörde (Securities and Investment Board, SIB) geschaffen, die zusammen mit weiteren privaten Selbstverwaltungskörperschaften Aufsichtsfunktionen über den heimischen Kapitalmarkt übernahm (vgl. detailliert Kapitel 5). In Frankreich gründete man 1988 eine Regulierungsbehörde (Commission Operations de Bourse, COB) im Geschäftsbereich des Ministeriums für Wirtschaft und Finanzen. Ähnlich ihrem Vorbild der amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) ist die COB dem Investo-

renschutz verpflichtet, kann Bußgelder für Verstöße gegen Wertpapiergesetze verhängen und Hearings im Vorfeld anstehender Regulierungen durchführen. Auch in Spanien und Italien kam es 1988 beziehungsweise 1991 zum Erlass weiterer Publizitätspflichten für börsennotierte Firmen, zum Verbot von Insidergeschäften sowie zur Gründung neuer Institutionen der Kapitalmarktüberwachung.

Die Ausbreitung rigiderer Standards der Kapitalmarktüberwachung vollzog sich einem »Bandwagon«-Prozess ähnlich von einem Land zum nächsten. Vorangetrieben wurde dieser Prozess letztlich durch Marktmechanismen, deren Wirkungsweise eng mit der »strukturellen«, das heißt ökonomischen und auch politischen Macht der Vereinigten Staaten verknüpft war.<sup>5</sup> Die USA verfügten bereits seit den 30er-Jahren über ein nationales Modell der Kapitalmarktregulierung, das stärker verrechtlicht war als in anderen Ländern, ein gewisses Instrumentarium der Sanktionierung von Regelverstößen aufwies, das allerdings zunächst noch nicht angewendet wurde und dessen Regulierungsphilosophie die Belange des Anlegers sehr frühzeitig in den Mittelpunkt stellte. Treibende Kraft eines Re-Regulierungsprozesses zunächst auf amerikanischem Boden waren institutionelle Anleger wie Pensions- und Investmentfonds, die sich zwischen 1955 und 1975 zur größten Anlegergruppe an der New York Stock Exchange entwickelten und ihre strukturelle Macht dazu nutzten, nicht nur das herrschende Preiskartell an der Börse unter Wettbewerbsdruck zu setzen, sondern auch Belange des Anlegerschutzes immer stärker auf der politischen Bühne zu thematisieren. Mit ihrer auch auf internationaler Ebene zunehmenden Größe und Bedeutung prägen die Wünsche amerikanischer Investoren heute wesentlich die Strategien ausländischer Finanzdienstleister, kapitalsuchender Unternehmen und die vieler Regulierungsbehörden mit (vgl. Kapitel 5.2 und 5.3 zu den Folgen für den regulativen Umbau in Großbritannien und Deutschland).

Die politische Kraft der USA in diesem Diffusionsprozess liegt maßgeblich in der ihrer Securities and Exchange Commission (SEC) begründet. Die SEC ist nicht nur die älteste Aufsichtsbehörde im Kapitalmarktsektor, sondern verfügt durch die Bündelung legislativer, exekutiver und judikativer Kompetenzen über ein weit reichendes institutionelles Handlungsrepertoire zur Durchsetzung regulativer Politik sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene. Zu Beginn der 80er-Jahre erlegten amerikanische Trans-

---

5 Vgl. Strange (1994: 21–22) zur Führungsrolle der USA in vielen Bereichen der internationalen politischen Ökonomie.

parenzpflichten den heimischen Finanzdienstleistern wie Investmentbanken, Maklern und Börsen im internationalen Vergleich die größten Regulierungskosten auf. Unter Bedingungen internationalisierter Märkte konnten hohe regulatorische Standards jedoch zu Wettbewerbsnachteilen für amerikanische Investmentfirmen werden. Ein Indiz hierfür schien das Absinken des amerikanischen Anteils an der weltweiten Kapitalisierung der Börsenmärkte zu sein, der zwischen 1982 und 1989 von 55 Prozent auf 31 Prozent fiel (Porter 1993: 123). Genau dieser Verlust von Weltmarktanteilen war der Grund dafür, dass die SEC seit Anfang der 80er-Jahre darauf hinwirkte, ihre hohen Standards ins Ausland zu exportieren (vgl. auch zur Sicht der SEC, Doty 1992; Levitt 1994).

Zunächst verfolgte sie hierbei einen unilateralen, von anderen Staaten häufig als aggressiv empfundenen Ansatz der »extraterritorialen« Anwendung des amerikanischen Kapitalmarktrechts, wenn es darum ging, Informationen von ausländischen Aufsichtsbehörden über deren Marktteilnehmer zu erhalten (Levine/Calcott 1989: 120–124). Nicht verwunderlich, dass hieraus Souveränitätskonflikte mit betroffenen Staaten resultierten, insbesondere wenn deren Regulierungskultur und Rechtsverständnis sich von denen der USA unterschieden. Dies galt vor allem im Verhältnis zwischen dem an Publizität (»disclosure«) orientierten amerikanischen Kapitalmarktrecht und solchen europäischen Rechtsordnungen, die dem Bankgeheimnis eine vorrangige Stellung einräumen wie Deutschland und die Schweiz (Noack 1987) oder die wie Frankreich und Großbritannien so genannte »blocking statutes« erlassen hatten, welche die Herausgabe von Dokumenten oder sonstigen Informationen verbieten. Verfahren dieser Art erwiesen sich oft als sehr mühsam, langsam und wenig effektiv.

Nicht zuletzt unter dem Eindruck dieser Widerstände ging die SEC seit Ende der 80er-Jahre zu einer neuen Strategie über, die darauf abzielte, ein Netzwerk der Kooperation zwischen nationalen Regulierungsbehörden aufzubauen (Baum/Breidenbach 1990: 10; McCahery 1997: 63). In ihrem ersten Strategiepapier zum Thema »Internationalisierung von Wertpapiermärkten« identifizierte die Commission 1988 außerdem erstmals wichtige Felder und Prinzipien regulatoriver Tätigkeit und betonte die steigende Bedeutung des »enforcement« von Regeln gegenüber den Marktakteuren (Mann et al. 1994: 58–60).

Auf der Basis des 1989 in den USA erlassenen *International Securities Enforcement Cooperation Act* wurde der amerikanischen Regulierungsbehörde ein Netzwerkaufbau erheblich erleichtert. Die SEC wurde autorisiert, im Falle des Verdachts auf Verstoß gegen amerikanische Wertpapiergesetze

Ermittlungen auch in ausländischen Staaten anzustellen. Umgekehrt ermöglichte dieses Gesetz auch ausländischen Regulierungsbehörden, in Fällen des Verdachts auf Verstöße gegen die eigenen Wertpapiergesetze Informationen in den Vereinigten Staaten zu beschaffen. Unbeschadet der im *Freedom of Informations Act* sonst festgelegten Offenlegungspflichten der Bundesbürokratie gestattete es das neue Gesetz der SEC jetzt, ausländischen Stellen Vertraulichkeit über Untersuchungsergebnisse zuzusichern, die diese auf Ersuchen der SEC sammeln und dieser zur Verfügung stellen. Umgekehrt wird die SEC ermächtigt, nach eigenem Ermessen ausländischen Behörden, die mit der Überwachung oder Rechtsdurchsetzung im Bereich des Kapitalmarktes beauftragt sind, Zugang zu Informationen zu verschaffen, die diese nach bisher geltendem Recht nicht bekommen hätten. Voraussetzung ist jeweils, dass ausländische Partner eine hinreichend vertrauliche Behandlung von Informationen zusichern können, wobei die Beurteilung hierüber dem Ermessen der SEC unterliegt. Das neue Gesetz ermöglicht es letztlich der SEC, auf Reziprozitätsbasis auch im Ausland Verstöße gegen das amerikanische Wertpapiergesetz zu ahnden und damit ihren Handlungsspielraum zu erweitern. Die SEC erhält somit einen höheren Grad an Autonomie gegenüber heimischer Politik und Justiz in Sachen internationaler Kooperation bei der Strafverfolgung, erwartet diesen letztlich aber auch von ihren ausländischen Kooperationspartnern<sup>6</sup> (zum International Securities Enforcement Cooperation Act vgl. Levine/Callcott 1988; Jimenez 1990, Baum/Breidenbach 1990).

Zum Instrument des Exports eigener regulativer Standards wurden so genannte bilaterale *Memoranda of Understanding* (MoUs). Das Herzstück dieser bilateralen Abkommen zur Rechtsdurchsetzung besteht in der Versicherung wechselseitiger Amtshilfe durch den ausländischen Partner in Fällen grenzüberschreitender Verstöße gegen nationales Kapitalmarktrecht. MoUs sind somit von eher spezifisch-technischem Charakter, was Souveränitätskonflikte auf Regierungsebene eher unwahrscheinlich macht. Da weder die

---

6 Kritiker dieser machtvollen Rolle einer Regulierungsbehörde innerhalb der amerikanischen Verwaltung verweisen darauf, dass das Recht, eine eigenständige Außenpolitik zu betreiben, allein dem amerikanischen Präsidenten und seiner Administration vorbehalten ist, die SEC sich aber ausdrücklich als unabhängig von beiden begreift. Da die SEC und die Regierung ihre internationalen Kooperationspartner nach unterschiedlichen Kriterien auswählen, besteht immer die Gefahr von Strategiekonflikten zwischen der offiziellen Außenpolitik und derjenigen auf dem Feld der Wertpapierregulierung, was wiederum konstitutionelle Fragen wie die nach einer möglichen Erosion der Gewaltenteilung aufwirft (Levine/Callcott 1989: 144–149).

Regierung noch Parlamentsvertreter in ihre Ratifizierung einbezogen sind, sind sie einfacher abzuschließen, flexibel und spezifisch auf das Problemfeld der Wertpapierregulierung zugeschnitten. MoUs bieten die Möglichkeit zur Herausbildung von routinemäßigen Arbeitsbeziehungen mit ausländischen Behörden in der Überwachung der Kapitalmärkte. Beispielsweise kann dies in der Aufnahme von Ermittlungen auf Anfrage des Auslandes oder in der Beschaffung von Beweismaterial im Ausland bestehen. Dieser reziproke Austausch von Informationen zwischen zwei nationalen Überwachungsorganen ist dann leichter, wenn diese Behörden öffentlichen Charakter besitzen, mit denselben Kompetenzen und einem gewissen Grad an Autonomie gegenüber den Marktakteuren. Wenn eine ausländische Bank beispielsweise gegen nationales Wertpapierrecht verstoßen hat, kann die heimische Aufsichtsbehörde ihren ausländischen Partner um Amtshilfe bitten. Im Falle privater Organisationen kann dies jedoch zu erheblichen Problemen führen. Private Verbände haben Schwierigkeiten, das heimische Bankgeheimnis zu lüften. Umgekehrt erfordert reziproker Tausch auch, dass die erhaltene Information geheim bleibt. Eine private Behörde, wie zum Beispiel ein Bankenverband mit Selbstregulierungskompetenzen, erscheint als wenig vertrauenswürdiger Partner beim Austausch von Geschäftsgeheimnissen, denn diese könnten schließlich zu den Verbandsmitgliedern durchsickern. Der Abschluss eines bilateralen Vertrages mit der SEC setzt also den Vertragspartner unter einen gewissen Druck, sein heimisches System der Regulierung amerikanischen Standards anzugleichen. 1982 schloss die SEC das erste bilaterale MoU mit der Schweiz, 1986 folgten Großbritannien und Japan, 1988 die Kanadischen Provinzen und Brasilien, 1989 die Niederlande, 1991 Frankreich und Italien. 1994 bestanden bereits zwanzig Abkommen dieser Art. In fast allen dieser Fälle ging ein solch bilateraler Vertrag mit der SEC dem Aufbau öffentlicher Regulierungsbehörden voraus oder erfolgte anschließend.<sup>7</sup> 1998 stellte die SEC bereits 275 Anfragen mit

---

7 Eine solche Rolle spielte die SEC auch bei der Re-Regulierung des japanischen Finanzmarktes (siehe Moran 1991: 118). Siehe zu den MoUs generell Althaus (1997), Slaughter (2000), das *International Financial Law Review* vom März 1993, das *New York Law Journal* vom 21.6.1990 und vom 28.4.1988. Nadelmann (1993) interpretiert die Strategie der SEC im weiteren Kontext der Internationalisierung des amerikanischen Strafrechts in den letzten fünfzig Jahren. Die USA spielten eine wichtige Rolle bei der Entstehung einer Art transnationalen Polizeigemeinschaft, beispielsweise durch Förderung intensiver internationaler Kooperation, durch das Training Tausender von ausländischen Beamten oder durch die Bereitstellung eigenen Datenmaterials für ausländische Ermittler (Nadelmann 1993: 187).

der Bitte um Informationen im Ausland, umgekehrt gingen sogar 412 Anfragen ausländischer Behörden bei der SEC ein (SEC 1998: 7).

Teils auf direktem, teils auf indirektem Wege gelang es der SEC, das amerikanische Modell des Investorenschutzes auch auf multilateraler Ebene zu exportieren. Als Plattformen für den Modellexport fungierten die International Organization of Securities Commissions (IOSCO) sowie die Europäische Union.

Bei der IOSCO handelt es sich um das wichtigste »Regime« des Kapitalmarktsektors; es befasst sich mit Fragen der Regulierung von Wertpapiermärkten, der Standardsetzung in verschiedener Hinsicht und der Überwachung ausgehandelter Standards (zur IOSCO vgl. Porter 1993; Zaring 1998: 292–297). IOSCO repräsentiert überwiegend staatliche Behörden der Marktüberwachung, aber auch private Behörden mit Selbstregulierungscharakter sowie internationale Organisationen. Die Vorgängerin der IOSCO wurde 1974 zunächst als eher lockerer und interamerikanischer Zusammenschluss gegründet, um die Entwicklung der lateinamerikanischen Wertpapiermärkte zu fördern. 1984 wurde IOSCO in eine internationale Organisation transformiert und mit der Einrichtung eines dauerhaften Sekretariats in Montreal 1986 eine feste Struktur aufgebaut. Die institutionelle Festigung von IOSCO war einerseits Reaktion auf die bis Mitte der 80er-Jahre bereits fortgeschrittene Expansion der Kapitalmärkte, andererseits auch ein Nachhol- und Imitationseffekt auf das in den 70er-Jahren gegründete »Basler Komitee« (vgl. folgendes Kapitel), dem »Gegenstück« im Bankensektor (Interview 950806).

Bis heute durchlief das Regime einen erheblichen Institutionalisierungsprozess und gilt mittlerweile als etablierte Plattform der Abstimmung von Standards im Kapitalmarktbereich. In den ersten Jahren des Bestehens war die multilaterale Integrationsfähigkeit von IOSCO allerdings noch eher gering, und die Politik des Regimes spiegelte wesentlich die Ziele amerikanischer Kapitalmarktregulierung wider (vgl. Porter 1993). So fungierte IOSCO als Dach für den Abschluss bilateraler MoUs zwischen Mitgliedern der Organisation. In der ersten bedeutenden Vereinbarung des Regimes (Rio-Deklaration) von 1986, welche bis 1991 von 40 Behörden aus 35 Ländern ratifiziert wurde, verpflichteten sich die Regimemitglieder zu wechselseitigem Informationsaustausch in Fragen der Marktüberwachung und zum Schutz der Anleger vor Verstößen gegen Kapitalmarktrecht. Jede unterzeichnende Behörde wurde verpflichtet, eine Kontaktperson zu benennen, die alle ausländischen Anfragen entgegen nehmen sollte. 1989 wurde die Rio-Deklara-

tion ergänzt durch eine Kooperationsresolution, die bis 1991 von 18 Behörden unterzeichnet worden ist. In dieser Vereinbarung wird auf die Notwendigkeit der Änderung heimischer Wertpapiergesetze verwiesen, falls diese erforderlich sein sollte, um die Rio-Deklaration zu implementieren. Sowohl die Rio-Deklaration als auch die Resolution von 1989 wurden von den USA vorgeschlagen beziehungsweise in einem Komitee verhandelt, in dem der Vorsitzende der SEC den Vorsitz besaß. Seit 1990 erhielt der Abschluss bilateraler Abkommen eine Eigendynamik, und die USA waren nur noch zu einem kleinen Teil Partner dieser Vereinbarungen. Mittlerweile gehört es zu einem der Arbeitsschwerpunkte der IOSCO, Standardvorlagen für den Abschluss von MoUs zu erarbeiten, die die Fortsetzung der Netzwerkbildung erleichtern sollen.

Die zunehmende Kodifizierung und »Verstaatlichung« von Regulierungsstandards wurde im Kapitalmarktsektor durch den Abschluss bilateraler Abkommen also erheblich vorangetrieben. Die spezifischen Anforderungen an die Kompetenzen der Kooperationspartner legen es nahe, dass es öffentliche Behörden und nicht private Selbstverwaltungskörperschaften sind, die kooperieren. Hinzu kommt, dass die interne Organisationsstruktur von IOSCO und die dort intern herrschenden Spielregeln staatliche Mitglieder im Vergleich zu privaten begünstigen. Im Unterschied zum Basler Komitee ist IOSCO größer (136 Mitglieder aus 80 Ländern im Jahre 1996) und intern formalisierter. Es besteht eine Hierarchie in der Ausschussstruktur und im Status der Mitglieder. Die zentralen Entscheidungsprozesse finden im »Geschäftsführenden Ausschuss« sowie im »Technischen Ausschuss« statt; in beiden sind ausschließlich die Länder mit den weltweit bedeutendsten Kapitalmärkten repräsentiert. Mitglieder der IOSCO verfügen entweder über die Vollmitgliedschaft, oder sie sind lediglich assoziiert beziehungsweise nur lose mit der Organisation verbunden. Der Status des jeweiligen Mitgliedes hängt dabei von seinem öffentlichen oder privaten Charakter ab. Private Körperschaften wie etwa Börsen sind nur lose angegliederte Organisationsmitglieder, die kein Stimmrecht haben und von der Mitarbeit in den beiden wichtigsten Komitees ausgeschlossen sind – Faktoren, die wie wir sehen werden, solche Länder benachteiligten, in denen Regulierungsaufgaben bei Institutionen privater Selbstregulierung angesiedelt waren.<sup>8</sup>

---

8 Vgl. IOSCO (1994), Interview 950806, Coleman/Underhill (1998: 238), Slaughter (2000: 184–185).

Auf europäischer Ebene bestanden bereits in den 60er-Jahren Bestrebungen, die nationalen Modelle der Kapitalmarktregulierung zu harmonisieren; insofern lassen sich die europäischen Aktivitäten nicht lediglich als Ergebnis einer bloßen Diffusion des amerikanischen Modells begreifen. Bereits im so genannten Segré-Bericht von 1966, den eine Sachverständigengruppe im Auftrag der EWG-Kommission ausgearbeitet hatte, wurde die Schaffung eines europäischen Kapitalmarktes als unverzichtbare Ergänzung der Ausweitung von Produktion und Handel auf Gemeinschaftsebene hervorgehoben. Gleichzeitig wurde ein erheblicher Rückstand bei der Errichtung des europäischen Kapitalmarktes insbesondere im Vergleich mit den USA und Japan diagnostiziert, der auf ein unterentwickeltes Angebot an industriellen Kapitalnehmern (Emittenten) und institutionellen Kapitalgebern (Anleger) zurückgeführt wurde (EWG-Kommission 1966: 28–30, 214–215). Neben dem Abbau nationaler Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs rückte auch die Angleichung der Bestimmungen über die Zulassung von Wertpapieren zum Handel sowie die Herstellung von Transparenz und Publizität über die Börsenmärkte in den Mittelpunkt einer Politik der Förderung der europäischen Kapitalmarktintegration. Gleichwohl verlief der Integrationsprozess bis Mitte der 80er-Jahre ausgesprochen mühsam und schleppend, was nicht zuletzt darauf zurückzuführen war, dass man zunächst noch den Versuch einer umfassenden Harmonisierung nationalen Kapitalmarktrechts unternahm. Die im Juli 1977 von der Kommission empfohlenen freiwilligen *Wohlverhaltensregeln* für den Wertpapierhandel gelten als die erste Gemeinschaftsmaßnahme überhaupt im Feld des Wertpapiergeschäftes. Es handelte sich hierbei um Empfehlungen an Emittenten, Berater und Wertpapierhändler, faire und transparente Handelspraktiken einzuhalten und dadurch das Vertrauen der Anleger in das zuverlässige Funktionieren der organisierten Märkte zu fördern. Diese Empfehlungen in Richtung einer gemeinschaftsweiten »Ethik« des Börsenhandels wurden insgesamt nur wenig beachtet (Walch 1979: 256–257; Rudolph 1992: 356). Bis 1985 wurden im Wertpapiersektor auf europäischer Ebene weitere drei Richtlinien verabschiedet, welche allesamt auf die Anhebung des Anlegerschutzes durch Förderung von Publizität (»disclosure«) im Wertpapierhandel abzielten. Die *Börsenzulassungsrichtlinie* (79/279/EWG) des Rates vom 5. März 1979 spezifizierte Bedingungen, die von Emittenten zu erfüllen waren, die eine Amtliche Börsennotierung in einem anderen Mitgliedsstaat anstrebten. Die Richtlinie sah die Einrichtung eines »Kontaktausschusses« aus Repräsentanten der Mitgliedsstaaten bei der Kommission vor, der die Richtlinienumsetzung koordinieren sollte. Die *Prospektrichtlinie* vom März 1980 (80/390/EWG)



benannte die Art der Informationen, die von Seiten der Emittenten bei der Zulassung ihrer Aktien zur Amtlichen Börsennotierung offen zu legen waren. Schließlich verpflichtete die *Zwischenberichtsrichtlinie* (82/121/EWG vom 15.2.1982) als dritte der auf Publizitätsförderung ausgerichteten Richtlinien, börsennotierte und im Amtlichen Handel tätige Gesellschaften dazu, Halbjahresberichte über ihren Umsatz zu veröffentlichen und definierte die genauen Bestandteile des erforderlichen Berichts sowie die Modalitäten seiner Veröffentlichung. Bereits bei der Formulierung dieser Richtlinie zeigten sich Widerstände gegenüber höheren Transparenzstandards von Ländern wie Deutschland, dessen Regulierungstradition durch Modi informeller und von der Öffentlichkeit abgeschotteter Selbstregulierung geprägt war. So protestierten die deutschen Banken- und Wirtschaftsverbände (Bundesverband deutscher Banken, BdB, der Bundesverband der Deutschen Industrie, BDI, und der Deutsche Industrie- und Handelstag, DIHT) im Vorfeld der Prospektrichtlinie beim damals für die Kapitalmarktregulierung zuständigen Bundesministerium der Wirtschaft sehr heftig. Besonders die Pläne der Kommission, in die Zulassungsbestimmungen eine Vorschrift zu integrieren, in der die Vorstände der emittierenden Aktiengesellschaften sich verpflichten, Art und Umfang der geplanten Investitionen und deren Finanzierung offen zu legen, wurden von deutscher Seite abgelehnt. Ein Unternehmen könne schließlich nicht gezwungen werden, der Öffentlichkeit und damit auch seinen Konkurrenten Geschäftsgeheimnisse zu offenbaren. Die Brüsseler Bürokratie sei weltfremd und wolle perfektionistischer sein als die Regierungen der Mitgliedsstaaten (Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 3/1971: 94). Auf Anregung des BMWi erarbeitete die Börsensachverständigenkommission (BSK) eine Stellungnahme zu den publizierten Plänen, die im Herbst 1971 auch der EG-Kommission zugeleitet wurde. Darin wurden Befürchtungen geäußert, dass eine Erweiterung der Publizitätspflichten emissionswillige Unternehmen auf nicht organisierte Märkte drängen oder diese vollständig von einer Emission abhalten könne. Die mittelbare Folge sei eine Verschlechterung der Eigenkapitalbeschaffung und auch eine des Sparer-schutzes (Bremer 1976: 128–129). Letztlich gelang es Deutschland damals nicht, die Verabschiedung der Prospektrichtlinie zu verhindern, die im März 1980 und damit zwölf Jahre nach dem ersten Diskussionsentwurf erfolgte. Dennoch versuchte die Bundesregierung, unterstützt durch Bundesrat und Verbände, nach Kräften, deren Umsetzung in nationales Recht hinauszuzögern (Beyer-Fehling/Bock 1975: 62–63; Schlicht 1973: 29).

Ab Mitte der 80er-Jahre gewann der Integrationsprozess auf EU-Ebene erheblich an Dynamik. Auch im Kapitalmarktsektor erleichterte der Übergang zur Festlegung europaweiter Mindeststandards bei wechselseitiger Anerkennung einzelstaatlicher Vorschriften sowie die Einführung des qualifizierten Mehrheitsprinzips als Entscheidungsregel für binnenmarktbezogene Richtlinien den weiteren Harmonisierungsprozess. Festgeschrieben wurde ebenfalls die Verantwortung des Herkunftslandes (Heimatlandkontrolle) für die Aufsicht über die internationalen Aktivitäten ihrer Marktteilnehmer. Die im Dezember 1985 verabschiedete *Investmentrichtlinie* (85/611/EWG vom 20.12.1985) enthielt als erste der neuen finanzmarktbezogenen Richtlinien die beiden neuen Koordinationsprinzipien der Binnenmarktintegration. Aufbauend auf diesen Integrationsprinzipien wurden allein zwischen 1987 und 1993 drei Richtlinien erlassen, die von Emittenten im Vorfeld einer Börsennotierung zu beachten waren. Die *Börsenpublizitätsrichtlinie* (88/627/EWG vom 12.12.1988) legte fest, dass börsennotierte Gesellschaften das Publikum über Änderungen in ihrer Beteiligungsstruktur zu unterrichten haben und auch von Käufern beziehungsweise Verkäufern großer Blöcke an stimmberechtigten Aktien über die Höhe der nach dem Erwerb oder dem Verkauf gehaltenen Beteiligung unterrichtet werden müssen. Im Sinne des Prinzips wechselseitiger Anerkennung nationaler Bestimmungen galt jetzt auch der nationale Börsenprospekt an Kapitalmärkten anderer EU-Mitgliedsstaaten (Börsenzulassungsrichtlinie 87/345/EWG vom 22.6.1987). Und schließlich erfolgte in der *Verkaufsprospekt-* beziehungsweise *Emissionsrichtlinie* (89/298/EWG vom 17.4.1989) eine weitere Spezifikation des Inhaltes und der Bedingungen für die Veröffentlichung eines Börsenprospektes.

Der entscheidende Schritt auf dem Weg der Annäherung an das amerikanische Modell einer anlegerorientierten Regulierung des Wertpapierhandels erfolgte jedoch 1989 mit Verabschiedung der *Insider-Richtlinie* (89/592/EWG), welche die Ausnutzung von Insiderwissen zum eigenen geschäftlichen Vorteil zum Straftatbestand erhob. Wie viele der anderen kapitalmarktbezogenen europäischen Richtlinien hatte auch diese eine fast zwanzigjährige Geschichte, die von Vorstößen zur Regulierung des Insiderhandels durch die Europäische Kommission und erheblichen Widerständen einiger Mitgliedsstaaten geprägt war (vgl. auch Hopt 1991 zur Richtlinien-geschichte). Mitte der 80er-Jahre hatten sich die Bedingungen für die Verabschiedung dieser Richtlinie jedoch erheblich verbessert, weil einige Mitgliedsstaaten unter dem Druck von Marktveränderungen und auch der amerikanischen Regulierungsbehörde bereits Re-Regulierungen ihrer Kapital-

märkte in Angriff genommen hatten. Großbritannien hatte sogar auf europäischer Ebene darauf gedrängt, mit Richtlinienaktivitäten solange zu warten, bis man die eigene Finanzmarktreform (Financial Services Act) zum Abschluss gebracht habe (Interview 970625; vgl. Kapitel 5.2). Im Mai 1987, als die Kommission den Richtlinienvorschlag dem Ministerrat übermittelte, hatten insofern schon vier Mitgliedsstaaten gesetzgeberische Maßnahmen gegen die missbräuchliche Ausnutzung von Insiderinformationen getroffen (Frankreich, Großbritannien, Dänemark, Portugal), weitere vier Staaten waren dabei, diese vorzubereiten (Belgien, Niederlande, Italien, Irland) (Welter 1990: 320). In Deutschland sprach sich jedoch im April 1988 eine breite Koalition aus Bundesregierung, Bundesrat, den Bundestagsfraktionen von FDP und CDU sowie den privaten Wirtschafts- und Bankenverbänden gegen eine gesetzliche Insiderregelung aus und forderte die Ablehnung der EU-Richtlinie (Bundestagsdrucksache 11/2358 vom 24.5.1988 und Bundesratsdrucksache 290/1/87 vom 7.12.1988). Im Juli 1989 war Deutschland folglich auf europäischer Ebene isoliert. Da sich der Richtlinienvorschlag der Kommission jetzt auf Art. 100a stützte und das Gesetzesvorhaben damit einer qualifizierten Mehrheitsentscheidung unterlag, sahen sich die Deutschen dem möglichen Szenario gegenüber, im Ministerrat überstimmt zu werden – einen Preis, den man im Interesse der Reputation des eigenen Finanzplatzes nicht mehr zu zahlen bereit war (Hopt 1991: 22; Jentsch 1989: 536).

Von erheblicher Bedeutung für das Schicksal nationaler Regulierungsmodelle war die Tatsache, dass durch die Insiderrichtlinie wie auch durch die nachfolgende *Wertpapierdienstleistungsrichtlinie* von 1993 (93/22/EWG) nun rechtsverbindlich Mechanismen etabliert wurden, wie sie aus bilateralen MoUs bereits bekannt waren. Auf der Grundlage des Prinzips der Heimatlandkontrolle verpflichtete die Richtlinie die Mitgliedsstaaten, »Verwaltungsstellen« zu benennen, die für die Überwachung von Insidergesetzen und weiteren Transparenzregeln zuständig sind. Die betreffenden Organe sollen über die notwendigen Kompetenzen sowie Kontroll- und Ermittlungsbefugnisse verfügen (Art. 8), außerdem Sanktionen für Richtlinienverstöße festlegen, die »einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Vorschriften darstellen« sollen (Art. 13). Weiterhin ist der Aufbau eines umfangreichen Kooperationsnetzes zwischen den nationalen Behörden geplant, welche Informationen über ihre nationalen Märkte und Marktteilnehmer austauschen und diese gegenüber Dritten auf der Basis von »Amtsgeheimnissen« geheim halten sollen. Alles dies legt letztlich nahe, dass es sich bei den nationalen Knotenpunkten des neuen Netzwerkes um Institutionen han-

deln muss, die Zugriff auf staatseigene Ressourcen wie etwa ein Monopol legitimierter Gewalt besitzen.

Seit Mitte der 90er-Jahre hat sich ein solches zwischenstaatliches Kooperationsnetzwerk auf europäischer Ebene fortschreitend institutionalisiert. 1997 gründeten siebzehn nationale Wertpapieraufsichtsbehörden der EU, Islands und Norwegens in Paris das Forum of European Securities Commissions (FESCO), das sich dem Informationsaustausch, der wechselseitigen Amtshilfe bei grenzübergreifenden Verstößen gegen nationales Kapitalmarktrecht sowie der Koordination von Aufsichtsstandards widmet. Die EU-Kommission und das Regionalkomitee der IOSCO verfügen bei FESCO-Treffen über einen Beobachterstatus. Ziel der Aktivitäten ist die »Verbesserung des Anlegerschutzes auf europäischer Ebene, die Steigerung von Markttransparenz sowie die Sicherung einer fairen Behandlung der Anleger« (vgl. <http://www.eurofefesco.org>). 1999 schlossen die FESCO-Mitglieder nach amerikanischem Vorbild ein multilaterales Memorandum of Understanding ab, das die bislang bestehenden bilateralen Abkommen innerhalb Europas ersetzt und die Grundlage für die Tätigkeit von FESCOPOL, einer operativen Koordinationseinheit von Mitgliedern nationaler Überwachungsorgane bildet. FESCO wurde auch zunehmend in der Entscheidungsvorbereitung aktiv und erarbeitete beispielsweise Vorschläge für die bevorstehende Novellierung der Wertpapierdienstleistungs- und Insiderrichtlinie (Financial Times Deutschland vom 26.9.2000: 21; [http://www.bawe.de/pm14\\_99.htm](http://www.bawe.de/pm14_99.htm)). Auf Beschluss der Europäischen Kommission vom 6.6.2001 (2001/1501/EG) wurde FESCO mittlerweile aufgelöst und in den Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (AEWBR) überführt. Nach wie vor sind im Ausschuss die Leiter der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden aus allen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union sowie die Aufsichtsorgane Norwegens und Islands vertreten. Der AEWBR ist ausgeprägter als sein Vorgänger FESCOPOL eine unabhängige Beratungsinstanz der Europäischen Kommission und soll diese bei der Ausarbeitung technischer Durchführungsbestimmungen unterstützen. Auf diese Weise soll eine raschere Umsetzung des Gemeinschaftsrechts in der Aufsichtspraxis auf nationaler Ebene erreicht werden ([http://www.bawe.de/pm01\\_11.htm](http://www.bawe.de/pm01_11.htm)).

Die stärkere Institutionalisierung intergouvernementaler Kooperation in Fragen der Kapitalmarktregulierung steht nicht zuletzt im Kontext von Fusionsbestrebungen der europäischen Börsen, der europäischen Währungsintegration und des zugespitzten Wettbewerbes unterschiedlicher Zeitzonen um Liquidität. Die auf die Vollendung des europäischen Kapitalmarktes bis

zum Jahre 2003 ausgerichteten politischen Aktivitäten zielen nicht nur auf den Abbau der noch verbleibenden Handelshemmnisse, sondern auch auf die Harmonisierung von Transparenzstandards und die Beschleunigung von Entscheidungsprozessen in regulativen Angelegenheiten. Zu den noch anstehenden Harmonisierungsfeldern zählen Richtlinien zur besseren Bekämpfung neuer Formen der Marktmanipulation, ein »EU-Pass« für Unternehmen, die eine europaweite Börsennotierung anstreben und damit zusammenhängend einheitliche Bilanzierungsstandards für börsennotierte Unternehmen<sup>9</sup> sowie Regelungen der Anlagemöglichkeiten von Investment- und Pensionsfonds. Der im Februar 2001 vorgelegte Richtlinienentwurf gegen Marktmissbrauch bei Wertpapiergeschäften sieht zudem explizit vor, die Mitgliedsstaaten zu verpflichten, ihre Ermittlungsarbeiten gegen mutmaßliche Insidergeschäfte oder Marktmanipulationen bei »einer einzigen staatlichen Aufsichtsbehörde« zu konzentrieren (Handelsblatt vom 11./12.5. 2001: 8; Financial Times Deutschland vom 31.5.2001: 21). Im Juli 2000 setzten die Wirtschafts- und Finanzminister der EU eine Expertengruppe unter Vorsitz von Alexandre Lamfalussy (»Sieben Weisen«) ein, die Vorschläge zur Beschleunigung der Entscheidungsprozesse in Fragen der Kapitalmarktregulierung erarbeitete. Aus diesen Beratungen gingen mittlerweile Maßnahmen hervor, die darauf abzielen, die legislativen Aktivitäten von Kommission, Ministerrat und Europäischem Parlament im Kapitalmarktbereich auf die Festlegung allgemeiner Rahmenrichtlinien zu beschränken, die entscheidenden und oftmals konfliktbehafteten Details der Richtlinienentwicklung in Zukunft jedoch durch einen neuen Europäischen Wertpapierausschuss (EWA), besetzt mit hochrangigen Vertretern der Mitgliedsstaaten (in aller Regel Staatssekretäre), regeln zu lassen. Der EWA fungiert zunächst als Beratungsgremium der Kommission in Wertpapierfragen, soll jedoch später auch Entscheidungskompetenzen erhalten und als »Regulierungsausschuss« fungieren. Der bereits erwähnte AEWBR geht ebenfalls auf Vorschläge der »Sieben Weisen« zurück und ist als Koordinationsgremium zu verstehen, das die Umsetzung von EU-Richtlinien auf nationaler Ebene beschleunigen soll. Von der Erweiterung der Komitologie in diesem Bereich verspricht man sich eine größere Reaktionsgeschwindigkeit und Flexibilität, um Regeln zügig veränderten Marktbedingungen anpassen und den Finanzbinnenmarkt bis zum Jahre 2003 vollenden zu können. Diese Maßnahmen wurden von den Staats-

---

9 Was zu potentiellen Konflikten mit den USA führen kann, die bislang von ausländischen Unternehmen, die eine Notierung an einer amerikanischen Börse anstreben, eine Bilanz nach dem amerikanischen US GAAP-Standard einforderten (vgl. dazu Kapitel 5.1).

und Regierungschefs der EU auf dem Gipfeltreffen von Stockholm im März 2001 beschlossen. Damit würde *de facto* ein Ausschussverfahren bei der Finanzmarktregulierung eingesetzt, das in ähnlicher Form bereits in der Agrarpolitik praktiziert wird und dort der Europäischen Kommission eine erhebliche Machtstellung einräumt. So können Kommissionsvorschläge dort nur durch eine *qualifizierte* Mehrheit der EU-Staaten blockiert werden. Vor diesem Hintergrund setzten die Mitgliedsstaaten im Finanzbereich auf Druck Deutschlands durch, dass die Europäische Kommission »sensitive Fragen« für die nationalen Wertpapiermärkte nicht gegen die *einfache* Mehrheit der Mitgliedsstaaten entscheiden kann und der Ministerrat nach wie vor eine Schlüsselstellung in zentralen Fragen der Kapitalmarktregulierung einnimmt (Financial Times Deutschland vom 26.3.2001: 14; Süddeutsche Zeitung vom 24./25.3.2001: 22). Nach wie vor ungeklärt ist jedoch die Rolle des europäischen Parlamentes im »verschlankten« Gesetzgebungsverfahren. Nach den jetzigen Beschlüssen (Stand April 2002) sind EU-Parlamentarier nicht im europäischen Wertpapierausschuss vertreten und insofern auf Beteiligung an der Rahmengesetzgebung beschränkt. Das Parlament fordert derzeit noch ein eigenes Vetorecht gegen unliebsame Regulierungsbeschlüsse, welches Kommission und Ministerrat mit Blick auf die angestrebte Beschleunigung der Entscheidungsverfahren jedoch ablehnen (Financial Times Deutschland vom 4.4.2001:13 und vom 7.6.2001: 21). Es bleibt abzuwarten, ob das Parlament die Verabschiedung der insgesamt zweiundvierzig Rahmenrichtlinien zur Vollendung des Finanzbinnenmarktes schrittweise blockieren wird, um eigene Mitspracherechte einzufordern. Sollte dies der Fall sein, würde wie bisher auch nach dem normalen Gesetzgebungsverfahren mit vollen parlamentarischen Mitentscheidungsrechten vorgegangen (Handelsblatt vom 26.3.2001:3). Marktakteure wie der europäische Börsenverband (Federation of European Stock Exchanges, FESE), begrüßen jedoch die Neuerungen, weil sie sich wie auch die Kommission davon eine Beschleunigung der europäischen Entscheidungsprozesse erhoffen (FAZ vom 10.11.2000: 14; Handelsblatt vom 20.11.2000: 27; Financial Times vom 28. 12.2000: 12). Forderungen nach einer Verlagerung von Aufsichtsfunktionen auf die europäische Ebene werden auf der Marktseite zwar immer lauter, erscheinen jedoch gegen den offenkundigen Widerstand der Mitgliedsstaaten bis auf weiteres kaum durchsetzbar. Die Konflikte um eine institutionelle Vereinfachung der Entscheidungsprozesse in Fragen der europäischen Finanzgesetzgebung haben einmal mehr gezeigt, dass sich die Mitgliedsstaaten Kompetenzzugeständnisse an die Europäische Kommission in diesem Politikfeld nur durch erweiterte eigene Vetorechte abkaufen lassen.

Unabhängig davon, wie die Aufsichts Kompetenzen über Kapitalmärkte in Zukunft geregelt werden, ist doch erkennbar, dass Fragen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit im Kapitalmarktsektor unter Globalisierungsbedingungen mittlerweile eng mit solchen adäquater Regulierungsstandards verknüpft sind. Ausgehend von den USA hatte sich damit auch auf europäischer Ebene ein neues Modell der Kapitalmarktregulierung durchgesetzt, das der Schaffung von Transparenz über Marktbedingungen im Interesse des Anlegers größeren Stellenwert einräumte als dies in vielen nationalen Systemen der Kapitalmarktregulierung bislang der Fall gewesen war. Es ist weniger die Aushandlung von Regelinhalten (»rule-making«) als vielmehr deren Überwachung und die Sanktionierung von Regelverstößen (»monitoring« und »enforcement«), die im Mittelpunkt des neuen Regulierungstyps stehen. Und genau diese Aufgaben sind es auch, welche eine erweiterte Staatsbeteiligung im Typus sektoraler Regulierung nahe legen. Die Antriebskraft, die diesem Modell letztlich zur Durchsetzung verhalf, war der Markt selbst. Genauer gesagt, es war die Marktmacht und die politische Macht der Repräsentanten des größten und dadurch für das Ausland attraktivsten Kapitalmarktes der Welt, die es den Vereinigten Staaten erlaubte, ihren Standard weltweit zu exportieren. Wir werden in den noch folgenden Länderkapiteln sehen, wie die einzelnen Länder mit diesem politischen und ökonomischen Druck umgingen und welche Konflikte beim Umbau nationaler Regulierungsregime auftraten.

#### 4.4 Die Regeln nach der Deregulierung (II) – Vom Standard zur flexiblen Regulierung im Bankensektor, 1970–2001

Bereits in den 70er-Jahren und damit viel früher als im Bereich des Kapitalmarktes bildeten sich im Bankensektor internationale Kooperationen zwischen Notenbankgouverneuren und nationalen Organen der Bankenregulierung heraus. Die Staatenvertreter reagierten damit auf die zunehmende Internationalisierung des Bankengeschäftes und die daraus für die Staatengemeinschaft resultierenden Probleme: So hatten die Banken begonnen, ihre »Exit«-Optionen dazu zu nutzen, Kreditpyramiden bei ihren Auslandstöchtern aufzubauen, um das wahre Ausmaß ihrer Geschäftsrisiken gegenüber den heimischen Aufsichtsinstanzen zu verschleiern. Fälle von Bankenzusammenbrüchen wie die des deutschen Privatbankhauses Herstatt oder der

amerikanischen Franklin National Bank, die in offenkundigem Zusammenhang mit internationalen Devisenspekulationen standen, taten ein übriges, um den Aufbau eines kollektiven Sicherheitsnetzes zu beschleunigen – führten solche Situationen den Regulatoren doch vor Augen, dass nationale Regeln vom mobilen Finanzkapital unter Bedingungen von Entgrenzung unterlaufen werden konnten und daraus Krisensituationen resultierten, die mit einem Reputationsverlust der Regulierungsbehörden verbunden und durch Finanzhilfen der nationalen Zentralbank zu bewältigen waren. Gleichwohl sollte die Zusammenarbeit der nationalen Zentralbanken und Aufsichtsorgane ausdrücklich nicht dazu dienen, eine Refinanzierungsinstanz auf internationaler Ebene aufzubauen, welche international tätige Banken im Krisenfall »herauskaufen« und ihre Verpflichtungen übernehmen würde; zu groß erschien die Gefahr, hierdurch den Banken Anreize zu »moral hazard« zu bieten und dadurch deren »Risikoappetit« zusätzlich zu steigern (siehe auch OECD 1983: 108–109; Kapstein 1996: 43). Zum Gegenstand multilateraler Zusammenarbeit auf dem Felde der Bankenaufsicht wurde es vielmehr, Regeln zur Begrenzung der Risiken des internationalen Bankengeschäftes zu vereinbaren, deren Einhaltung den Konkurs- und damit auch Ernstfall für die nationale Aufsicht verhindern sollte.

Initiatorin einer multilateralen Koordination in Fragen der Sicherheitsregulierung war zu Beginn der 70er-Jahre Großbritannien, das als internationalisierter Finanzplatz mehr und mehr mit den Schieflagen von Zweigstellen ausländischer Banken auf heimatlichem Boden konfrontiert wurde und an besseren Informationen über die Geschäfts- und Risikostruktur der in London tätigen Auslandsbanken interessiert war. Auf Initiative der BoE vereinbarten die Notenbankgouverneure der G 10-Staaten im Dezember 1974, ein dauerhaftes Gremium zu etablieren, das sich zunächst nur dem besseren Informationsaustausch in Fragen der Regulierung internationaler Banken widmen sollte. Mit dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basler Komitee) gründete man eine Koordinationsplattform für Notenbankgouverneure und Aufsichtsorgane der G10-Länder sowie der Schweiz und Luxemburg und lagerte diese der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel an. Dass die Einsicht in den mit der Entgrenzung von Finanzmärkten gewachsenen zwischenstaatlichen Kooperationsbedarf nicht notwendigerweise dazu führte, dass Kooperation auch stattfand, beschreibt Kapstein (1996: 45) sehr anschaulich: So fanden die nationalen Bankenregulatoren es bei ihrem ersten Treffen im Februar 1975 schwer, miteinander ins Gespräch zu kommen; zu heterogen erschienen ihnen die nationalen Bankensysteme,



vor allem aber deren jeweiliger rechtlicher Regulierungsrahmen. Gerade weil die Hürden der Zusammenarbeit zunächst recht hoch schienen, sollte die Kooperation nicht auf weit gehende Harmonisierung von Regulierungsstandards ausgerichtet sein, sondern sicherstellen, »that no foreign banking establishment escapes supervision« (zit. nach Kapstein 1996: 46). Zu diesem Zweck vereinbarten die Mitglieder des Basler Komitees den Austausch »sensibler Informationen« über international tätige Kreditinstitute zwischen Regulatoren des Heimat- und Gastlandes, eine Art »Frühwarnsystem«, um Insolvenzgefährdungen frühzeitig aufzudecken, die Durchführung von Studien zu wichtigen Themen der Bankenregulierung sowie die stärkere Koordination der Aufsicht über internationale Banken.

Im Selbstverständnis der Beteiligten handelt es sich beim Basler Ausschuss auch heute noch um ein Expertengremium, das wegen seiner »informellen und sachlichen Atmosphäre« gerühmt wird (Interview 970227d). Vereinbarungen fallen durch einstimmige Entscheidungen aller Beteiligten, wobei die Möglichkeit besteht, die Beschlussfassung durch ein nationales Veto zu verhindern. Komiteebeschlüsse haben den Charakter von Empfehlungen, von »rules without law«, die von den Mitgliedsstaaten befolgt werden können, aber nicht müssen. Ergebnis der ersten vier bis fünf Treffen des Basler Komitees war die Verabschiedung des Basler Konkordats im Dezember 1975, in dem die Grundprinzipien der internationalen Zusammenarbeit in Regulierungsfragen festgeschrieben wurden. Neben einem regelmäßigen Informationsaustausch der nationalen Aufsichtsinstanzen bekannte sich das Komitee zunächst zur gemeinsamen aufsichtsrechtlichen Verantwortung von Heimatland- und Gastlandbehörde bei der Beaufsichtigung internationaler Banken; allerdings sollte die Solvenz ausländischer Zweigstellen einer Bank ausdrücklich durch die Regulierungsbehörde des Heimatlandes sichergestellt werden, während die Gastlandregulatoren ergänzende Regulierungsverantwortung wahrnehmen sollten. Aus Gründen der Praktikabilität gab man jedoch später das Prinzip geteilter Verantwortung zwischen Gast- und Heimatlandaufsicht auf und schrieb die Verantwortung der heimatischen Regulierungsbehörde für die Beaufsichtigung internationaler Banken als Aufsichtsmaxime fest. Auf die in der Herstatt-Krise offenbar gewordene Möglichkeit, Auslandsniederlassungen zur Verschleierung der eigentlichen Kapitalbasis einzusetzen, reagierte die G10-Gruppe 1979 mit dem Bekenntnis zur *konsolidierten Überwachung*: Multinational tätige Banken hatten in ihrer Bilanz alle, auch im Ausland getätigten Geschäfte offen zu legen. Dadurch erhielt der Heimatlandregulator eine bessere Informationsgrundlage

für seine Arbeit. Bis zu Beginn der 80er-Jahre waren also bereits wichtige Schritte multilateraler Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Sicherheitsregulierung erfolgt. Nach wie vor hatten die Basler Beschlüsse informellen Charakter, der sich auch darin zeigte, dass der Inhalt des Basler Konkordats bis zum Jahre 1981 nicht publiziert wurde. Vielmehr waren Notenbankgouverneure und Aufsichtsbehörden bestrebt, Basler Vereinbarungen als »gentleman's agreements« darzustellen, die durch einen kleinen Kreis von Fachexperten diskutiert und getroffen wurden und einer breiteren Debatte durch das heimische Parlament oder Kongressausschüsse vorenthalten bleiben sollten (Kapstein 1996: 50). Verbindlichkeit erhielten Basler Empfehlungen jedoch erst durch ihre Umsetzung in nationales Recht. Für die europäischen Mitglieder des Komitees wurde diese Verbindlichkeit auch dadurch hergestellt, dass Basler Empfehlungen zur Grundlage für die Harmonisierung der Regeln international tätiger Banken wurden und systematisch Eingang in europäische Richtlinien fanden.

Bis Mitte der 70er-Jahre war es nur zu sehr zögerlichen Fortschritten bei der Bankrechtsharmonisierung gekommen. Seit 1972 bestand auf europäischer Ebene eine »Kontaktgruppe« der nationalen Bankenaufsichtsbehörden, die sich zunächst nur dem Informationsaustausch in Regulierungsangelegenheiten widmete. Die Europäische Kommission strebte in der Anfangszeit der EU eine umfassende Harmonisierung nationalen Rechts an. Im Bankensektor wurde dann in der Folge der Entwurf eines umfassenden europäischen Bankengesetzes vorgelegt, das Eigenmittel- und Liquiditätsgrundsätze festschrieb und weitere detaillierte Strukturnormen etwa im Bereich des Beteiligungsbesitzes enthielt. Dieser Entwurf erwies sich gegenüber den Mitgliedsstaaten als nicht durchsetzbar, jedoch gingen einzelne Elemente wieder in spätere Kommissionsvorschläge ein (Gruner-Schenk 1995: 36–37). Mit der *Ersten Bankenkoordinierungsrichtlinie* aus dem Jahre 1977 (77/780/EWG) wurden die auf Basler Ebene bereits formulierten Prinzipien der Heimatlandkontrolle und der internationalen Kooperation der Aufsichtsbehörden auch auf europäischer Ebene fixiert. In der Richtlinie wurde die Gründung eines Ausschusses fixiert, der eine weitere Harmonisierung von Regeln der Kapitalunterlegung des Bankengeschäftes (Definition von Grundsätzen für Eigenmittel) vorbereiten sollte. Nach Vorstellung der Kommission sollte dieser aus Vertretern nationaler Aufsichtsbehörden bestehen, die einen Überblick über die vorherrschenden Aufsichtspraktiken erarbeiten, jedoch über keinerlei Entscheidungsbefugnis verfügen sollten. Letzteres traf wiederum auf den Widerstand der Mitgliedsstaaten; denn sowohl nationale

Zentralbanken als auch die Finanzministerien wollten ein Mitspracherecht in der Vorbereitung weiterer Harmonisierungsschritte haben. Aus diesem Konflikt ging die Gründung des *Beratenden Bankenausschusses* hervor, in dem Zentralbank-, Regierungsvertreter und später auch Repräsentanten der nationalen Aufsichtsorgane versammelt waren (siehe auch Cordewener 1990). Nach und nach entwickelte sich dieser Ausschuss zum zentralen Beratungs- und Entscheidungsgremium in Fragen der europäischen Bankrechts-harmonisierung, von dem Gesetzesinitiativen ausgingen oder Kommissions-vorschläge in einem sehr frühen Stadium diskutiert werden (Interview 970507a). Die Bedeutung dieses Ausschusses erklärt sich nicht zuletzt daher, dass zumindest ein Teil seiner Mitglieder (derzeit Vertreter von acht EU-Mitgliedsstaaten) gleichzeitig auf Basler Ebene aktiv ist und Informationen über laufende Projekte auf globaler Ebene auf diese Weise in den europäischen Harmonisierungsprozess eingebracht werden. 1983 folgte die EU mit der *Ersten Konsolidierungsrichtlinie* (83/350/EWG) dann auch dem Basler Vorstoß zur konsolidierten Überwachung und legte damit ausländischen Tochterbanken die »Zügel« der heimatischen Aufsicht an.

Zu Beginn der 80er-Jahre legten Krisensituationen wie die Schließung der größten italienischen Privatbank Banco Ambrosiano, vor allem jedoch die lateinamerikanische Verschuldungskrise Missstände in der Risikoabsicherung internationaler Banken offen. Im Jahre 1982 verkündete der mexikanische Außenminister ein Zahlungsmoratorium und damit die Unfähigkeit seines Landes, weitere Zinszahlungen an ausländische Banken zu leisten (Kapstein 1989, 1992, 1996: 87; Cooke 1990). Im Ausland erweckte diese Ankündigung die Befürchtung, die ganze lateinamerikanische Region sei nicht ausreichend solvent, so dass in den achtzehn Monaten nach Bekanntgabe des Zahlungsmoratoriums keine Kreditvergabe ausländischer Banken mehr erfolgte. Weil die Hälfte der Bankforderungen der Dritten Welt von ausländischen Banken stammte, unter denen die amerikanischen Institute zu den Hauptgläubigern zählten, entwickelte sich die Verschuldungskrise zu einem Problem internationalen Ausmaßes.

Die Initiative zu einer neuen Runde der Re-Regulierung ergriffen jetzt die Vereinigten Staaten, deren Banken sich in Lateinamerika besonders engagiert hatten und über nicht ausreichende Kapitalpolster verfügten, um den Ausfall wichtiger Schuldner problemlos zu verkraften. Die amerikanische Regierung initiierte eine Finanzhilfe des Internationalen Währungsfonds, um die Ausweitung der Krise auf andere Länder der Region zu verhindern, aber auch die Krisenfolgen für die eigenen Gläubigerbanken zu lindern.

Dass in Zeiten der Rezession »Rettungsgelder für abenteuerlustige Banken« aufgewendet werden sollten, traf im Kongress auf heftige Kritik und führte dazu, dass Forderungen nach höheren Sicherheitsstandards für die international tätigen Banken geäußert wurden (vgl. genauer Kapitel 6.1). Ein nationaler Alleingang in Sachen Re-Regulierung konnte jedoch Wettbewerbsnachteile für die heimischen Institute bedeuten, wenn diese zur Absicherung ihrer Risiken nun höhere Kapitalpolster als ihre Konkurrenten anlegen mussten. Auf einem Treffen des Basler Komitees im März 1984 brachte Paul Volcker als Vertreter der amerikanischen Zentralbank den Vorschlag zur stärkeren Abstimmung von Eigenkapitalstandards in die Runde ein. Grundsätzlich traf dieser Vorstoß auf Zustimmung aller Beteiligten; denn ein Überblick über den aktuellen Stand der Kapitalisierung internationaler Banken ergab stetig fallende Kapitalquoten zwischen 1979 und 1984. Das Verhältnis von Kapitalrücklagen zu unterlegten Geschäften lag 1984 bei amerikanischen Großbanken beim historischen Nachkriegstief von 6,3 Prozent und bei französischen Banken sogar nur bei 1,9 Prozent (Kapstein 1996: 109). Gleichwohl verhinderten erhebliche nationale Unterschiede bei den verwendeten Techniken der Eigenkapitalberechnung einen schnellen Konsens, denn die Mitgliedsstaaten waren bestrebt, ihre nationalen Regulierungsmodelle und -traditionen zu verteidigen, um die Anpassungskosten an eine harmonisierte Lösung entsprechend gering zu halten. Zum Zeitpunkt der Verhandlungen auf Basler Ebene existierten im Kreis der G10-Länder zwei unterschiedliche Modelle der Eigenkapitalberechnung: ein eher statischer Ansatz (»gearing ratio«) einerseits, welcher in den USA seit Beginn der 80er-Jahre, aber auch in Kanada und Japan lange Zeit verwendet wurde und ein flexibler, risikobezogener Ansatz vieler kontinentaleuropäischer Staaten (so etwa in Deutschland, Frankreich, Schweiz, Belgien, Niederlande, Schweden), aber auch Großbritanniens andererseits. Im Rahmen des statischen Ansatzes sollten Banken ihre Kapitalpolster auf der Basis der Bilanzsumme berechnen; so hatten amerikanische Banken für jede 100 US-Dollar an Bankeinlagen 5,5 US-Dollar an Sicherheiten zu hinterlegen. Es war insofern unerheblich, ob es sich bei verliehenen Bankengeldern um »risikohaltigere« Kredite an Entwicklungsländer oder an die eigene Regierung handelte; für die einzelne Bank war die Art der Rücklage immer gleich teuer. In den USA stellte dieser recht grobe und wenig wirkungsvolle Regulierungsansatz letztlich den kleinsten gemeinsamen Nenner der drei zuständigen Regulierungsbehörden auf Bundesebene dar, die in den 70er-Jahren noch völlig unterschiedliche Formeln der Kapitalberechnung benutzt hatten (Kapstein 1992: 278). Demgegenüber verfolgten Länder wie Deutschland oder

Großbritannien bereits seit den 60er- beziehungsweise 70er-Jahren die Strategie, Kapitalrücklagen im Verhältnis zum Risiko der getätigten Geschäfte zu definieren. Sehr risikoreiche Darlehen wurden mit höheren Kapitalanforderungen bestraft, kurzfristig liquidierbare Außenstände hingegen mit niedrigeren Kapitalquoten belohnt.

Als im Mai 1984 mit der Continental Illinois die achtgrößte Bank der USA eine Liquiditätshilfe der Fed in Höhe von 6 Mrd. US-Dollar erhielt, um ihren unmittelbaren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen und trotz dieser Finanzspritze nachfolgend in den Konkurs ging, wuchs der Druck des Kongresses auf die amerikanischen Regulierungsbehörden, den Re-Regulierungsprozess nun zu beschleunigen. Der erneute Bankenzusammenbruch trug einmal mehr dazu bei, den bestehenden amerikanischen Regulierungsansatz zu delegitimieren und die USA bei den Verhandlungen auf Basler Ebene offener für Kompromisse zu machen. In dieser Situation nahm die amerikanische Zentralbank Gespräche mit der BoE auf, um auszuloten, ob Chancen für eine bilaterale Verständigung über Modalitäten der Kapitalberechnung bestanden. Großbritannien hatte wie auch die kontinentaleuropäischen Staaten bereits seit längerem einen risikobezogenen Ansatz verfolgt, teilte mit den Vereinigten Staaten jedoch Vorstellungen über die Definition von Kapitalbestandteilen. Im Januar 1987 verkündeten beide Länder eine bilaterale Vereinbarung über gemeinsame Standards der Kapitaladäquanz. Darin waren bereits Elemente der bislang zwischen Komiteemitgliedern strittigen Fragen geregelt worden, darunter die Kapitaldefinition, ein Raster von Kreditarten und ihrer Gewichtung nach Risikogehalt sowie Bestimmungen darüber, mit wie viel Kapital welche Art von Risiko abgesichert werden sollte (Kapstein 1989: 339). Im Ausland wurde diese zweiseitige Übereinkunft als mögliche Bedrohung und »politische Erpressung« (Interview 980909) empfunden: Sollten die eigenen Banken auf diesen Märkten in Zukunft nur dann tätig werden dürfen, wenn sie den bilateralen Standard akzeptierten? Nicht verwunderlich also, dass jener transatlantische Deal zwischen den Ländern mit den wichtigsten Bankenmärkten das entscheidende Druckmittel war, um zunächst Japan als damals noch drittgrößten Finanzmarkt in einen Konsens einzubinden und letztlich einen Standard auszuhandeln, dem sich alle Komiteemitglieder anschlossen (Genschel/Plümper 1997: 630). Nach fast einem weiteren Jahr der Klärung technischer Detailfragen in den Arbeitsgruppen des Komitees war es dann im Dezember 1987 so weit – die Komiteemitglieder verständigten sich darauf, dass eine feste Quote von mindestens 8 Prozent das Verhältnis von Kapital zu unterlegten

Risiken kennzeichnen sollte. Hinzu kam eine detaillierte Formel der Kategorisierung von Risiken, ihre prozentuale Gewichtung und die Spezifizierung von Eigenkapitalbestandteilen, welche zur Risikounterlegung verwendet werden durften. Kredite an Nicht-OECD-Staaten galten als höheres Risiko verglichen mit solchen an OECD-Länder und mussten mit einer Quote von 100 Prozent bei der Eigenkapitalberechnung veranschlagt werden (Club Rule). Kredite an Banken und Unternehmen in anderen OECD-Staaten wurden ebenfalls weniger risikoreich eingestuft als solche im Nicht-OECD-Raum und erforderten entsprechend geringere Eigenkapitalrücklagen. Unternehmenskredite wurden mit 100 Prozent gewichtet und damit höher als solche an OECD-Staaten oder andere Banken; kurzfristig vergebene Darlehen erforderten weniger Eigenkapital als längerfristige. Nach Einschätzung Beteiligter wurde in dieser Vereinbarung »Reinheit mit Pragmatismus kombiniert« (Cooke 1990: 330) und ein fairer Kompromiss zwischen der eher restriktiven Position Deutschlands und derjenigen der angelsächsischen Staaten erzielt. Somit ging die *Basler Eigenkapitalvereinbarung* letztlich über die Inhalte des bilateralen Akkords hinaus und galt nicht ohne Grund als der bis dahin größte Erfolg in der Regimegeschichte, war doch damit erstmals ein kapitalbasierter *Standard* der Risikobegrenzung definiert worden. Wie auch in den 70er-Jahren folgte die Europäische Union den Basler Vorgaben: Mit der *Eigenmittelrichtlinie* (89/299/EWG) und der *Solvabilitätskoeffizientenrichtlinie* (89/647/EWG) vom Dezember 1989 wurden weitere Schritte in Richtung risikobasierter Kapitalunterlegung vorgenommen. So definiert die Eigenmittelrichtlinie die zur Risikobegrenzung verwendbaren Komponenten des Eigenkapitals gemäß der Basler Empfehlung, während in der Schwesterrichtlinie die quantitativen Anforderungen an die Eigenmittelausstattung festgelegt werden.<sup>10</sup>

Seit Beginn der 90er-Jahre hat sich auf globaler Ebene das Spektrum der Akteure, die sich mit Problemen des Umgangs mit Finanzrisiken befassen, über den Kreis der Regulierungsorgane und Zentralbanken westlicher Industriestaaten hinaus erweitert (vgl. Lütz 2000b zum Zusammenhang von Marktentwicklung und Regimebildung im Finanzsektor). Finanzkrisen größeren Ausmaßes wie in Mexiko 1994/1995 oder die Asienkrise 1997/1998 demonstrierten, dass negative Externalitäten zu Kettenreaktionen führen können, die größere Regionen in Mitleidenschaft ziehen. Das Problem fi-

---

10 Der »Solvabilitätskoeffizient« setzt hierbei die Eigenmittel eines Kreditinstitutes in Beziehung zu den nach ihrem Risiko gewichteten Geschäften.

nanzwirtschaftlicher Systemstabilität wird vor diesem Hintergrund immer stärker *politisiert*, was sich in wachsenden Aktivitäten der G7-Gruppe äußert. Zwar finden bereits seit 1975 Treffen der Staatschefs der großen Industrieländer statt und seit 1986 solche der jeweiligen Finanzminister und ihrer Referenten. Im Zuge der mexikanischen Finanzkrise des Jahres 1994, in der der IWF eine seiner größten Rettungsoperationen einleitete und auch die USA wiederum als Krisenmanager auftraten, entwickelte sich auf G7-Ebene ein Zyklus von Treffen, die auf die Reform der internationalen Finanzinstitutionen (IWF und Weltbank) abzielen (Bayne 1997). Auf dem Halifax-Gipfel von 1995 wurde beschlossen, das beim IWF angelagerte Frühwarnsystem im Falle internationaler Finanzkrisen zu verbessern. Im Zuge der Bewältigung der asiatischen Finanzkrise wurde eine weitere Kompetenzerweiterung des IWF diskutiert, der wirtschaftspolitisches Fehlverhalten seiner Mitglieder künftig öffentlich ahnden und Korrekturen anmahnen soll. Mittlerweile rückte die Suche nach institutionellen Pfeilern einer stabilen internationalen Finanzarchitektur in den Mittelpunkt des Interesses der G7-Gruppe. Da man von den Basler Aufsehern regelmäßige Berichte über Fortschritte der Aufsichtstätigkeit anfordert, werden die Aufsehergremien in den Jahresrhythmus der Gipfeltreffen gezwungen und unter zusätzlichen Handlungsdruck gesetzt.

In horizontaler Perspektive vernetzt sich das Basler Komitee immer mehr mit den Aufsichtsbehörden anderer Regionen und Segmenten des Finanzsektors. Da die jüngeren Finanzkrisen im Wesentlichen die aufstrebenden Märkte in Lateinamerika und Asien betrafen, wächst seit 1996 der politische Druck der G7-Gruppe auf das Komitee, die in den Industrieländern geltenden Standards der Bankenregulierung auf die »emerging markets« zu übertragen, die dem Komitee bekanntlich nicht angehören und sich den Basler Normen bislang verschlossen (vgl. Handelsblatt vom 23.6.1997: 2). Im Jahre 1997 legte Basel ein Papier mit »25 Kernprinzipien einer effektiven Bankenüberwachung« (»core principles«) vor, das mit den Aufsichtsorganen von fünfzehn aufstrebenden Märkten abgestimmt worden war. Darin verständigen sich die Beteiligten über gemeinsame Anforderungen an das Betreiben des Bankengeschäftes, über Methoden der laufenden Aufsicht und Sanktionsmöglichkeiten der Aufsichtsbehörden. Im Zuge der Asienkrise wurde offensichtlich, dass es an der adäquaten Umsetzung dieser wohl gemeinten Standards auf nationaler Ebene offensichtlich mangelt. Den zuständigen Aufsichtsbehörden fehlt es vielfach an der politischen Unabhängigkeit, an Ressourcen wie auch an der erforderlichen Qualifikation zur Ausübung ihrer

Aufsichtstätigkeit. Kooperationsbeziehungen des Basler Komitees mit der IOSCO als internationale Vereinigung der Aufsichtsorgane im Kapitalmarktsektor, aber auch mit der International Association of Insurance Supervisors (IAIS) sind Ausdruck des stärkeren Zusammenwachsens aller drei Marktsegmente und Marktrisiken. Im Rahmen des 1996 gegründeten Joint Forums diskutieren Vertreter aller drei Organisationen die Arbeitsteilung bei der Beaufsichtigung internationaler Finanzkonglomerate und erarbeiten Berichte zur Vorlage bei Gipfeltreffen der G7-Staaten. Mit der Gründung des Forums für Finanzstabilität (FSF) im Februar 1999 (vgl. hierzu Tietmeyer 1999 und Financial Stability Forum 1999) schuf man einen institutionellen Anker zur Kooperation aller an der Stabilität von Finanzmärkten mitwirkenden staatlichen Instanzen. Beim FSF handelt es sich um ein Koordinations- und Arbeitsgremium, das als dauerhafter Roundtable konzipiert und ebenso wie das Basler Komitee der Bank für internationalen Zahlungsausgleich angelagert ist. Das Gremium unterscheidet sich insofern von bestehenden Foren, als es nationale Aufsichtsinstanzen und Zentralbanken mit Repräsentanten internationaler Organisationen (IWF, Weltbank, BIZ und OECD) und Regulierungsgremien (Basler Komitee, IOSCO und IAIS) zusammenführt, politische Vertreter mit Experten verbindet (so ist die USA auch durch ihr Department of Treasury vertreten) und den Kreis beteiligter Staaten über den G7-Klub hinaus erweitert (so sind auch Hongkong, Singapur und Australien dort repräsentiert). Bislang widmen sich drei Arbeitsgruppen des FSF Themen wie der Regulierung kurzfristiger Kapitalflüsse, bislang nicht regulierter »Offshore«-Märkte sowie so genannter »highly leveraged activities and institutions«, zu denen vornehmlich hochspekulative Hedge-Fonds gehören (vgl. <http://www.fsforum.org>).

Für die Weiterentwicklung von Standards der Bankenregulierung im Kreise der westlichen Industrieländer und die Arbeit des Basler Komitees in diesem Bereich ist die verstärkte *Selbstorganisation privater Akteure* auf globaler Ebene von zentraler Bedeutung. Bei Gruppen wie der Group of Thirty (G30) oder dem Institute of International Finance (IIF) handelt es sich um Selbsthilfeorganisationen der Kreditwirtschaft, welche als Studiengruppe hoher Repräsentanten des Finanzwesens oder als ein in Washington ansässiger Think Tank den Markt beobachten und sich zunehmend über wünschenswerte Selbstbeschränkungen verständigen. So führte die G30 im Jahre 1994 eine Befragung von 380 global tätigen Banken durch, in der betriebsinterne Abläufe des Risikomanagements erhoben wurden (FAZ vom 7.12.1994). Im Juni 1997 schlug die G30-Gruppe sogar vor, Fragen der Bankenregulierung



doch in einem Standing Committee aus Vertretern der wichtigsten Global Players und einigen Aufsehern zu regeln, in dem zugleich Grundsätze für ein wirksames Risikomanagement erarbeitet werden sollten (Group of Thirty 1997). In den letzten Jahren entwickelte sich das IIF zum zentralen Konsultationspartner des IWF und der Weltbank, aber auch des Basler Komitees in Regulierungsfragen. Das IIF wurde als Reaktion auf die Schuldenkrise des Jahres 1983 als Selbsthilfeorganisation gegründet; im April 2000 hatte es 315 Mitglieder, darunter international tätige Banken, Versicherungen und Fonds aus mehr als 40 Ländern. Das Institut unterstützt seine Mitglieder bei der Sammlung relevanter Informationen, etwa über die Verschuldungssituation einzelner Länder oder über Techniken des Risikomanagements, versucht sich als Forum für den Informationsaustausch der privaten Finanzgemeinschaft mit öffentlichen Organisationen zu etablieren und formuliert im Vorfeld der Treffen von IWF und Weltbank und Sitzungen des Basler Komitees Vorschläge und Stellungnahmen zu aktuellen Regulierungsfragen. Im September 1999 gründete das IIF ein Steering Committee on Regulatory Capital, dem Risikomanager einzelner Banken sowie Mitglieder der oberen Managementebene von Global Players angehören. Das Komitee erarbeitet Empfehlungen zu den Konsultationspapieren der Basler Aufsichtsbehörden (vgl. zum IIF <http://www.iif.com>; Handelsblatt vom 13.4.2000: 25).

Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, dass es private Banken waren, die 1994 entscheidende Elemente eines neuen, eher flexiblen Ansatzes der Bankenregulierung in die Diskussion brachten. Institute sollten die Möglichkeit erhalten, Derivatgeschäfte in Zukunft durch Eigenkapitalquoten abzusichern, die mit Hilfe eigener Computermodelle errechnet wurden. Der Basler Akkord als quantifizierender Standardansatz wurde als zu grob bewertet, um mit Risiken marktgebundener Geschäfte umzugehen, die je nach Marktsituation stark schwanken können. Vielmehr verspreche der Einsatz eigener Modelle eine auf das individuelle Risikoportfolio abgestimmte Kapitalunterlegung, damit größere Genauigkeit der Absicherung und für die Bank dadurch eine Kapitalersparnis (Financial Times vom 7.7.1994). Nicht zufällig kam dieser Vorstoß insbesondere von amerikanischen Banken wie J.P. Morgan und Chase Manhattan, welche seit langem im Derivathandel tätig sind und entsprechende Erfahrungen auch mit internen Systemen des Risikomanagements besitzen. Amerikanische Regulierungsbehörden, die sich seit Beginn der 90er-Jahre intensiver mit Fragen des Risikomanagements befassten, unterstützten auf Basler Ebene diesen Vorschlag, nicht zuletzt, um den eigenen Instituten durch schnellen Einsatz der Modelle bei der

Eigenkapitalberechnung internationale Wettbewerbsvorsprünge zu sichern (siehe auch Hartmann 1996; Interviews 970620, 970522, 970617).

Grundsätzlich teilten die anderen Mitglieder des Komitees die Auffassung der Amerikaner, dass ein Übergang zu einem flexibleren Regulierungsansatz sinnvoll sei. Bankenzusammenbrüche wie der Konkurs des britischen Bankhauses Barings oder der japanischen DAIWA-Bank hatten gezeigt, dass die Risiken von Spekulations- oder Absicherungsgeschäften mit Zins-, Währungs- oder auch Kursdifferenzen unmittelbar an die Volatilität der Märkte gekoppelt und damit auch schwerer berechenbar geworden sind. Techniken, die darauf abzielten, die Risikostruktur von Geschäften »schnappschussartig« zu bestimmten Stichtagen zu erfassen und mit einer standardisierten Quote an Eigenkapital zu unterlegen, erscheinen der aktuellen Situation nicht angemessen, kann sich das individuelle Risikoportfolio doch stündlich ändern und die Eigenkapitalbasis innerhalb kurzer Zeit erodieren. Mehr noch: Die Barings-Krise demonstrierte, dass auch die interne Organisationsstruktur einer Bank und hier insbesondere die mangelnde Funktionstrennung zwischen Wertpapierhandelsabteilung und dem bankeigenen Risikomanagement die Quelle externer Effekte sein konnte (vgl. Hoenig 1996: 26). Die durch Veränderungen des internationalen Finanzgeschäftes gewachsene Komplexität des Managements von Finanzrisiken entwertete bisherige standardisierte Lösungen und machte das staatliche Regulierungskartell offener für die Einbindung der Banken in den Regulierungsprozess. Möglichst »treffsichere« Regulierungslösungen erforderten nun ein *Wissen*, über das Staaten nicht notwendigerweise selbst verfügten.

Gleichwohl legten Länder wie Deutschland, deren korporatistisches, auf standardisierte Lösungen ausgerichtetes Regulierungsmodell relativ weit von dem neuen Regulierungsansatz entfernt war, bei den Verhandlungen auf Basler Ebene großen Wert darauf, Mindeststandards hinsichtlich der Zuverlässigkeit mathematischer In-house-Modelle festzuschreiben und ein »quantitatives Sicherheitsnetz« zu spannen. Hintergrund waren Testläufe von fünfzehn Großbanken, die mit Hilfe eigener Modelle ihre Risikoportfolios aus circa dreihundertfünfzig verschiedenen Positionen überprüft hatten und zu weitgehend unterschiedlichen Ergebnissen bei der errechneten Eigenkapitalquote gekommen waren (Financial Times vom 13.4.1995). Wenn also die Eigenkalkulation der Banken so unterschiedlich ausfallen konnte und zudem nicht sichergestellt war, dass »eine japanische Aufsicht so genau prüft wie eine deutsche«, bestand die Gefahr, dass Banken sich bei der Kapitalunterlegung wechselseitig unterboten (Interview 970620). Deshalb

brachten die Deutschen, im Übrigen gegen heftigen Widerstand der deutschen Banken, den Vorschlag in die Basler Verhandlungen ein, die von den Banken selbst zu errechnenden Kapitalquoten durch einen festgelegten Multiplikator zu erhöhen. Nach deutscher Vorstellung sollte dieser bei 5 bis 10 liegen, was gegen den Widerstand Japans, dessen Banken ohnehin geringere Eigenkapitalrücklagen hatten und dem der USA nicht durchsetzbar war. Weil jedoch auch die amerikanischen Institute bei den Proberechnungen nicht so gut abgeschnitten hatten wie ursprünglich erwartet, waren jedoch auch die USA bereit, einen Multiplikator von 3 zu akzeptieren. Hinzu kam ein weiterer Straffaktor für den Fall, dass das Modell das Ergebnis des Risikoportfolios rückblickend nicht richtig vorhersagte. Ergänzt werden diese quantitativen Mindestanforderungen durch qualitative Forderungen an klare Verantwortlichkeiten im bankinternen Risikomanagement. Weitere Verhandlungserfolge lagen aus deutscher Sicht darin, es Banken freizustellen, Marktrisiken, die aus dem Handelsgeschäft erwachsen, mit Hilfe des eigenen Modells oder nach der herkömmlichen Standardmethode zu berechnen (»partial use«). Damit kam man den Bedürfnissen kleinerer Institute mit einem geringen Anteil an Derivatgeschäften entgegen, für die der Aufbau einer Modelltechnologie eine zu teure Investition war. Ein weiterer deutscher Verhandlungserfolg bestand in der Festschreibung eines Übergangszeitraumes von zwei Jahren bis zum Inkrafttreten dieser Vereinbarung zur Ergänzung des Basler Akkords. Dadurch erhielten Staaten, die noch rückständig in der Modellentwicklung waren, Zeit zum Aufholen. Mit dem Beschluss des »In-house«- oder auch »Value-at-risk«-Regulierungsansatz zur Absicherung von Marktrisiken wurde im Januar 1996 dann eine weit reichende Revision des Basler Akkords von 1988 beschlossen (vgl. Basler Komitee 1996).

Wiederum zog die Europäische Union mit einer eigenen Richtlinie in Sachen Modellansatz nach. Jedoch sind Abstimmungsprozesse auf europäischer Ebene in diesen Fragen ungleich langwieriger und komplexer als auf Basler Ebene. Während Basel nur Empfehlungen verabschieden will, die auf den eng abgegrenzten Adressatenkreis international tätiger Banken zielen, richten sich europäische Richtlinien dann zugleich an Banken und Wertpapierhäuser, wenn diese dasselbe Geschäft, etwa den Wertpapierhandel betreiben. Unterschiedliche Regulierungskulturen in beiden Sektoren hatten bislang Versuche der Vereinheitlichung von Regulierungsstandards immer erheblich erschwert. So hatte es fünf Jahre gedauert, bis im März 1993 die *Erste Kapitaladäquanzrichtlinie* (93/6/EWG) verabschiedet werden konnte, in der die Marktrisiken von Wertpapierhandelsgeschäften noch nach standardi-

sierter Form ermittelt und mit Kapital unterlegt wurden.<sup>11</sup> Die neuen Basler Empfehlungen machten eine erneute Revision dieser Richtlinie (»CAD II«) erforderlich, die im November 1997 beschlossen wurde. Wiederum hatte es im Vorfeld Konflikte zwischen Großbritannien und den Kontinentaleuropäern gegeben; wiederum erwies sich die britische Regierung als die beste Lobby ihrer Wertpapierfirmen und setzte für eine kleine Zahl von Häusern, die auf Warenertermingeschäfte spezialisiert sind, vorübergehende Ausnahmeregelungen von der Basler Empfehlung durch (Interviews 970424, 970507a).

Mit der Einführung flexibler Formen der Bemessung und Absicherung von Marktrisiken war nur der erste Schritt einer inkrementellen Revision des Basler Akkords von 1988 getan. Anlass, den flexiblen Ansatz auch auf Kreditrisiken und damit auf den Kern des klassischen Bankengeschäftes zu übertragen, gaben Erfahrungen der Asienkrise. So erwies sich die nach der Club Rule standardisierte Eigenkapitalunterlegung als wenig treffsicher – weil kurzfristige Darlehen an OECD-Länder mit wenig Eigenkapital unterlegt werden mussten, erhielten Staaten wie Korea mehr an kurzfristigem Kapital als letztlich für die Systemstabilität gut war. Auch kurzfristige Inter-Bank-Kredite wurden durch die Regeln des Akkords begünstigt, was dazu führte, dass asiatische Banken sich im Ausland refinanzierten, um Gelder für Immobilienspekulationen im Inland zur Verfügung zu haben. Die groben Risikokategorien des Basler Akkords boten zudem vielfältige Möglichkeiten regulativer Arbitrage; so konnten Banken innerhalb einer Risikokategorie ihr Portfolio hin zu schlechteren Krediten umbauen und für diese höhere Zinsen verlangen, ohne für dieses nun größere Risiko mehr Eigenkapital vorhalten zu müssen (»cherry picking«). Und schließlich macht die Verbriefung von Finanz- und damit auch Kreditbeziehungen es möglich, Risiken außerhalb der Bankbilanz anzusiedeln und die Grenzen fester Eigenkapitalanforderungen auf diese Weise zu umgehen (Basel Committee 1999a; White 1999; Financial Times vom 7.4.1999: 7).

Wiederum wurde eine neue Runde regulativer Reform durch die USA eingeleitet. Nach Vorstellung der Vereinigten Staaten sollte der flexible Regulierungsansatz nun auch auf Kreditrisiken angewendet werden, die durch den Basler Akkord von 1988 bislang in Form standardisierter Eigenkapitalrücklagen abgesichert wurden. Um die Eigenkapitalpolster nun besser auf die tatsächliche Risikostruktur einzelner Banken abzustimmen und schnell-

---

11 Vgl. zu diesen Konflikten auch Underhill (1997: 111–115), Brown (1997).

lebigen Veränderungen bei den eingegangenen Risiken Rechnung zu tragen, sollten zukünftig jedes Land, jedes Unternehmen und jede Gebietskörperschaft in kurzen Zeitabständen als Schuldnerisiko bewertet werden. Höherwertige und damit »sichere« Kreditnehmer ersparten der kreditgebenden Bank Eigenkapital, während sehr risikoreiche Kredite mit einem Kapitalaufschlag belegt werden. Die Qualität des bankeigenen Risikomanagements soll durch Überwachung der heimischen Aufsichtsbehörde sichergestellt werden, welche sich nun intensiver als bisher der permanenten »Evaluation der Selbstevaluation« der Banken widmet (»supervisory review process«). Im Einzelfall ist es der Aufsicht möglich, auch höhere Eigenkapitalquoten von den Instituten einzufordern als durch den Basler Mindeststandard bislang vorgesehen. Prinzipiell traf auch dieser Regulierungsvorstoß auf Zustimmung der anderen Komiteemitglieder; denn zurückliegende Krisen hatten die Defizite des alten Regulierungsansatzes offen gelegt. Erhebliche Konflikte entzündeten sich jedoch an der Frage, mit welchen Techniken Kreditrisiken in Zukunft erfasst und mit welchen Risikogewichten einzelne Typen von Kreditrisiken belegt werden sollten. Als die USA den Vorschlag einbrachten, die Bonität von Schuldnern durch Rückgriff auf das Urteil externer Rating-Firmen zu erfassen, traf dies auf heftigen Widerstand der kontinentaleuropäischen Länder, insbesondere Deutschlands. Von deutscher Seite wurde dieser Vorstoß als Angriff auf das deutsche Hausbanksystem und Versuch der Amerikaner interpretiert, sich durch regulative Maßnahmen Wettbewerbsvorteile zu verschaffen. Während in den USA fast 8.000 Unternehmen über ein Schuldnerrating verfügen, gibt es in Deutschland lediglich vierzig geratete Firmen, wobei die große Zahl von Mittelständlern überhaupt nicht geratet ist. Falls Banken für Kredite an nicht geratete Unternehmen also höhere Eigenkapitalkosten in Kauf nehmen müssen und diese an die Kreditnehmer weitergeben, befürchtete der deutsche Mittelstand letztlich eine teurere Kreditfinanzierung (FAZ vom 3./4.9.1999: 27, vom 20.11.2000: 23 und vom 20.10.1999: 35). Zudem kalkulieren Kreditinstitute, die enge und längerfristige Beziehungen zu ihren Kreditnehmern pflegen, deren Bonität nicht auf der Basis externer Ratings, sondern auf der Grundlage eigener, erfahrungsbasierter Einschätzung. Die zweite Konfliktlinie zwischen Deutschland und der angelsächsischen Fraktion im Komitee betraf die Risikogewichtung von Hypothekarkrediten, die im Ausland als risikoreich gelten, jedoch in Deutschland durch hohe Sicherungsvorkehrungen und niedrige Ausfallquoten als relativ sicher eingestuft werden. Von daher strebten die Deutschen bei der Festlegung einzelner Risikogewichte eine Ausnahmeregelung an und legten im April 1999 ihr Veto gegen die geplante

Veröffentlichung eines neuen Basler Konsultationspapiers ein. In der amerikanischen Presse, aber auch von Seiten des amerikanischen Finanzministeriums wurde dieses Vorgehen heftig kritisiert und die Deutschen einmal mehr als »internationale Reformbremser« gebrandmarkt (Handelsblatt vom 16.9.1999: 30). Als deutscher Verhandlungserfolg gilt jedoch die Tatsache, dass das im Juni 1999 vorgelegte Basler Konsultationspapier die Möglichkeit fixierte, Kreditrisiken statt durch externe Ratings auch durch *interne Ratings* oder nach bisheriger standardisierter Form zu erfassen, was den Bedürfnissen des deutschen, mittelständisch strukturierten Bankensystems nach erfahrungsbasierten, einfachen und damit kostengünstigen Regulierungslösungen entgegenkam (Basel Committee 1999b). Auch in Sachen Ausnahmeregelung für Hypothekarkredite waren die Deutschen letztlich erfolgreich.

In der anschließenden Konsultationsphase brachten sich die internationalen Großbanken durch das IIF in die Diskussion um eine Neufassung des Basler Akkords ein. Die Mitgliederversammlung des IIF im Vorfeld der Jahrestagung von Weltbank und IWF im September 1999 wurde zum Schauplatz der Auseinandersetzung kontinentaleuropäischer und amerikanischer Banken. Rolf Breuer von der Deutschen Bank und Jan Kalff als Vorsitzender der niederländischen ABN-Amro betonten in der neugegründeten IIF-Arbeitsgruppe zum Thema Eigenkapital, die Europäer müssten aus Gründen der Wettbewerbsgleichheit auf der gleichberechtigten Anerkennung des internen Kredit-Ratings bestehen. Zudem forderten die deutschen Bankvertreter einen längeren Übergangszeitraum bis zum Inkrafttreten des neuen Akkords, um Instituten die Möglichkeit zu geben, eine Datenbank mit Zeitreihen der Schuldnerbonitäten aufzubauen. Anders als amerikanische Institute betrachteten die deutschen Banken die Tendenz zur »Individualisierung« der Bankenregulierung eher skeptisch, denn Aufsichtsbehörden verfügten im neuen Modell über die Möglichkeit, im Einzelfall auch Eigenkapitalrücklagen oberhalb des bisherigen Mindeststandards von 8 Prozent einzufordern – sollten »Ermessensentscheidungen von Beamten« die von den Banken errechneten und damit »risikoadäquaten« Eigenkapitaldispositionen verändern können (Rolf E. Breuer; vgl. Handelsblatt vom 29.9.1999: 39; FAZ vom 28.9.1999: 33–34; Handelsblatt vom 28.9.1999: 34)?

Im Januar 2000 erklärte der Basler Ausschuss, die Nutzung interner Rating-Systeme als gleichberechtigte Alternative zu externen Ratings akzeptieren zu wollen. Allerdings ergab eine Erhebung der »best practices« von dreißig großen Banken aus Mitgliedsländern des Basler Komitees eine erhebliche Bandbreite bei den verwendeten Rating-Methoden, der Gewichtung qualita-

tiver und quantitativer Faktoren beim Rating-Urteil und den benutzten Definitionen von »Ausfall« und »Verlust« (Basel Committee 2000). Die Suche nach einheitlichen Standards für die Ausgestaltung des internen Ratings wurde seitdem zu einem Arbeitsschwerpunkt der Komiteearbeit. Zum neuen Konfliktpunkt zwischen Deutschland und den USA entwickelte sich die Frage der Behandlung so genannter »operationeller« Risiken bei der Eigenkapitalberechnung sowie die Länge der Übergangsfrist bis zum Inkrafttreten des neuen Basler Akkords. Bei den operationellen Risiken handelt es sich um Geschäfts- oder Betriebsrisiken, die in technischem oder menschlichen Versagen liegen. So könnte ein Computerausfall das Tagesgeschäft lahm legen oder das Fehlverhalten eines Mitarbeiters wie im Fall Barings das Unternehmen in eine Schieflage bringen. Im alten Basler Akkord waren solche Risiken nicht explizit erfasst worden; da jedoch die dort verwendeten Risikokategorien sehr grob waren, bestand von vornherein ein kapitalmäßiger Puffer gegen andere Risiken als die eines Schuldnerausfalls. Aus deutscher Sicht galt es, einen solchen Puffer auch in den neuen Akkord einzubauen, zumal das neue Regulierungsregime zumindest einigen Banken voraussichtlich Kapitaleinsparungen brachte, was aus deutscher Sicht mit Skepsis betrachtet wurde. Eine längere Übergangsfrist bis zum Inkrafttreten des Akkords strebten die Deutschen einmal an, um europäischen Banken den Aufholprozess bei der Standardisierung interner Ratings zu erleichtern, aber auch mit Hinblick auf die noch anstehenden Verhandlungen zur Umsetzung der Basler Empfehlungen in eine europäische Richtlinie. In welchem politisierten Umfeld sich die Basler Verhandlungen mittlerweile bewegten, zeigte sich daran, dass im Mai 2000 erstmals der deutsche Bundestag eine Entschließung zur Reform der Eigenkapitalvorschriften beschloss, in der die Abgeordneten erklärten, die deutsche Verhandlungsdelegation auf Basler Ebene stehe unter dem Schutz des deutschen Parlamentes und handele im nationalen Interesse (Financial Times Deutschland vom 16.5.2000: 23).

Letztlich waren die Deutschen mit beiden Anliegen erfolgreich. Das vom Basler Ausschuss im Januar 2001 verabschiedete zweite Konsultationspapier enthielt sowohl die Forderung nach Abdeckung operationeller Risiken als auch einen Beschluss, den neuen Akkord bis zum Januar 2004 und damit zwei Jahre später umzusetzen, als von den Amerikanern ursprünglich gefordert. Außerdem enthält »Basel II« Ausnahmeregelungen für Banken mit »retail portfolios«, die einen großen Anteil an mittelstandsbezogenen Krediten beziehungsweise solchen an Privatpersonen enthalten (Basel Committee 2001). Derzeit (Stand April 2002) befindet sich der Verhandlungs-

prozess zur Revision des Basler Akkords erneut in einer Konsultationsphase mit den Mitgliedsstaaten, die von quantitativen Studien des Basler Komitees über die möglichen Auswirkungen des Akkords auf die Eigenkapitalunterlegung von Kreditrisiken begleitet wird. Unter anderem soll in dieser Evaluationsphase auch untersucht werden, ob Basel II die Kreditvergabe an kleine und mittelständische Unternehmen behindern könnte. Nach den jetzigen Plänen soll Basel II noch im Jahre 2002 verabschiedet und von den Mitgliedsstaaten bis zum Jahr 2005 umgesetzt werden. Die Umsetzungsphase soll durch eine Accord Implementation Group begleitet und koordiniert werden (<http://bis.org/press/p011213.htm>).

Mit der letzten Fassung des neuen Akkords hat das Komitee einen differenzierten Regulierungsansatz beschlossen, der Banken eine Vielfalt von Techniken der Risikobemessung und Eigenkapitalberechnung bietet und damit dem sehr unterschiedlichen Wissensstand in Sachen Risikomanagement, aber auch differierenden nationalen Regulierungstraditionen entgegenkommt. Nach wie vor müssen Risikoaktiva einer Bank mit mindestens 8 Prozent des Eigenkapitals unterlegt werden, jedoch werden die Risiken nun differenzierter ermittelt. Demnach kann das Kreditrisiko entweder in standardisierter Form oder durch externe beziehungsweise interne Ratings erfasst werden. Die Standardmethode ähnelt dem alten Basler Akkord, enthält jedoch differenziertere Risikogewichte einzelner Kredite, die von 20, 50, 100 bis zu 150 Prozent reichen. Ratings ermöglichen eine Verfeinerung der Standardgewichte, indem sie bestimmen, mit welchem Prozentsatz Kredite an Staaten, Unternehmen und Banken in die Risikoaktiva einfließen. Auch bei internen Ratings können sich Banken zwischen einem Basisverfahren und einem für Fortgeschrittene entscheiden. Im Basisverfahren haben Institute lediglich die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Schuldners zu schätzen, während weitere Parameter von der Aufsichtsinstanz vorgegeben werden. Im fortgeschrittenen Verfahren beurteilen Institute eine breitere Palette von Risikogewichten selbst. Operationelle Risiken können ebenso mit Hilfe einer einfacheren Standardmethode oder internen Messverfahren ermittelt werden, dasselbe gilt für Marktrisiken. Jede verwendete Methode der Risikokalkulation muss von der nationalen Aufsichtsbehörde genehmigt werden; hinzu kommt die laufende Überwachung des bankeigenen Risikomanagements und eine im Einzelfall auch über den Mindeststandard hinausgehende Eigenkapitalquote. Banken werden durch diesen neuen Regulierungsansatz letztlich dazu gezwungen, gegenüber den Aufsichtsbehörden mehr Informationen über den internen Geschäftsablauf offen zu legen; umgekehrt benötigt die Aufsicht in



Zukunft ein Kategoriensystem, das die »Güte« privater Risikoprognose misst und private Risikokalkulationen letztlich auch untereinander vergleichbar macht.

Sicherlich ähnelt dieses differenzierte und interaktive Regulierungsmodell am ehesten der amerikanischen Regulierungstradition, jedoch zeigte der Verhandlungsablauf, dass auch andere Staaten ihre nationalen Interessen verteidigen konnten. Erzielten die Deutschen nach eigener Einschätzung am Ende doch ein »zufriedenstellendes Ergebnis«, so setzte Frankreich durch, dass externe Ratings auch von der französischen Notenbank vergeben werden können, die über ein umfangreiches Kreditregister der französischen Unternehmen verfügt. Da die Banque de France auf diese Weise in Wettbewerb mit führenden Rating-Firmen tritt, wird für die Zukunft noch mit erheblichen Konflikten gerechnet (Handelsblatt vom 15.1.2001: 36 und vom 18.1.2001: 46). Ob sich zwischen amerikanischen und europäischen Instituten neue Wettbewerbsungleichgewichte einstellen, wird davon abhängen, ob die USA Basel II bereits im Jahre 2002 umsetzen, was prinzipiell möglich wäre, da die vereinbarte Umsetzungsfrist nur eine Obergrenze vorgibt und wie schnell die EU mit einer Richtlinie nachziehen und die bestehende Solvabilitätsrichtlinie von 1989 ersetzen kann. Geplant ist jedenfalls, auch die neuen EU-Vorschriften zeitgleich mit der Basler Vereinbarung in Kraft treten zu lassen. Wie immer bei der Umsetzung von Basler Empfehlungen wendet die EU diese auch auf die Wertpapierbranche und damit auf Broker, Investmentfirmen und diesmal sogar auf Investmentfonds an. Letztere verweisen darauf, dass die Bildung von Kapitalreserven nicht der geeignete Weg des Risikomanagements sei und protestieren bereits gegen eine solche geplante Regelung (Financial Times vom 25.1.2001: 8). Da die EU-Richtlinie anders als das Basler Regelwerk verbindlich für alle Finanzinstitute und nicht nur für international tätige Banken sein wird, will die Kommission durch eigene Regelungen sicherstellen, dass kleinere und mittlere Institute wie Sparkassen, Kreditgenossenschaften, aber auch britische Brokerhäuser nicht benachteiligt werden und einfache, interne Modelle zur Bewertung der Bonität ihrer Kunden entwickeln können (Handelsblatt vom 29.1.2001: 46). Um den Prozess der Richtlinienentwicklung zu beschleunigen, ist geplant, die Basler Empfehlungen in Form einer Rahmenrichtlinie umzusetzen und (wie bereits im Wertpapiersektor) ein Komitee zu bestimmen, das die technischen Details verhandeln wird (Financial Times Deutschland vom 17.1.2001: 20).

Mit Basel II wurde in der Bankenregulierung ein neuer flexibler Regulierungsansatz zur Risikobegrenzung ausgehandelt, der der Kooperation von

Regulierern und Regulierten (»gemischte Regulierung«) große Bedeutung beimisst. Diese ist umso relevanter, je globaler ein Kreditinstitut in seiner Geschäftspolitik ausgerichtet und je sensitiver es in Bezug auf seine Eigenkapitalkosten ist. Denn unter diesen Umständen wird ein Global Player am Aufbau eines eigenen, leistungsfähigen Risikomanagementsystems interessiert sein, das es erlaubt, die eigenen Geschäftsrisiken differenziert zu erfassen und auf diese Weise Eigenkapital »treffsicher« einzusetzen, aber möglicherweise auch einzusparen. Kleinere Institute mit einer eher stabilen und national beziehungsweise regional ausgerichteten Kreditstruktur werden auf standardisierte Techniken der Eigenkapitalberechnung zurückgreifen, um sich den Aufbau einer kostspieligen Technologie des Risikomanagements zu ersparen. Mit diesem neuen Regulierungsansatz hat die Staatengemeinschaft eine flexible und differenzierte Antwort auf die gewachsene Komplexität von Finanzrisiken und die offenkundigen Defizite allzu standardisierter und deshalb »grober« Formen der Risikobegrenzung gefunden. Auch wenn Banken und insbesondere Global Players nun größere Selbstverantwortung beim Risikomanagement übernehmen, kommen auf die »Heimatlandaufsicht« gleichzeitig erweiterte und für einige Staaten sehr viel anspruchsvollere Regulierungsaufgaben zu. Das »monitoring« und »enforcement« wird im neuen Regulierungsmodell zu einer permanenten Aufgabe, die von staatlichen Aufsichtsinstanzen teils neue Qualifikationen und größere Ressourcen verlangt. Dass diese Tätigkeiten an Stelle nationaler Aufsichtsorgane durch eine europäische, unabhängige Regulierungsbehörde wahrgenommen werden, wie von einigen Großbanken und europäischen Politikern (etwa dem Präsidenten des Europäischen Währungsinstitutes) derzeit gefordert, erscheint in der nächsten Zeit eher unwahrscheinlich; zu groß sind die Widerstände nationaler Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen. Diese verweisen darauf, dass die Aufgabe eines »lender of last resort« in Europa ebenfalls nicht europäisiert ist, weil die Europäische Zentralbank (EZB) im Krisenfall nicht darüber bestimmen kann, wie die Lasten auf die einzelnen Mitgliedsstaaten verteilt werden. Solange die Steuerhoheit auf nationaler Ebene liegt, ist es Aufgabe der nationalen Zentralbanken und Regierungen, über den Einsatz nationaler Steuergelder zu entscheiden und in Krisensituationen die kollektive Lastenverteilung intergouvernemental auszuhandeln. Da die EZB sich zur Zeit noch am Ende einer Informationskette befindet, die im Krisenfall vom betroffenen Institut über die nationale Zentralbank und Aufsichtsbehörde bis zu ihr reicht, mache es Sinn, die Verantwortung zur Krisenvorbeugung auch in nationaler Hand zu belassen (Financial Times Deutschland vom 11./12. 8. 2000: 14; FAZ vom 29.9.2000: 25; Financial Times Deutschland vom 31.1.2001: 21).



Teil III  
Der Umbau nationaler  
Regulierungsmodelle



## Kapitel 5

# Der Kapitalmarktsektor – Von privater Selbstregulierung zu Staat und Markt, 1960–2001

Im Bereich der Regulierung von Kapitalmärkten setzte ein tiefgreifender Prozess sektoralen Umbaus ein, der in allen westlichen Industrieländern zu einer Verstaatlichung der Aufsichtsfunktionen über Kapitalmärkte einerseits und zur Vermarktlichung der Beziehungen zwischen den Teilnehmern von Kapitalmärkten andererseits führte. Letztlich setzte sich damit ein Regulierungsmodell auf internationaler Ebene durch, das amerikanischen Traditionen formalisierter und restriktiver Überwachung des Kapitalmarktes durch eine spezialisierte Regulierungsbehörde am ehesten entsprach. Nicht zufällig waren es die USA selbst, die diesen Prozess sektoralen Umbaus auf internationaler Ebene auslösten und vorantrieben. Demgegenüber sahen sich Länder mit ausgeprägter Selbstregulierungstradition wie Deutschland und Großbritannien unter größeren Anpassungsdruck gesetzt.

### 5.1 Die Vereinigten Staaten – Bundesstaatliche Regulierung mit privater Beteiligung

In den USA zeichneten sich die mit der Internationalisierung von Finanzmärkten verbundenen Strukturverschiebungen bereits ansatzweise in den 60er-Jahren ab. Hierbei handelte es sich im engeren Sinne um den Aufstieg institutioneller Anleger wie Pensions- und Investmentfonds als durchsetzungsfähige Lobbygruppe in Fragen der Kapitalmarktregulierung. 1960 hielten institutionelle Investoren bereits 15 Prozent der an der New Yorker Börse gehandelten Aktien, bis 1975 stieg diese Zahl auf 35 Prozent an (Moran 1991: 43). Ende der 60er-Jahre hatten institutionelle Anleger bereits einen Anteil von 52 Prozent am gesamten Handelsvolumen der New Yorker

Börse, wohingegen der Anteil der durch die kleineren Broker gehandelten Aktienpakete stetig schrumpfte (Seligman 1995: 352). Institutionelle Anleger drängten zum einen auf Rabatte für den Handel mit großen Aktienblöcken. Ihr Wunsch nach Deregulierung fand breite politische Unterstützung bei Börsenhändlern, die nicht dem bestehenden Preiskartell der New Yorker Börse angehörten, beim Supreme Court, der nach einer Vielzahl von Einzelklagen gegen die festen Brokerkommissionen in den 60er-Jahren die Börsen nicht mehr von der Antitrust-Gesetzgebung ausnehmen wollte und auch beim Kongress, in dem sich eine parteiübergreifende Mehrheit für eine Deregulierung des Kapitalmarktes abzuzeichnen begann. Die Abschaffung der festen Brokerkommissionen an der New Yorker Börse im Jahre 1975 (May Day) war insofern das Ergebnis eines seit den 60er-Jahren stetig wachsenden Drucks auf die Börse, sich den Deregulierungsbestrebungen nicht länger zu widersetzen (vgl. zur Deregulierung Kapitel 4).

Mit der Institutionalisierung der Investorstruktur entstand gleichzeitig eine immer potentere Lobbygruppe, die Wert auf ein möglichst transparentes Marktgeschehen legte und Belange des Anlegerschutzes gegenüber den Regulierungsakteuren immer stärker artikulierte. Zudem brach diese Interessengruppe das bestehende Gefüge der am Erhalt des Status quo orientierten Mitglieder der New Yorker Börse auf. Im politischen Prozess kam es hierdurch zu einer deutlichen Politisierung von Fragen des Anlegerschutzes und zur öffentlichen Auseinandersetzung der Reformgegner und -befürworter sowohl in den Medien als auch im Kongress (Moran 1990: 111).

Die Securities and Exchange Commission (SEC) war für solche Forderungen offen, ergab sich doch so die Gelegenheit, die eigene Domäne gegenüber den Selbstverwaltungsorganen schrittweise auszuweiten. Zudem wurde das Metier der Kapitalmarktregulierung in den 60er-Jahren zunehmend professionalisiert; »graduate schools« begannen, Regulierungsexperten und auch -kritiker auszubilden. Damit verlor die Finanzindustrie ihr Monopol über regulatives Expertenwissen. Die SEC begann in den 60er-Jahren, Studien zu spezifischen Problemen des Kapitalmarktes zu erstellen (so die »Special Study on Securities Markets« 1961–1963 und die »Institutional Investor Study« 1968–1971), die ihr nicht nur dazu verhalfen, die Expertise über ihr Regulierungsfeld zu erweitern, sondern auch Grundlage für eine längerfristige Perspektive in Regulierungsfragen bildeten.

Das stärkere Gewicht, das die SEC seit den 60er-Jahren gegenüber den SROs (Self-Regulating Organizations) entwickelte, ging jedoch entscheidend auf ihre wachsenden »Enforcement«-Kompetenzen zurück. 1964 baute

die SEC eine eigene »Enforcement«-Abteilung auf, die sich stärker als bisher der Regelüberwachung und Sanktionierung von Verstößen gegen Insiderregeln widmete (Moran 1991: 34). Die »enforcement division« erhielt die Anweisung, eine Reihe gezielter Aktionen zu initiieren, die durch Gerichtsentscheidungen im Einzelfall zu Präzedenzfällen wurden. Von 1965 bis 1969 inszenierte die SEC insgesamt vierzig dieser Präzedenzfälle, anhand derer das eigene Regelwerk weiter spezifiziert und gegenüber der Branche Entschlossenheit zur Strafverfolgung demonstriert wurde (Seligman 1995: 357–363). Die im Common Law eher induktive und fallweise Form der Rechtsentwicklung bot der SEC den Vorteil, ihre Domäne gegenüber ihrer Klientel auszuweiten, ohne, wie im Fall der gesetzesbasierten Maßnahmen, auf Unterstützung des Weißen Hauses, Kongresses oder auch der Regulierungsadressaten selbst angewiesen zu sein. Der Begriff des Insidervergehens wurde in Kooperation mit den Gerichten also schrittweise erweitert, und die anhand von Präzedenzfällen erfolgte Rechtsfortschreibung im Rule Book der SEC dokumentiert (Moran 1991: 47).

Wie auch in den ersten Jahrzehnten des Bestehens der SEC waren es immer wieder Krisen und Skandale, die Auslöser weiter gehender regulativer Interventionen in das Marktgeschehen darstellten. So offenbarte die Back-Office-Krise der New Yorker Börse in den späten 60er-Jahren, dass das mittlerweile stark angestiegene Handelsvolumen in Aktien durch die bestehende Börseninfrastruktur nicht so problemlos bewältigt werden konnte. Viele Brokerfirmen konnten die schnelle Ausführung der »orders« durch ihr »back office« nicht mehr gewährleisten; bei der New Yorker Börse, aber auch der SEC häuften sich die Kundenbeschwerden. Von 1969 bis 1970 gingen hundertsechzig Mitgliedsfirmen der NYSE in den Konkurs. Investoren erlitten Verluste, die im Sommer 1970 nicht mehr durch den (auf freiwilliger Mitgliedschaft basierenden) Entschädigungsfonds der NYSE aufgefangen werden konnten. Zudem wurde eine Vielzahl von Insiderverstößen gegen Handelsregeln an der Börse bekannt. Die Back-Office-Krise zeigte nicht nur die Schwächen der Selbstregulierung durch die Börse, sondern auch Aufsichtsdefizite der SEC – weder die SROs noch die SEC hatten offenbar Informationen über den Zustand des Back-Office-Managements besessen (Seligman 1995: 450–462).

Erneut wurden Fragen des staatlichen Eingriffs in Belange der Selbstverwaltung zum Gegenstand von Kongressanhörungen. Als unmittelbare Reaktion auf die Back-Office-Krise stimmte der Kongress zunächst 1970 der Gründung der Securities Investor Protection Corporation (SIPC) zu, einer



Art Einlagensicherungsinstitution für das Wertpapiergeschäft, welche der SEC unterstellt wurde und den bisherigen Börsenfonds ablöste. Finanziert wurde diese Institution von der Industrie, jedoch durfte sie im Krisenfall bis zu 1 Mrd. US-Dollar vom Treasury leihen. Jeder Kunde eines bei der SEC registrierten Brokers war durch diesen Fonds gegen Verluste bis zu einer Höhe von 50.000 US-Dollar versichert (Seligman 1995: 465). Im Rahmen der Kongresshearings beklagten Kritiker, das System der Selbstregulierung schütze die Interessen der Kleinanleger nicht ausreichend, während man Großinvestoren mittlerweile sogar Preisnachlässe für große Aktientransaktionen einräume. Ein 1975 vorgelegter Bericht des Bankenausschusses des Senates erklärte ausdrücklich eine aktivere Rolle der SEC bei der Aufsicht über die SROs für wünschenswert (Seligman 1995: 446). Durch die Securities Act Amendments des Jahres 1975 wurden die Rechte der SROs gegenüber ihren Mitgliedern und die der SEC gegenüber den SROs stärker formalisiert und kodifiziert. Die SEC erhielt die Kompetenz, nicht nur Lizenzen für die Tätigkeit der Börsen und der National Association of Securities Dealers (NASD) zu vergeben, sondern auch die Inhalte ihrer Handelsregeln mitzubestimmen, deren Umsetzung sicherzustellen sowie Verwaltungsverfahren gegen die SROs und deren Leitungsorgane einzuleiten. Außerdem wurden die Vorgaben für die Selbstregulierung der SROs näher präzisiert (Moran 1987: 211 und 1991: 40).

In den 70er-Jahren machte die SEC auch Fragen der Unternehmensbilanzierung (»accounting standards«) und der internen Verfassung börsennotierter Unternehmen (»corporate governance«) stärker zu ihrem Arbeitsthema. Bislang hatten Probleme der standardisierten Rechnungslegung in der Behördenarbeit, nicht zuletzt auf Grund fehlender Expertise der SEC nur eine nachgeordnete Rolle gespielt. In den 60er-Jahren war es in der amerikanischen Wirtschaft zu einer Fusionswelle und zur Bildung diversifizierter Unternehmenskonglomerate gekommen. Für Anleger war es oftmals schwierig, zu durchschauen, aus welcher unterschiedlichen Einnahmequellen diese Firmen ihre Gewinne bezogen. Außerdem ergaben Studien der Federal Trade Commission und des House Judiciary Antitrust Subcommittee, dass die US GAAP keine so klaren Vorgaben für die Erstellung von Unternehmensbilanzen enthielten wie bislang vermutet, sondern das jeweilige Unternehmensmanagement bei der Berichterstattung über eine Vielzahl an Optionen verfügte (Seligman 1995: 429–437). Das Accounting Principles Board (APB) als letztes, für die Erstellung von Bilanzierungsstandards zuständige Selbstverwaltungsgremium geriet ins Zentrum der Kritik, weil es sich aus

Praktikern der Wirtschaft zusammensetzte, die daran interessiert waren, der jeweiligen Unternehmensleitung ein höchstmögliches Maß an Autonomie bei der Gestaltung der Firmenbilanz zu erhalten (Seligman 1995: 551–553). 1973 wurde auf Anregung der SEC das Financial Accounting Standards Board (FASB) gegründet. Hierbei handelte es sich erneut um ein Selbstverwaltungsgremium mit der Aufgabe der Standardisierung im Bereich der Rechnungslegung, dessen Mitglieder von den Verbänden der Wirtschaftsprüfer und Analysten ernannt wurden. Im Unterschied zum APB setzt sich das FASB aus hauptamtlichen Praktikern der Branche zusammen. Die SEC übernahm die faktische Aufsicht über das FASB und den Prozess der Standardsetzung; sie schuf den neuen Posten eines eigenen »chief accountant«, der die Rolle eines »creative irritant« im Prozess der Rechnungslegung übernehmen sollte. Zwar vermeidet die SEC auch heute noch die Einmischung in die Inhalte der Bilanzierungsregeln, versucht jedoch durch spezielle »accounting releases« Pflichten zur Offenlegung immer weiterer Kategorien von Firmeneinnahmen zu spezifizieren. Nach außen machte die SEC Bilanzierungsstatements, Standards und Praktiken des FASB verbindlich. So haben Unternehmen, die eine Notierung an einer amerikanischen Börse anstreben, eine nach US-GAAP-Prinzipien erstellte Bilanz vorzulegen; Bilanzen, die nach anderen nationalen oder sogar international koordinierten Bilanzierungsstandards wie dem International Accounting Standard (IAS) erstellt sind, erkannte die SEC bis heute noch nicht als Eintrittskarte zum amerikanischen Kapitalmarkt an.<sup>1</sup> Nicht zufällig gilt das Feld der Unternehmensbilanzierung daher auch als viel zitiertes Beispiel amerikanischer Dominanz bei der Festlegung neuer Spielregeln für internationalisierte Kapitalmärkte.

In den 80er-Jahren baute die SEC ihre »Enforcement«-Kompetenzen besonders im Bereich des Insiderhandels weiter aus. Anlass gab eine Welle feindlicher Übernahmen im Industriesektor und immer neue, mit anstehenden Unternehmensübernahmen zusammenhängende Insiderskandale. In der Verfolgung dieser Delikte gelang es der SEC immer mehr, bestehende Wall-Street-Kartelle zu durchbrechen und die Protagonisten der größten Insiderfälle dazu zu bewegen, gegeneinander auszusagen. Beispielhaft hierfür war der Fall des bekannten New Yorker Finanziers Ivan Boesky, der durch Insidergeschäfte circa 100 Mio. US-Dollar verdient haben soll. Dieser belastete wiederum den Investmentbanker Michael Milken mit dem Vorwurf

---

1 Vgl. FAZ vom 7.8.2000: 26; siehe auch Lütz (2000a) zu den Implikationen dieser Strategie für die Veränderung des deutschen Modells der Unternehmensverfassung.

des Insiderhandels, woraufhin dieser zur Zahlung einer Geldstrafe in Höhe von 1,3 Mrd. US-Dollar verurteilt wurde (Moran 1991: 47; Seligman 1995: 616). Die SEC ging dazu über, Insiderfälle zunehmend rigide und für Kongress und Öffentlichkeit gut sichtbar zu verfolgen. Am Ausbau ihrer »Enforcement«-Kompetenzen in den 80er-Jahren und am Umgang mit ihrer, zunehmend als potentiell kriminell geltenden Klientel zeigt sich ein zunehmend *konflikthafter*, adversativer Regulierungsstil, der im Allgemeinen als typisch für die amerikanische Regulierungskultur angesehen wird (»adversarial style of regulation«, vgl. D. Vogel 1986 am Beispiel der Umweltpolitik; Moran 1991: 49–50; Kagan 2001). Mit dem Erlass weiterer Gesetze zur Ausdehnung des Katalogs von Insidertatbeständen und erweiterten Möglichkeiten der SEC, Insiderhandel aufzudecken und zu ahnden in den Jahren 1984 (*Insider Trading Sanctions Act*) und 1988 (*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*) sowie der Stärkung einer zivilrechtlichen Klagebefugnis der SEC im Fall der Verletzung von Vorschriften des Börsengesetzes (*Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act 1990*) erreichte die Welle der Re-Regulierung ihren vorläufigen Höhepunkt.<sup>2</sup>

Seit Mitte der 80er-Jahre wurden Anzeichen der wachsenden Globalisierung des Wertpapierhandels auch auf dem amerikanischen Kapitalmarkt immer deutlicher sichtbar. Im Einzelnen lassen sich drei Arten von Strukturveränderungen unterscheiden, die Implikationen für Regulierungsstrategien der SEC, aber auch deren Verhältnis zu den SROs mit sich brachten:

Zum einen begannen (insbesondere amerikanische) institutionelle Anleger wie Pensions-, Investmentfonds und Versicherungen, ihre Wertpapierportfolios international zu diversifizieren (vgl. hierzu Kapitel 4) und engagierten sich zunehmend auf ausländischen Kapitalmärkten. Allein zwischen 1995 und 1997 stieg der Besitz an ausländischen Aktien durch die 200 größten Pensionsfonds um 34 Prozent auf mehr als 225 Mrd. US-Dollar an. CALPERS, der größte Pensionsfonds der USA, hatte 1997 20 Prozent seines Aktienbesitzes in internationalen Wertpapieren investiert; 1994 hatte dieser Anteil erst bei 12 Prozent gelegen (Schapiro 1997). Zweitens wurde der amerikanische Kapitalmarkt zur Zielscheibe der Aktivitäten ausländischer Investoren, von Firmen, die dort Kapital aufnehmen wollten und die Notierung an einer amerikanischen Börse anstrebten oder von Finanzdienst-

---

2 Die SEC durfte nun höhere Geldstrafen bei Verstößen gegen die Wertpapierhandelsgesetze des Bundes verhängen, so genannte »cease and desist orders« ausgeben, mit denen sie ohne Rückgriff auf die Bundesgerichte schnell auf illegale Handlungen reagieren konnte.

leistungsanbietern, die dort ihre Produkte vertreiben wollten. Drittens schließlich macht die Weiterentwicklung der Informations- und Kommunikationstechnik seit Mitte der 90er-Jahre einen elektronischen Börsenhandel möglich, der Käufer und Verkäufer von Wertpapieren quasi raum- und zeitunabhängig zusammenführt.

Durch die Internationalisierung des Wertpapiergeschäftes wurde der amerikanische Kapitalmarkt und sein Aufsichtsregime immer stärker dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt. Ein nationales Regulierungsmodell, das den heimischen Anbietern von Dienstleistungen hohe Kosten, etwa in Form rigider Transparenzbestimmungen, auferlegte, konnte nun zum Wettbewerbsnachteil werden. Aus diesem Grund begann die SEC, ihre rigide Politik des Anlegerschutzes in Kapitalmarktfragen seit Anfang der 80er-Jahre aktiv und teils auch aggressiv ins Ausland zu exportieren. So besteht die SEC auf Einhaltung amerikanischer Standards der Unternehmensbilanzierung oder der Verfolgung von Insidergeschäften, wenn ausländische Unternehmen an einer amerikanischen Börse notiert werden oder Finanzinnovationen auf dem amerikanischen Markt vertreiben wollen. Politisch nutzte die SEC den Abschluss bilateraler Abkommen (Memoranda of Understanding, MoUs) dazu, ausländische Regulierungsbehörden auf die Einhaltung von Transparenz und die Offenlegung von Informationen in der internationalen Zusammenarbeit zu verpflichten.

Für das bestehende Machtgefüge zwischen SEC und Wertpapierhändlern, Investmentbanken oder auch einzelnen Börsen auf dem heimischen Markt erwies sich jedoch die fortschreitende Elektronisierung des Börsenhandels als die größte Herausforderung. Die Automatisierung von Handel und Handelsabwicklung war kein neues Phänomen, sondern bereits seit Beginn der 70er-Jahre auch auf dem amerikanischen Markt ein Thema. So war mit der Gründung der NASDAQ im Jahre 1971 bereits die erste rein elektronische Börse auf amerikanischem Boden entstanden, die zunächst nur die Abwicklung des Handels auf dem außerbörslichen (OTC-)Markt erleichtern sollte. Getragen wurde die NASDAQ von der NASD, die bei der SEC als Vereinigung der Wertpapierhändler und Selbstverwaltungsgremium (SRO) registriert ist. Mit der Zeit entwickelte sich die NASDAQ jedoch zu einer alternativen Handelsplattform, die sich ausschließlich dem Handel mit Hochtechnologiewerten widmete und insofern einen von der NYSE (und anderen regionalen Börsen) getrennten Markt abdeckte.

Einer Ausweitung des elektronischen Handels stand die SEC grundsätzlich positiv gegenüber, versprach die Vernetzung bestehender Börsen unter-

einander doch, die Fragmentierung des amerikanischen Marktes zu überwinden, Liquidität zu bündeln und dem Anleger eine größere Markttransparenz zu bieten. Prinzipiell steckte hinter der elektronischen Vernetzung also die Idee der Schaffung eines integrierten amerikanischen Aktienmarktes, eine Vision, die die SEC bereits in ihrer »Central-Securities-Market«-Studie des Jahres 1975 formulierte (Seligman 1995: 489). Gleichwohl war die SEC der Ansicht, dass derartige Vernetzungs- und damit auch Konzentrationsprozesse vom Markt und nicht den Regulierern vorangetrieben werden sollten. Gerade weil die SEC ihre eigene Rolle nicht als Marktregulator begriff, bestanden auch nach der Abschaffung der festen Maklerkommissionen im Jahre 1975 immer noch Reste wettbewerbsbeschränkender Praktiken im Börsenwesen fort – beispielhaft hierfür war die Rule 390 der NYSE, nach der Aktien, die vor 1979 an der New Yorker Börse notiert waren, nicht an anderen Börsen oder im OTC-Markt gehandelt werden durften (FAZ vom 24.5.2000: 33). Börsen und Broker waren also nach wie vor an der Vermeidung von Wettbewerb und am Erhalt ihrer Handelsplätze interessiert – Gründe, die dafür verantwortlich waren, dass die informationstechnische Vernetzung von einzelnen Märkten nicht schneller voranschritt.

Diese Situation änderte sich jedoch durch die Weiterentwicklung des elektronischen Börsenhandels Mitte der 90er-Jahre. Informationsanbieter wie Reuters, große Investmentbanken, aber auch Brokerfirmen wie E-Trade oder Charles Schwab, die ihre Dienste ausschließlich elektronisch anbieten, gründeten elektronische Handelsplattformen (Electronic Communication Networks, ECNs), auf denen ein Aktienhandel zwischen Privatpersonen, Institutionen und Brokern stattfindet. Diese Form des Börsenhandels gilt als anlegerfreundlich, weil die Gebühren und Provisionen für die Verkaufstransaktionen wesentlich niedriger sind als an den etablierten Börsen (FAZ vom 30.7.1999: 13). Im Juni 2000 startete die International Securities Exchange (ISE) als erste vollelektronische Optionsbörse mit Sitz in New York ihren Geschäftsbetrieb. Sie wird von Internet-Brokern, aber auch Investmentbanken betrieben, die die bestehenden Optionsbörsen unter Konkurrenzdruck setzen wollen, mit dem Ziel, die Handelsgebühren weiter zu senken. Damit werden noch bestehende Preiskartelle im Börsensektor erheblich unter Druck gesetzt.

Die SEC behandelt die ECNs wie die etablierten Börsen oder Broker auch, indem sie deren Betreiber vor die Wahl stellt, sich entweder als Börse oder als automatisches Handelssystem registrieren zu lassen, das den Status eines Brokers erhält. Als solcher müssen die Systembetreiber jedoch Mitglied einer Selbstregulierungsorganisation wie etwa der Händlervereinigung

NASD werden, welche wiederum der Aufsicht durch die SEC untersteht – eine Option, die die Betreiber der fünfzig bis 1998 bestehenden elektronischen Handelsplattformen auch wahrnahmen (Financial Times vom 3.12. 1998: 5). Demgegenüber erwies sich die Regulierung einer elektronischen Börse als weitaus schwieriger. Solange sich diese wie im Fall der NASDAQ noch auf einen thematisch begrenzten Markt beschränkte und deren Händler wiederum Mitglied in einer amerikanischen Selbstregulierungsorganisation werden konnten, wurde das bestehende Regulierungsmodell nicht in Frage gestellt. Je entgrenzter und zahlenmäßig größer der Teilnehmerkreis einer elektronischen Börse jedoch wird, desto weniger praktikabel erweist sich die Regulierung durch ein Modell mitgliedschaftlicher Organisation (Unger 1999).

Nicht nur das Aufkommen privater Handelsnetzwerke setzte die bestehenden amerikanischen Präsenz- beziehungsweise Parkettbörsen wie etwa die NYSE oder das Chicago Board of Trade (CBOT) als Optionsbörse unter erheblichen Wettbewerbsdruck. Hinzu kam die schon weiter fortgeschrittene Elektronisierung des Börsenhandels in Europa, sichtbar besonders im Termin- und Optionshandel, der in Deutschland oder Großbritannien bereits ausschließlich elektronisch stattfindet. Die Fusion einiger europäischer Börsen zur EURONEXT sowie die ursprünglichen Fusionspläne der Londoner und Deutschen Börse deuten auf die zunehmende Integration des organisierten Kapitalmarktes in Europa hin, der institutionellen Anlegern niedrigere Handelskosten bieten wird und als ernsthafter Wettbewerber amerikanischer Handelsplätze anzusehen ist.

In dem globalen Wettlauf um Liquidität und Anlegergunst hängt das Überleben der Börsen mittelfristig von der Bildung internationaler Allianzen ab, die es erlauben, über mehrere Zeitzonen hinweg zu handeln. Dies gilt nun erstmals auch für amerikanische Börsen, die sich mehr als bisher für Märkte in Europa und Japan öffnen müssen. Als erste der etablierten Börsen begann die NASDAQ im Herbst 1999, eine internetbasierte Plattform für den zeitzoneübergreifenden Aktienhandel in Japan, den USA und bis zum Jahre 2001 auch in Europa aufzubauen. Zu diesem Zweck gründete die Händlervereinigung NASD zusammen mit der in Tokio beheimateten Softbank Corp. ein Gemeinschaftsunternehmen, das die NASDAQ Japan betreiben soll; zudem wurden Möglichkeiten der Beteiligung an einer europäischen Börsenallianz sondiert (Financial Times vom 25.7.2000: 19 und vom 5.11. 1999: 1). Die NYSE, die internationalen Allianzen gegenüber eher zurückhaltend gewesen war, geriet durch das Vorpreschen der NASDAQ unter Zugzwang. NYSE-Chef Grasso kündigte im Sommer 2000 an, sich an einer konkurrierenden globalen Allianz der zehn weltweit größten Börsen zu betei-

ligen (darunter Tokio und die neugegründete EURONEXT), aus der eine Weltbörse hervorgehen soll (Süddeutsche Zeitung vom 13.6.2000: 32).

Offenkundig ist der Zustand friedlicher Koexistenz zwischen den amerikanischen Börsen vorüber. Deren internationale Kooperationsfähigkeit hängt von Investitionen in den Aufbau elektronischer Handelsplattformen ab und dieser wiederum setzt Kapital voraus. Bislang verhinderte jedoch deren gemeinnütziger und mit Selbstregulierungsfunktionen gekoppelter Status, dass Börsen sich Fremdkapital für solche Investitionen, etwa durch den eigenen Gang an einen organisierten Kapitalmarkt, beschaffen. Vor diesem Hintergrund entstand eine Diskussion um die Umwandlung der Parkettbörsen in gewinnorientierte Unternehmen (»demutualization«) und deren Implikationen für die Regulierung des Börsengeschehens.

Im Frühjahr 2000 war die Marktstruktur der amerikanischen Börsen wieder einmal Diskussionsgegenstand im Kongress. Die SEC wiederholte ihre bereits im Herbst 1999 formulierte Position, nach der zunehmender Wettbewerb auf dem eigenen Kapitalmarkt prinzipiell begrüßt wird. Allerdings sollten die Selbstregulierungskompetenzen vom Recht, an der Börse zu handeln oder Anteile dieser zu besitzen, abgetrennt werden. Wenn etwa eine Brokerfirma als Aktionär der NYSE gleichzeitig zum Gegenstand einer internen Untersuchung würde, wäre die Börse zweifellos in Interessenkonflikten (FAZ vom 4.9.1999: 25). Daher favorisiert die SEC, die letztlich allen privatrechtlichen Umwandlungsplänen zustimmen muss, die Schaffung eines zentralen Selbstüberwachungsorgans für alle, auch die rein elektronischen Aktienbörsen, das die Mitglieder und Verkaufspraktiken des Handels überwachen soll. Damit dieses wiederum hinreichende Transparenz über das Marktgeschehen erhalte, soll ein zentrales Auftragsbuch für alle bestehenden Börsen eingeführt werden, aus dem Investoren die Liquidität und Preise in allen Märkten ersehen können und Aufträge entsprechend dorthin geleitet werden, wo der Anleger den besten Preis erhält. Mit der Einführung eines zentralen Orderbuches wäre ein integrierter amerikanischer Kapitalmarkt Realität (SEC-Release 99-120 vom 23.9.1999). Dass die SEC mit ihrem Wunsch nach einer einheitlichen Handelsplattform ausdrücklich von den großen Investmentbanken Merrill Lynch, Morgan Stanley Dean Witter, Goldman Sachs und ABN Amro unterstützt wird, deutet auf die wachsende Interessenheterogenität unter den Marktteilnehmern und auf die zunehmende Erosion der bislang homogenen »Wall-Street-Lobby« hin.

Die New Yorker Börse, aber auch die NASDAQ und die NASD als Händlervereinigung lehnten im Rahmen der Senatsanhörung diesen Vorschlag

einhellig ab. Eine einheitliche elektronische Handelsplattform würde die 1.300 Broker und »specialists« der New Yorker Börse überflüssig machen. Da deren Stimmen jedoch für den weiteren Prozess der Restrukturierung entscheidend sind, ist davon auszugehen, dass sich auch der Privatisierungsprozess der NYSE noch weiter verzögern wird. Immerhin hatte die NYSE bereits im Dezember 1999 auf Druck der SEC die Rule 390 abgeschafft und es so möglich gemacht, dass Aktien, die vor 1979 am »Big Board« notiert waren, auch an anderen amerikanischen Handelsplätzen und außerbörslich gehandelt werden können (FAZ vom 10.12.1999: 26; Handelsblatt vom 10.4.2000: 33). Wenn sich neue elektronische Handelsnetzwerke jetzt als Börsen bei der SEC registrieren lassen, verfügen sie über einen quasi unbeschränkten Zugang zum Handel mit allen attraktiven »blue chips« (FAZ vom 8.11.1999: 22).

Seit 1998 versucht die SEC, mit Hilfe von Vorstößen gegen die Branche der Wirtschaftsprüfer ihre Regulierungsdomäne zu erweitern. Wie auch gegenüber den Börsen kritisiert sie Interessenkonflikte, die sich durch die Gleichzeitigkeit von Gewinnorientierung und Aufgaben öffentlicher beziehungsweise mitgliedschaftlicher Selbstverwaltung ergeben. Im Mittelpunkt stehen hier mögliche Interessenkonflikte, in die Wirtschaftsprüfungsunternehmen dann geraten, wenn sie bei demselben Unternehmen als Berater wirken und Bilanzen testieren, die ja eine Eintrittskarte zur Börsennotierung bedeuten können. Im Januar 2000 legte die SEC einen Bericht vor, der der Firma Pricewaterhouse Coopers 8.064 Verstöße gegen die Regel bescheinigte, nach der Wirtschaftsprüfer keine Aktien von Firmen besitzen dürfen, deren Bilanzen sie selbst erstellen (FAZ vom 12.8.2000: 22). Danach kündigte die SEC an, die amerikanische Wirtschaftsprüferbranche bestehend aus fünf globalen Unternehmen (Big Five) näher untersuchen zu wollen. Der AICPA als Gremium professioneller Selbstverwaltung warf die SEC vor, ihre Aufsichtspflichten über die Branche verletzt zu haben und auch nach der Offenlegung von Regelverstößen durch die SEC die Überprüfung der Regeleinhaltung durch ihre Mitglieder nicht intensiv genug zu betreiben (Financial Times vom 11.5.2000: 19).

Die Wirtschaftsprüferbranche versucht derzeit, weiter gehende gesetzliche Maßnahmen durch aktives Lobbying republikanischer Senatoren und Abgeordneten des Repräsentantenhauses abzuwenden (FAZ vom 12.6.2000: 22). Gleichwohl verfügt die SEC über ein entscheidendes Sanktionsinstrument, um die Branche zur Trennung von Beratungs-(Consulting) und Prüfungsgeschäft zu drängen: So muss ein Unternehmen, das an einer amerika-



nischen Börse notiert werden will, auch seine Beziehungen zu Wirtschaftsprüfern offen legen. Wenn die SEC Zweifel an der Integrität dieser Firmen hegt, so kann sie dem potentiellen Emittenten die Börsenzulassung verweigern. Im Sommer 2000 zeigte das Drohpotential der SEC bereits Wirkung; die Wirtschaftsprüferbranche ist in einer Umwälzung begriffen, aus der Firmen hervorgehen werden, die das Unternehmensberatungsgeschäft aufgeben und sich ausschließlich auf die Wirtschaftsprüfung konzentrieren oder Unternehmen wie Arthur Andersen, die sich zukünftig nur noch im Beratungsmarkt engagieren (Wirtschaftswoche vom 20.7.2000: 72–74). Nach dem Konkurs des amerikanischen Energiehandelskonzerns Enron Corp. im Herbst 2001, welcher den bislang größten Insolvenzfall in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte darstellt, geriet die Wirtschaftsprüferbranche erneut unter heftigen Beschuss durch institutionelle Anleger, SEC und den Kongress. Besonders die SEC sieht eigene Befürchtungen hinsichtlich zu enger Verknüpfung von Wirtschaftsprüfern und ihren Kunden und daraus resultierenden Interessenkonflikten bestätigt und regte bereits an, ein neues Gremium zur Regulierung der Profession zu gründen, das mehrheitlich mit öffentlichen Repräsentanten besetzt ist und Disziplinarverfahren unter Aufsicht der SEC durchführen könnte (<http://www.sec.gov/news/speech/spch535.htm>). Kongressmitglieder kritisierten hingegen die Rating-Agenturen, die Enron noch vier Tage vor dem Konkurs als »zahlungsfähiges« Unternehmen eingestuft hatten und forderten, auch diese der Aufsicht durch die SEC zu unterwerfen (Financial Times Deutschland vom 21.3.2002: 22).

Bislang ist noch nicht endgültig entschieden, wie die Markt- und Regulierungsstruktur des amerikanischen Kapitalmarktsektors dauerhaft aussehen wird. Allerdings sprechen die bisherigen Entwicklungen dafür, dass sich der Trend einerseits zur Vermarktlichung des Kapitalmarktbetriebes, andererseits zur ausschließlich staatlich-administrativen Regulierung des Handelsgeschehens fortsetzen wird. Die Konflikte um die zukünftige Gestalt des amerikanischen Börsenmarktes demonstrieren, dass es keine einheitliche Frontlinie zwischen »Staat und Wall Street« mehr gibt, sondern die Interessen der Marktteilnehmer zunehmend heterogen werden. So stehen Reformbefürworter wie große Investmentbanken, Emittenten und Anleger kleinen Brokerhäusern und Börsen gegenüber, die die eindeutigen Verlierer einer Entwicklung hin zu einem globalen Börsenhandel auf Internetbasis sind, welcher sich optimistischen Schätzungen zufolge bis zum Jahre 2005 herausbilden soll (Zarb 1999).

Die SEC hat in den bisherigen Auseinandersetzungen »Partei für den Wettbewerb« ergriffen, es jedoch vermieden, sich ausschließlich auf die Seite der Reformbefürworter zu stellen und den Restrukturierungsprozess schneller voranzutreiben. Vielmehr agiert sie als Vermittlerin zwischen den Interessen einer zunehmend pluralisierten Klientel und zieht es vor, den Prozess der Vermarktlichung auf indirekte Weise anzustoßen. Mit dem Argument der Sicherung von Transparenz und »Markthygiene« erschließt sich die mittlerweile dreitausend Mann starke Wertpapierpolizei immer neue Arbeitsfelder, die sie zumindest in Fragen des »enforcement« immer mehr in Konfrontation mit ihrer Klientel bringt, gleichzeitig jedoch als Advokaten des Kleinanlegers erscheinen lässt. So stellt die Verlagerung des Börsenhandels auf elektronische Handelssysteme und mittelfristig ins Internet ein neues, sehr komplexes regulatives Terrain dar, das die SEC jetzt zu besetzen versucht. Im März 2000 bestand bereits eine zweihundertvierzig Angestellte umfassende »Cyberforce«, die sich der Verfolgung internetbasierter Formen von Marktmanipulationen widmet (Financial Times vom 24.3.2000: 1). Prinzipiell wird die SEC also durch die Elektronisierung des Handels und die Vermarktlichung der Börseninfrastruktur gegenüber den heimischen Marktteilnehmern gestärkt. Auch wenn Formen der Selbstverwaltung etwa durch die Börsen oder professionelle Händlerorganisationen bislang noch eine Rolle im sektoralen Regulierungsmodell spielen, scheint nach dem Umbau der Börsen zu gewinnorientierten Unternehmen eine Verstaatlichung von Regulierungsfunktionen mittelfristig unausweichlich. Die SEC hat von Prozessen der Globalisierung des Wertpapierhandels und der Kapitalaufnahme bisher profitiert, weil der amerikanische Kapitalmarkt Zielscheibe der Begehrlichkeiten ausländischer Finanzdienstleister und Emittenten war und sie den Marktzugang an die Einhaltung amerikanischer Transparenzstandards koppeln konnte. Je globaler die Kapitalaufnahme jedoch wird und je stärker sich auch amerikanische Börsen und Finanzdienstleister in internationalen Allianzen engagieren, desto schwieriger müsste es für die SEC jedoch werden, Unternehmen, die in einem globalen Börsenhandelsnetzwerk notiert sind, zur Einhaltung ausschließlich amerikanischer Standards etwa in der Rechnungslegung zu zwingen. Die kommenden Jahre werden zeigen, ob die SEC den International Accounting Standard (IAS) als gleichwertig zu den GAAP-Prinzipien anerkennen wird und die amerikanische Hegemonie in der Standardsetzung gebrochen werden wird.

## 5.2 Großbritannien – Staatliche Regulierung

Anders als in den Vereinigten Staaten und auch in Deutschland sind Internationalisierungseffekte in Großbritannien seit jeher spürbar gewesen. Seit den 60er-Jahren koexistierte hier eine zunehmend internationalisierte und heterogene, auf den Euromärkten engagierte Finanzcommunity mit einem »inner circle« der Londoner Börse, welcher durch Wettbewerbsbeschränkungen und Selbstregulierungspraktiken von Außenstehenden abgegrenzt war. Durch umfassende Deregulierungsmaßnahmen wie dem Abbau nationaler Kapitalverkehrskontrollen im Jahre 1979 und die Liberalisierung des Wertpapierhandels an der Londoner Börse (»Big Bang«) im Oktober 1986 wurden die alten Dämme zunehmend durchlässiger. Ausländische Firmen durften seit 1982 Anteile von Mitgliedsfirmen der Londoner Börse erwerben. Amerikanische Pensionsfonds, die nach Deregulierungen des amerikanischen Kapitalmarktes nun ihrerseits Gelder im Ausland anlegen durften, drängten auf Preisnachlässe für große Aktientransaktionen an der Londoner Börse. Die wichtigste Veränderung in der heimischen Eigentümerstruktur betraf, wie in den Vereinigten Staaten, die Institutionalisierung der Anleger-schaft. 1963 waren lediglich 7 Prozent aller britischen Wertpapiere im Besitz von Pensionsfonds gewesen. 1986 betrug deren Anteil bereits 31 Prozent; zusammen mit Versicherungen kontrollierten Fonds in den frühen 80er-Jahren bereits zwei Drittel der britischen Aktien (Reid 1988: 193; Story/Walter 1997: 229).

In einem Umfeld, das auf Formen der Wettbewerbsbeschränkung zunehmend empfindlich reagierte, wurden die Belange des Anlegers nun ernster genommen als bisher. Dies galt nun insbesondere für die Seite der Politik, während die Führungspersonen der Londoner City Reformen des sektoralen Regulierungsrahmens nach wie vor eher zögerlich mittrugen. Nicht die Marktteilnehmer, sondern die Regierung übernahm die Initiative zu einer stärkeren Kodifizierung und Verrechtlichung des bestehenden Systems der Selbstregulierung. Das bislang als durchsetzungsschwach geltende Department of Trade and Industry (DTI) schaltete sich sehr viel aktiver in die relevanten Entscheidungsprozesse ein. Das Department wurde nicht zuletzt durch die europäischen Bestrebungen zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Schaffung größerer Transparenz über börsengehandelte Wertpapiere, Emittenten und Makler in die Pflicht genommen. So hatte auch Großbritannien drei EU-Richtlinien umzusetzen, die auf eine stärkere Formalisierung und Kodifizierung der Kapitalmarktregulierung zielten (hierbei handelte es

sich um die *Börsenprospektrichtlinie* [80/390/EWG], die *Börsenzulassungsrichtlinie* [79/279/EWG] und die *Transparenzrichtlinie* [82/121/EWG] (Fishman 1993: 58). Hinzu kamen öffentlichkeitswirksame Skandale wie der Zusammenbruch namhafter Wertpapierfirmen (darunter auch Norton Warburg), die zusätzlichen Handlungsdruck erzeugten.

Das DTI gab bei Prof. Gower, einem Experten für Unternehmensrecht, eine Überprüfung des heimischen Systems des Investorenschutzes in Auftrag. Der erste, 1981 vorgelegte Bericht traf auf heftigen Widerstand in der City, obgleich er eine moderate Form der Re-Regulierung vorgesehen hatte, bei der die entscheidenden Kompetenzen nach wie vor in der Hand von City-Institutionen wie dem Council for the Securities Industry gelegen hätten. Ein zweiter, nach enger Konsultation mit Vertretern der City im Jahre 1984 vorgelegter Bericht machte sehr viel weiter gehende Reformvorschläge, die dem späteren Financial Services Act ähnlich waren, wurde jedoch sehr viel offener von den Beteiligten aufgenommen – möglicherweise ein Zeichen dafür, dass regulative Reformen mittlerweile unausweichlich erschienen. Gower schlug vor, dass der Zugang zum Wertpapierhandel durch Lizenzvergabe kontrolliert und deren Verwaltung an halböffentliche Selbstverwaltungskörperschaften delegiert werden sollte. Ein öffentliches Aufsichtsorgan, entweder eine unabhängige Kommission oder ein Department der Regierung, sollte die Gesamtaufsicht übernehmen. Die City lehnte die Vorstellung, durch eine öffentliche, gesetzlich autorisierte (»statutory«) Behörde beaufsichtigt zu werden, entschieden ab; schließlich hatte sie bislang ihre Autonomie gegen die Regierung verteidigt und akzeptierte unter keinen Umständen eine der amerikanischen SEC nachempfundene Aufsichtsinstanz (Fishman 1993: 59). Umgekehrt konnte sich der Securities Council auch nicht auf einen erwünschten Status und die erforderlichen Kompetenzen eines möglichen Regulierungsorgans einigen.

Im Mai 1984 setzte dann Robin Leigh-Pemberton, der damalige Gouverneur der Bank of England (BoE), eine Arbeitsgruppe mit wichtigen Persönlichkeiten der City (»10 wise men«) ein, die Vorschläge für die Umgestaltung der Regulierungsstruktur auf heimischem Boden erarbeiten sollte (Reid 1988: 46). Trotz seiner nun wesentlich aktiveren Rolle griff das DTI, ganz im Sinne des für Großbritannien so typischen *konsensuellen Regulierungsstils*, nach wie vor auf die Beratung durch die Marktteilnehmer in Regulierungsangelegenheiten zurück. Der Arbeitskreis veröffentlichte nie einen Bericht über seine Aktivitäten, hat jedoch sehr wahrscheinlich die spätere institutionelle Konsenslösung »self-regulation within a statutory framework« entscheidend vorbereitet.

In seinem White Paper »Financial Services in the United Kingdom« skizzierte das Department of Trade and Industry im Januar 1985 die Grundlinien des Gesetzes, das einige Monate später zur Beratung im House of Commons eingebracht wurde. Darin wurde die Notwendigkeit klarer Prinzipien und Regeln der Kapitalmarktüberwachung betont, ebenso wie die Zielsetzung, betrügerisches Marktverhalten (»fraud«) zu verfolgen und zu sanktionieren. Gleichzeitig bekannte sich die Tory-Regierung jedoch zum Konzept der Selbstregulierung und schlug die Schaffung einer privaten Körperschaft als Grundprinzip der regulativen Umgestaltung vor. Dieser sollte der Secretary of State for Trade and Industry offiziell die dann gesetzlich festgeschriebene Regulierung des Wertpapiergeschäftes übertragen. Bereits einige Wochen nach Veröffentlichung des White Papers wurde mit Sir Kenneth Berrill der Vorsitzende der neuen Aufsichtsbehörde bestimmt. Offensichtlich drängten weder die Regierung (DTI) noch die BoE darauf, selbst die Gesamtaufsicht über den heimischen Kapitalmarkt zu übernehmen. Während die BoE ja immer versucht hatte, die Unabhängigkeit der City gegenüber der Regierung zu wahren, war die Thatcher-Regierung dabei, die Kosten und den Umfang des öffentlichen Sektors zu beschneiden und zu diesem Zweck mehr und mehr »Quangos«, halböffentliche Regierungsorganisationen in der Kommunalverwaltung einzurichten (Moran 1991: 72–73). Eine private Institution mit öffentlichen Pflichten entsprach damit durchaus der britischen Gesamtpolitik in den 80er-Jahren, kommunale Aufgaben, entweder (wie im Polizeiwesen) zu zentralisieren oder zu privatisieren und dann in halböffentliche Körperschaften auszulagern (vgl. hierzu auch Sturm 1997: 279).

Nach frühzeitiger und umfangreicher Konsultation mit den Institutionen und Personen der City enthielt der 1986 verabschiedete *Financial Services Act* für die Finanzbranche keine Überraschungen mehr. Das Gesetz enthielt erstmals eine Definition des Wertpapier- beziehungsweise Investmentgeschäftes und der dazu gehörenden Geschäftsfelder. Zudem wurde die Autorisierung derer, die sich im Wertpapiergeschäft betätigen wollten, zur gesetzlichen Vorschrift und zum zentralen Regulierungsinstrument. Letztlich lagen die Autorisierungskompetenzen bei der Regierung (Secretary of State for Trade and Industry), konnten jedoch von dieser an private, selbstregulierende Körperschaften delegiert werden. Von dieser Möglichkeit wurde im neuen Regulierungsmodell in erheblichem Maße Gebrauch gemacht:

Mit dem Securities and Investments Board (SIB) stand eine durch die Finanzbranche selbst finanzierte Aufsichtsbehörde im Mittelpunkt des Auf-

sichtsregimes, deren Vorsitzender durch den Secretary of State in Übereinkunft mit dem Gouverneur der BoE ernannt wurde. Die Mitglieder des Vorstandes wurden hingegen von letzterem, in Absprache mit der Regierung ausgewählt. Daraus ist ersichtlich, dass die BoE immer noch eine zentrale, wenngleich auch eher indirekte Rolle hinter den Kulissen spielte. Das Führungspersonal der neuen Aufsichtsbehörde stammte aus der City, die bei Personalentscheidungen ein Mitspracherecht besaß. Offenbar wurde der Vertrag des ersten Vorsitzenden Kenneth Berrill nicht erneuert, weil sein Regulierungsansatz in der City als zu »legalistisch und unflexibel« erschien (Moran 1991: 58). Zu den Aufgaben der SIB gehörte es, modellhafte Regeln zur Beaufsichtigung des Wertpapierhandelsgeschäftes zu entwerfen und diese anhand von Einzelfallentscheidungen weiterzuentwickeln. Sanktionsmöglichkeiten standen der SIB nicht offen. Entscheidend für die Funktionsweise des neuen Regulierungsregimes war jedoch die Kompetenz der SIB, ihre eigentliche Aufsichtstätigkeit weiter zu delegieren, nämlich an SROs.

Hierbei handelte es sich wiederum um privat finanzierte Institutionen, die letztlich für die Ausgabe von Lizenzen an Firmen der Investmentbranche zuständig, gleichzeitig jedoch zur Einhaltung der SIB-Regeln verpflichtet sind. Auf diese Weise agieren diese SROs als »private Interessenregierungen«, die über eine gesetzlich vorgeschriebene Zwangsmitgliedschaft verfügen, deren Regeln Rechtskraft besitzen und ihre Mitglieder auf die Verfolgung »öffentlicher Interessen« verpflichten. Gleichwohl galten Verletzungen von SRO-Regeln nicht als kriminelle Vergehen, sondern zogen allenfalls Verfahren vor Disziplinargerichten nach sich, welche Geldstrafen verhängen konnten. Ursprünglich hatte die SIB nur fünf SROs autorisiert. Hierzu gehörten die Securities and Futures Authority (SFA) (vormals Securities Association), die einen Großteil an Regulierungsaufgaben und -personal von der Londoner Börse übernahm und alle Firmen überwachen sollte, die im Aktien- und Wertpapierhandel tätig waren. Demgegenüber beschränkte sich die Börse dann auf die Aufsicht über den Börsenhandel. Die Life Assurance and Unit Trust Regulatory Organization (LAUTRO) widmete sich der Einhaltung von Transparenz bei der Vermarktung von Lebensversicherungen; die Financial Intermediaries, Managers and Brokers Association (FIMBRA) war mit 8.000 Mitgliedern, darunter vielen kleinen mittelständischen Maklerfirmen, das größte und auch heterogenste SRO. In der Investment Management Regulatory Organization (IMRO) wurden erstmals Manager großer Pensions- und Investmentfonds reguliert; in der Association of Futures Brokers and Dealers (AFBD) waren circa zweihundertfünfzig Firmen organisiert, die Terminhandel in spezialisierten Waren- und Futuresmärkten be-

trieben. Neben den fünf SROs wurden später weitere sechs Investmentbörsen (darunter auch Warenterminbörsen), zwei für die Abwicklung von Handelskontrakten zuständige Clearinghäuser und neun Recognized Professional Bodies (RPBs) durch die SIB zur Selbstregulierung autorisiert. Bei letzteren handelte es sich um professionelle Vereinigungen wie die der Wirtschaftsprüfer (Chartered Accountants), die ihre Mitglieder zur Einhaltung professioneller Normen verpflichteten (Moran 1991: 77–79; Coleman 1994: 257; Fishman 1993: 76–102).

Wichtiger Bestandteil regulativen Umbaus war die Einführung von Kapazitäten zur Regulierung des *Insiderhandels*. Bereits in den 70er-Jahren hatte die konservative Regierung Heath, sogar unterstützt durch die Börse und das Takeover Panel, im Rahmen des *Companies Bill* Maßnahmen zur Verfolgung von Insidergeschäften geplant. Dem Scheitern der Regierung im Jahre 1974 fiel auch dieser Plan zum Opfer. Erst 1980 wurde gesetzlich bestimmten Gruppen von Insidern wie Direktoren oder Mitgliedern des mittleren Managements der Wertpapierhandel auf der Basis unveröffentlichter, preissensitiver Informationen untersagt. Der Börse oblag es von jetzt an, ungewöhnliche Preisbewegungen im Handel dem DTI anzuzeigen, das Ermittlungen aufnehmen konnte und zu entscheiden hatte, ob ein Fall an die Staatsanwaltschaft weitergegeben werden sollte oder nicht. Zwischen 1980 und 1986 wurden circa einhundert Fälle dem DTI bekannt gemacht, davon kam es jedoch nur in acht Fällen zur staatsanwaltschaftlichen Verfolgung (Moran 1991: 80–81; Fishman 1993: 191).

Anfang der 80er-Jahre erhielt die Diskussion um eine Insidergesetzgebung neue Schubkraft. Ähnlich wie in den USA waren es zum einen institutionelle Anleger, die auf gesetzlich verankerte Maßnahmen zum Schutz gegen missbräuchliche Handelspraktiken und auf ein insgesamt transparenteres Aufsichtsregime drängten. Hinzu kam politischer Druck der USA und auch der EU, die internationale Zusammenarbeit der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden zu intensivieren. Die amerikanische SEC hatte seit Beginn der 80er-Jahre bilaterale Abkommen zur wechselseitigen Amtshilfe (MoUs) mit einer Reihe von ausländischen Aufsichtsinstitutionen abgeschlossen und diese als Instrument benutzt, um eigene Standards des Anlegerschutzes ins Ausland zu exportieren (vgl. Kapitel 5). Im September 1986 unterzeichnete das DTI mit der SEC und der Commodities and Futures Trade Commission (CFTC) ein solches Abkommen und ermöglichte auf diese Weise einen Austausch von Informationen über Marktteilnehmer bei Verdacht auf missbräuchliche Handelspraktiken (Moran 1991: 83). Für die britische Regie-

ung bedeutete dieser Schritt eine Abkehr von ihrer bislang auf Informalität und Geheimhaltung basierenden Regulierungskultur – so hatte sich das DTI immer geweigert, auf Anfragen der SEC zu antworten und mit dem Verweis auf die Pflicht zur Geheimhaltung von Geschäftsgeheimnissen nicht einmal Telefonnummern von Marktteilnehmern preisgegeben (Fishman 1993: 214–215). Im Rahmen der so genannten »Guinness-Affäre«, bei der es um die feindliche Übernahme eines Konkurrenten durch die Brauereifirma Guinness ging, erwies sich das bilaterale Abkommen für das DTI als nützlich. Mit Hilfe von Informationen, die das DTI von der amerikanischen SEC erhielt, konnte nachgewiesen werden, dass Guinness auf trickreichen Wegen eigene Aktien aufgekauft hatte, um deren Preis hochzutreiben und den Kauf der gegnerischen Firma zu verbilligen (Fishman 1993: 202).

Auf europäischer Ebene wurden Pflichten zur Verfolgung des Insiderhandels, Regelungen zum wechselseitigen Informationsaustausch und zur Amtshilfe in Fällen grenzüberschreitender Marktmanipulationen mit der Verabschiedung der Insiderrichtlinie im Juni 1989 und der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 1992 institutionalisiert. Großbritannien hatte erweiterte Maßnahmen zur Verfolgung von Insiderdelikten bereits 1986 im Kontext des »Big Bang« und der Umsetzung des Financial Services Act ergriffen. Damit erhielten Inspektoren, die durch den Secretary of State ernannt wurden, erweiterte Untersuchungskompetenzen, das DTI konnte verdächtigen Preisbewegungen leichter nachgehen und die SIB zur Leitung von Untersuchungen autorisieren. In der Praxis oblag die Durchführung von Untersuchungen jedoch den SROs, welche die SIB zur Mitarbeit auffordern mussten, was offenbar selten geschah (The Financial Regulator 1996: 11–15). 1987 gründete man das Serious Fraud Office (SFO). Hierbei handelte es sich um ein Team aus insgesamt siebzig Juristen, Wirtschaftsprüfern und deren Mitarbeitern, die sich der Beschaffung von Beweismaterial in Fällen des Verdachts auf Handelsbetrug »erheblichen Ausmaßes« widmen sollten. Das SFO besaß jedoch keine Polizeigewalt und hatte noch geringere Kompetenzen als das DTI bei der Informationsbeschaffung; so bestand keine rechtliche Handhabe, Informationen von ausländischen Überwachungsbehörden zu erhalten; außerdem konnten Aussagen von Zeugen vor Gericht nicht gegen diese verwandt werden. Die fehlenden Sanktionsmöglichkeiten lassen die Behörde insgesamt als recht halbherzigen Versuch intensiverer Marktüberwachung erscheinen (Fishman 1993: 191–192).

Sicherlich bewegte sich Großbritannien mit der Einführung einer Struktur »autorisierter Selbstregulierung« im Wertpapiersektor Mitte der 80er-Jahre



einen Schritt auf die im amerikanischen Regulierungsmodell konstitutive Arbeitsteilung zwischen einer Regulierungsbehörde und halböffentlichen Körperschaften der Selbstverwaltung zu; nicht zufällig erfolgten zum Zeitpunkt der Beratungen des Financial Service Act zahlreiche Besuche britischer Regierungs- und Verwaltungsvertreter sowie der Finanzelite in den USA (Moran 1990: 116). Dennoch blieb die Ausgestaltung der neuen Aufsichtsstruktur nach wie vor britischen Traditionen von Informalität und Staatsferne verhaftet. Offensichtlich sind die, im Vergleich zur amerikanischen SEC doch unterentwickelten »Enforcement«-Kompetenzen von SIB, DTI und dem SFO. Die zentrale Rolle der BoE und die wichtiger Institutionen der City im Prozess regulativen Umbaus zeigen, dass der Schwerpunkt des neuen Regulierungsarrangements nach wie vor auf der privaten, selbstregulativen Seite lag. Darauf deutet auch der kleine Personalstamm der SIB hin (zunächst 72, dann 1991 181 Mitarbeiter) sowie die große Zahl dort beschäftigter Praktiker (Reid 1988: 251).

Im Unterschied zur amerikanischen Wertpapierregulierung, die mit detaillierten Statuten arbeitet, war der Financial Services Act eher allgemein angelegt und ließ SIB und SROs viel Spielraum für ihre Arbeit. In den folgenden Jahren sollte sich zeigen, dass die SIB in dem Bestreben, ihre Domäne zu erweitern, dazu überging, die Regeln immer detaillierter auszulegen und ein Rule Book fortschrieb, das 1993 bereits auf 430 Seiten angewachsen war. Nach dem *Äquivalenzprinzip* musste sichergestellt sein, dass der Investor durch SRO-Regeln ebenso geschützt wurde wie durch die der SIB. In der Praxis führte dies dazu, dass auch die Rule Books der SROs immer umfangreicher wurden, und die wachsende Komplexität des Aufsichtsregimes Unmut in der City hervorrief (Reid 1988: 247, 251; Fishman 1993: 115). Hinzu kam die unklare Kompetenzverteilung zwischen den verschiedenen Aufsichtsinstanzen, die in der Praxis oftmals zur Doppelarbeit und auch zum Wettbewerb um Zuständigkeiten zwischen den insgesamt zweiundzwanzig (!) verschiedenen Aufsichtsgremien führte. Auf internationaler Ebene war es eigentlich Aufgabe des Finanzministeriums (Treasury), für die Erfüllung von EU-Verpflichtungen zu sorgen und multilaterale Kooperationen zwischen Wertpapierhandelsregulatoren zu organisieren. In der Praxis ließen sich jedoch viele der Aufsichtsorgane ein Mitspracherecht in internationalen Gremien nicht nehmen – so war Großbritannien 1995 auf einem internationalen Treffen der Wertpapierregulatoren mit nicht weniger als 12 Behörden vertreten (Financial Times vom 28.7.1995: 15).

Prozesse der Vermarktlichung der Börsenstruktur und der Einführung des elektronischen Wertpapierhandels vollzogen sich in Großbritannien sehr viel langsamer als beispielsweise in Deutschland. Der Grund dafür lag sicherlich darin, dass es unter den Marktteilnehmern keine treibenden Kräfte gab, die ähnlich den deutschen Großbanken die elektronische Vernetzung und Privatisierung im heimischen Börsensektor vorantrieben. Immerhin wurde 1982 mit der LIFFE eine neue Terminhandelsbörse gegründet, die internationalen Investoren eine Vielzahl neuer Finanzprodukte zur Absicherung (»hedging«) gegen Zins- und Wechselkursschwankungen bot. Die LSE fusionierte mit den regionalen britischen Börsen sowie dem irischen Handelsplatz. Ende 1986 schlossen sich ihr weitere einhundertachtzig Handelshäuser an, die bislang auf dem Euromarkt gehandelt hatten und in der International Securities Regulatory Organization (ISRO) organisiert waren. Ergebnis einer zunehmenden Internationalisierung und Heterogenisierung des Londoner Finanzplatzes war eine Öffnung der Börse für neue Mitglieder – über den Kreis der Broker und Jobber nahm die Börse nun auch Vertreter börsennotierter Firmen, kleinere Wertpapierhandelshäuser und auch Fondsmanager als Börsenmitglieder auf. Gleichwohl ging mit der Pluralisierung der Mitgliedschaft kein Umbau der Entscheidungsstrukturen einher. Nach wie vor lag die formale Entscheidungskompetenz beim Börsenrat, in dem mit Brokern und Jobbern die bisherigen Schlüsselakteure vertreten waren. Mit der Einführung des SEAQ-Systems im Jahre 1987 wurde der Parketthandel abgeschafft und durch einen telefonbasierten Handel ersetzt. Weitergehende Reformen wie eine vollständige Umstellung auf ein elektronisches Handelssystem wurden zunächst durch die Broker verhindert (Fishman 1993: 258–264). In Großbritannien war es also nicht die Vermarktlichung von Börsenstruktur und -organisation, die das bestehende System von Selbstregulierung erodieren ließ und zusätzlichen Druck auf eine Verstaatlichung von Aufsichtsfunktionen ausübte; vielmehr ergab sich dieser aus der Notwendigkeit effektiverer Interessenvertretung auf europäischer und internationaler Ebene und der Umsetzung von EU-Richtlinien, aus den Interessen einer auf dem heimischen Markt jetzt präsenten institutionellen Anleger-schaft und aus den Defiziten der Aufsichtspraxis, welche letztlich die Politik auf den Plan riefen.

Anfang der 90er-Jahre kam es zu einer Reorganisation der SIB und zur Neuverteilung von Aufgaben zwischen unterschiedlichen Abteilungen. Das House of Commons Treasury Select Committee leitete im Januar 1994, gegen den Widerstand des SIB-Vorsitzenden, eine Untersuchung der Wertpa-

pieraufsicht ein. Im Oktober 1995 legte das Komitee seinen Bericht vor, der auch durch die offenkundigen Aufsichtsdefizite beeinflusst war, die im Zusammenhang mit dem Konkurs der Barings Bank ans Licht gekommen waren (vgl. hierzu auch den Abschnitt über die Entwicklungen im Bankensektor). Das Treasury Select Committee schlug vor, dem Finanzministerium die Verantwortung für die Verwaltung der SIB zu übertragen und diese damit dem DTI zu entziehen. Weiterhin sollten doppelte Aufsichtskompetenzen zwischen SIB und SROs abgebaut und die Zuständigkeiten der RPBs auf die SROs verlagert werden (Financial Times vom 17.12.1996: 18). Diese Vorschläge zeigen, dass die Parlamentarier noch nicht bereit waren, die Idee sektoraler Selbstregulierung aufzugeben, jedoch eine Straffung der Aufsichtsstruktur anstrebten. Mit dem Treasury wäre zudem eine politisch durchsetzungsfähigere staatliche Behörde stärker in die Aufsicht integriert worden. Insgesamt deutete sich in der politischen Diskussion damit ein Stimmungswechsel zu Gunsten einer stärkeren Verstaatlichung des Systems der Kapitalmarktaufsicht an.

Im Vorfeld der näher rückenden Parlamentswahlen im Mai 1997 rückten Themen der Finanzmarktregulierung in den Mittelpunkt der politischen Auseinandersetzung. Labour hatte sich seit jeher für eine staatliche Aufsicht über den Kapitalmarkt ausgesprochen und das bestehende System der Selbstregulierung als ineffizient kritisiert. Angesichts der offenkundigen Regulierungsdefizite fand diese Position Zustimmung in der City und auch unter Abgeordneten der konservativen Tories. Im Dezember 1996 kündigte Mike O'Brien, der Labour-Sprecher für Belange der City, für den Fall eines Wahlsieges an, das heimische Aufsichtsregime stärker in einen gesetzlichen Rahmen einzubetten, die Aufsichtstätigkeit für die Öffentlichkeit und besonders den Investor transparenter zu gestalten sowie die Aufsichtsstruktur zu straffen und auf diese Weise den »regulatory burden« für die City zu verringern (O'Brien 1996: 17–20).

Unmittelbar nach ihrer Amtsübernahme im Mai 1997 verkündete die Regierung Blair ihr Vorhaben einer umfassenden Reform des Financial Services Act. Die Kompetenzen zur Regulierung des Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektors sollten zusammengefasst und einer neuen Aufsichtsbehörde übertragen werden, die mit gesetzlich fixierten Kompetenzen ausgestattet werden sollte. SIB und die SROs sollten schrittweise aufgelöst werden. Die BoE verlor ihre Kompetenzen zur Beaufsichtigung des Bankensektors. Dieser insgesamt fast revolutionäre Plan wurde in der City und auch vom scheidenden SIB-Chef Andrew Large prinzipiell begrüßt; denn auch die Marktteilnehmer waren an einer Aufsichtsstruktur interessiert, die

Regulierungskosten einsparte, die heimische Marktaufsicht in regulativer Hinsicht international kooperations- und durchsetzungsfähig machte und London als »sauberen« und für den Investor transparenten Finanzplatz erscheinen ließ (Large 1997). Letztlich zeigte sich an dieser doch moderaten Reaktion der betroffenen Klientel auf Vorschläge, die der auf Staatsferne, Informalität und Flexibilität basierenden Regulierungskultur fundamental widersprachen, wie sehr sich Markt und Regulierungsumfeld bis Mitte der 90er-Jahre bereits verändert hatten.

Mit dem Vorhaben der Integration von Aufsichtsfunktionen für alle drei Subsektoren des Finanzsektors hatte sich Großbritannien (neben Japan) im Kreis der Industriestaaten sicherlich das weitestgehende Reformziel gesteckt. Prinzipiell bestanden in einem zentralistischen politischen System und einer Einparteienregierung, die durch Mehrheitsentscheid ins Amt gewählt wird und in der Opposition keinen echten Gegenspieler zu befürchten hat, die besten Voraussetzungen, ein solches Reformpaket umzusetzen. So besitzt die Regierung erheblichen Handlungsspielraum, *vor* der Verabschiedung eines Reformgesetzes bereits Umstrukturierungen der Regulierungsstruktur anzustoßen. Im Prozess parlamentarischer Beratung verfügt die nach Mandaten unterlegene Opposition zudem über keine Möglichkeiten, ein von der Regierung eingebrachtes Gesetz letztlich zu verhindern. Allerdings kann das Oberhaus dem Gesetzestext inhaltliche Zusätze (»amendments«) hinzufügen und die Gesetzesverabschiedung mittels aufschiebendem Veto um maximal ein Jahr hinauszögern, sodass das Gesetz in der darauf folgenden Sitzungsperiode erneut von Beginn an beraten werden muss (Sturm 1997: 260–275).

Der Verlauf der britischen Reformen in der Kapitalmarktregulierung beweist, dass die Regierung ihr strukturell angelegtes Handlungspotential, anders als noch in den 60er- und 70er-Jahren, nun zur Durchsetzung eigener Reformvorhaben nutzte. So wurden die Stützpfeiler des neuen Aufsichtsregimes implementiert, *bevor* das *Financial Services and Markets Bill* im Parlament beraten und verabschiedet worden war. Gleichwohl blieb auch die Regierung Blair beim Umbau der Aufsicht einer konsensuellen Herangehensweise verpflichtet und führte umfangreiche Konsultations- und Abstimmungsprozesse mit den Marktteilnehmern durch beziehungsweise delegierte diese Aufgaben an die Regulierungsinstanzen selbst.

Die SIB wurde damit beauftragt, zusammen mit den SROs die weiteren Schritte der eigenen Auflösung und der Integration von Aufsichtskompetenzen in der neuen Financial Services Authority (FSA) zu erarbeiten. Im Oktober 1997 und damit lange bevor ein erster Gesetzentwurf vorlag, bezog

die neue Behörde ihre Räumlichkeiten in Canary Wharf, außerhalb der City. Die FSA übernahm einen Großteil des Personals der SIB und erarbeitete unter ihrem Leiter, Howard Davies, bis zum Oktober 1998 ein Arbeits- und Organisationsprofil, das Vorstellungen zur zukünftigen Organisationsstruktur, zu den Regulierungszielen und dem Regulierungsstil enthielt. Anders als andere Aufsichtsorgane ist die FSA als »one-stop shopping« Regulator für alle Bereiche des Finanzsektors auch mehreren gesetzlich fixierten Zielen (»statutory objectives«) verpflichtet. Hierzu zählt in erster Linie der Konsumentenschutz, der die Entgegennahme von Anlegerbeschwerden, einen Ombudsmann als Vermittler zwischen Regulierten und Behörde sowie die Verwaltung eines einheitlichen Entschädigungssystems der Anleger beinhaltet. Weiterhin verpflichtet sich die FSA zur Konsumentenerziehung und will das »öffentliche Verständnis des Finanzsystems« fördern; damit geht sie sogar über die ausgeprägte Philosophie des Konsumentenschutzes der SEC hinaus. Hinzu kommen Ziele wie der Kampf gegen die Finanzkriminalität und natürlich die Sicherung von Vertrauen in die Stabilität des britischen Finanzsektors, ein klassisches Ziel der Bankenregulierung, das in Kooperation mit der Zentralbank und dem Treasury verfolgt werden soll.

Institutionell handelt es sich bei der FSA um eine Non-profit-Organisation, die sich durch Gebühren der Marktteilnehmer finanziert. Ihre Existenz, Aufgabenstruktur und Finanzierung sind gesetzlich festgeschrieben. Die FSA ist dem Treasury und damit indirekt dem Parlament verantwortlich; ihre Arbeit soll regelmäßig durch das Treasury Select Committee überprüft werden. Ein Jahresbericht wird dem Finanzminister vorgelegt. Die unmittelbare Verantwortlichkeit gegenüber den Marktakteuren soll durch die Institutionalisierung eines Konsumentenpanels und Praktikerforums gewährleistet sein. Neben dieser institutionalisierten Form der Adressatenbeteiligung bekannte sich die FSA im Juli 1998 zu einem offenen und informellen Regulierungsstil, der den ständigen Austausch mit den Regulierten und die Gründung von Ad-hoc-Gruppen (etwa ein Praktikerpanel für die mittelständische Finanzbranche) zur Konsultation einbezieht (FSA 1998a). Praktiziert wurde der offene, auf Kooperation ausgerichtete Regulierungsstil bereits im Vorfeld des Gesetzgebungsprozesses: Bis zum Oktober 1998 ließ die FSA insgesamt 28 Konsultationspapiere in den Subsektoren des heimischen Finanzsektors kursieren; umgekehrt wurden 220 Eingaben an das Treasury herangetragen. Die Ergebnisse dieser Abstimmung sollten dann in das neue »Handbook of Rules and Guidance« eingehen, das die »Architektur« der neuen Spielregeln wiedergibt (Davies 1998a).

Der Eindruck, die neue Regulierungsstruktur sei in völliger Übereinstimmung mit den Marktteilnehmern entstanden, ist verkürzt. Vielmehr rückten die hoheitlichen Kompetenzen der FSA und ihre Möglichkeiten zur Durchführung von Ermittlungen und zur Sanktionierung von Regelverstößen sowie der Schutz der Marktakteure gegen missliebige Entscheidungen des Aufsichtsorgans in den Mittelpunkt der Kontroverse. So darf die FSA bei Verdacht auf Insidergeschäfte oder andere Formen der Marktmanipulationen in Kooperation mit dem Secretary of State for Trade and Industry, dem Crown Prosecution Service und dem Serious Fraud Office strafrechtliche Untersuchungen einleiten. In weniger schwer wiegenden Fällen darf die FSA Zivilstrafen und Bußgelder in unbeschränkter Höhe verhängen (FSA 1998b: 45–56). Zudem kooperiert die FSA im Rahmen von MoUs mit ausländischen Aufsichtsbehörden und vertritt Großbritannien in internationalen Koordinationsgremien wie der IOSCO, der International Association of Insurance Supervisors (IAIS) als internationalem Gremium der Versicherungsaufsichtsbehörden und dem International Accounting Standards Committee (IASC) als dem Abstimmungsgremium für Standards der Bilanzierung (FSA 2000).

Insbesondere die Bündelung von »Enforcement«-Kompetenzen auf heimischem Boden rief heftige Kritik der City hervor – die FSA sei Jury, Richter, Staatsanwalt und Polizei in einer Institution (Financial Times vom 30.10.1998: 8). Die Marktteilnehmer versuchten daher, unliebsame Formulierungen des Gesetzestextes zu verhindern und konzentrierten ihre Lobbyaktivitäten auf die Diskussion des Gesetzesentwurfes und dessen Beratung im Parlament. Dabei konnten City-Institutionen auf die Unterstützung der ihnen nahe stehenden Tories, insbesondere aber auf die der Peers im Oberhaus (House of Lords) vertrauen, bei denen es sich teilweise um Vorstandsmitglieder alteingesessener City-Banken handelte. Prinzipiell verfügten diese nun über die Möglichkeit, die Gesetzesverabschiedung hinauszuzögern und dem Gesetzestext Zusätze (»amendments«) hinzuzufügen.

Genau diese Optionen konterkarierten jedoch die Absicht der Regierung und auch die der neuen Regulierungsbehörde, den Gesetzgebungsprozess im Hinblick auf Marktveränderungen nicht nur schnell abzuwickeln, sondern den Gesetzesinhalt auch möglichst allgemein zu halten, um der FSA wiederum Spielraum zu lassen, sich flexibel veränderten Umweltbedingungen durch inkrementelles »rule-making« anpassen zu können (Financial Times vom 3.8.1998: 12; Davies 1998 b). Zur Beschleunigung des parlamentarischen Verfahrens nutzte die Regierung zwei »konstitutionelle Innovationen«: Das Finanzministerium setzte einen Ausschuss (»joint committee«)

ein, in dem Vertreter beider Parlamentskammern und solche der City repräsentiert waren. Dieser Ausschuss sollte vor der eigentlichen Parlamentsberatung strittige Punkte ausräumen und bis Ostern 1999 Empfehlungen für die Beratungen erarbeiten (HM Treasury 1998). Im Juni 1999 und damit elf Monate nach Beginn der informellen Konsultationsphase, nahm das House of Commons die Beratung auf. Als absehbar war, dass der Gesetzgebungsprozess innerhalb der laufenden Sitzungsperiode nicht beendet sein würde, erreichte die Regierung mit Unterstützung der Tories eine Übertragung des Gesetzes in die folgende »session«. Auch diese »carryover procedure« war eine konstitutionelle Neuerung, die die Regierung mit marginalen Zugeständnissen bei der Kompetenzgestaltung der neuen Behörde bezahlen musste. Im Juni 2000, drei Jahre nach der Ankündigung des Gesetzesvorhabens durch die Regierung Blair, wurde das *Financial Services and Markets Bill* schließlich vom House of Lords verabschiedet. Zu diesem Zeitpunkt hatte der Gesetzestext einen Umfang von 220 Seiten und enthielt 2.100 »amendments«. Trotz der Nutzung institutionell gegebener politischer Handlungsspielräume entstand damit eines der umfangreichsten und auch komplexesten Gesetze in der britischen Parlamentsgeschichte (Financial Times vom 14.6.2000: 8).

Sehr viel zögernder als die Verstaatlichung und Verrechtlichung von Regulierungsaufgaben vollzog sich die Vermarktlichung und Elektronisierung des Börsenhandels in Großbritannien. Die zum Januar 1999 geplante Euro-Einführung, insbesondere aber wachsender Konkurrenzdruck durch elektronische Handelsnetzwerke (ECNs), aber auch durch elektronische Aufrüstung anderer europäischer Präsenzbörsen setzten auch die LSE unter Handlungsdruck. 1996 begann eine Diskussion um die mögliche Privatisierung der Eigentümerstruktur von LSE und auch der LIFFE, bei denen es sich immer noch um gemeinnützige Vereinigungen handelte, die im Besitz ihrer Mitglieder waren. Angesichts des Kapitalbedarfs, der für weitere Investitionen in den elektronischen Handel erforderlich war, wurde die Umwandlung der Börse in eine Aktiengesellschaft, die dann selbst zur Kapitalaufnahme an die Börse gehen konnte, ein immer wichtigeres Thema. Da eine solche Umwandlung eine Zustimmung von 75 Prozent der LSE-Mitglieder benötigte, bei denen es sich überwiegend um kleinere Investmentfirmen handelte, obgleich fast 45 Prozent des Tagesumsatzes durch große Investmentbanken getätigt wurden, lag die Hauptaufgabe des mittlerweile geschaffenen Börsenmanagements in der Konsensbeschaffung im eigenen Mitgliederkreis. Erst im März 2000 stimmten diese einer Umwandlung der LSE in eine

AG zu; die LIFFE erklärte ihre Umwandlung in eine gewinnorientierte Organisation bereits im Juni 1998.

Im Oktober 1997 und damit sehr viel später als etwa die Deutsche Börse, führte die LSE für den Handel in den hundert umsatzstärksten Aktien das neue elektronische Handelssystem SETS ein; auch hierbei hatte es innerhalb des Mitgliederkreises erhebliche Konflikte gegeben, denn das System machte nicht nur die Jobberfirmen überflüssig, sondern brachte auch hohe Investitionskosten für die kleineren Börsenmitglieder mit sich (Handelsblatt vom 26./27.10.1997: 27). Gleichwohl erwies sich die Elektronisierung des Börsenhandels als unverzichtbar, einerseits, um dem drängenden Wunsch institutioneller Investoren und großer Investmentbanken nach Senkung von Transaktionskosten nachzukommen, andererseits, um innerhalb Europas (und auch darüber hinaus) kooperationsfähig zu sein und Allianzen mit anderen Börsenplätzen einzugehen oder sogar mit diesen zu fusionieren. Der Ausbau von internationalen Kooperationen zielt darauf, sich den Zugang zu weiteren Märkten (auch in anderen Zeitzonen) zu erschließen und Investoren dadurch ein größeres und liquideres Angebot an Wertpapieren bieten zu können. Die Frage, ob eine Allianz durch Verknüpfung unterschiedlicher Handelssysteme oder durch Übernahme eines der vorhandenen Systeme vonstatten gehen sollte, erwies sich von circa 1998 bis zum April 2000 als zentraler Konfliktpunkt, der eine Allianz der LSE mit der Deutschen Börse sowie weiteren europäischen Handelsplätzen verhinderte. Mit dem Aufbau paneuropäischer Handelsplattformen durch die amerikanische NASDAQ oder private Betreiber wie Tradepoint wird auch die Londoner Börse seit Ende 1999 unter zugespitzten Wettbewerbsdruck gesetzt. Neu und symptomatisch für die zunehmende Heterogenisierung der Interessen unter den heimischen Marktteilnehmern ist, dass es wie auch in den USA große Anleger und Investmentbanken sind, die auf Kosteneinsparungen bei der Abwicklung von Handelstransaktionen drängen und die deshalb auch die Bildung alternativer Handelsplattformen mitfinanzieren. Politisch ist die FSA als neu geschaffene Aufsichtsbehörde die eindeutige Gewinnerin des Privatisierungs- und Konsolidierungstrends. Nach der angekündigten Umwandlung der LSE in eine Aktiengesellschaft wird zunächst das Treasury und dann die FSA die verbliebenen Regulierungskompetenzen der Börse (zum Beispiel Entscheidung über die Bedingungen der Börsennotierung) übernehmen (Handelsblatt vom 4.10.1999: 1).



### 5.3 Deutschland – Bundesstaatliche Regulierung mit föderaler Beteiligung

In Deutschland kam es erst in den 80er-Jahren und damit später als in den Vereinigten Staaten und auch in Großbritannien zu einer Modernisierung und einem regulativen Umbau des heimischen Kapitalmarktes.<sup>3</sup> Im Unterschied zu den anderen beiden Ländern ging die Restrukturierung heimischer Kapitalmarktinstitutionen wesentlich von den Banken aus, deren strategische Interessen sich in den 80er-Jahren fundamental wandelten. Strukturelle Veränderungen im internationalen Finanzgeschäft wie die wachsende Bedeutung des Wertpapierhandels, der Boom im Handel mit Finanzinnovationen und das zunehmende Engagement ausländischer institutioneller Anleger auf den internationalen Kapitalmärkten ließen das Geschäft mit der Ausgabe und dem Handel von Wertpapieren (= Investmentbanking) zunehmend attraktiver werden als das klassische Kredit- und Einlagengeschäft. Die deutschen Großbanken verfolgten vor diesem Hintergrund eine Doppelstrategie: Zum einen bauten sie das Investmentbanking zu einem gleichberechtigten Standbein ihres Finanzgeschäftes aus. Bereits 1984 verlegte die Deutsche Bank ihre Kapitalmarktoperationen an den Finanzplatz London; 1989 akquirierte sie für 950 Mio. englische Pfund die Investmentbank Morgan Grenfell, während die Dresdner Bank durch den Zukauf von Kleinwort Benson ihre Kompetenzen im Handelsgeschäft erweiterte (Financial Times vom 29.5. 1996: VI). Nach innen erklärten die Banken die Modernisierung des »Finanzplatzes Deutschland« zur unternehmerischen, aber auch finanzpolitischen Aufgabe erster Ordnung.

Multinationale Kunden wie Pensions- oder Investmentfonds konnten zwischen den attraktivsten Handelsplätzen der Welt wählen, und zu diesen zählte der deutsche Finanzplatz offenkundig nicht. Zwar stockten ausländische Investoren ihre Bestände an deutschen Aktienwerten zwischen 1980 und 1990 um rund 60 Mrd. DM auf, dennoch lag der Anteil der im Ausland befindlichen deutschen Aktien Ende 1990 lediglich bei 14 Prozent (Deutsche Bundesbank 1991: 28). Ironischerweise nutzten ausländische Anleger nicht einmal den deutschen Handelsplatz, um in deutsche Aktien zu investieren: 1990 machte der Handel in den liquidadesten deutschen Werten an der Londoner Börse bereits 13 Prozent ihres Umsatzes auf dem heimischen Markt aus. Terminbörsen in London und Paris begannen »DM-Options-

---

3 Vgl. zu diesem Teil auch Lütz (1997).

scheine« anzubieten, und auf Euro-Märkten außerhalb des Landes wuchs der Handel in »DM-Kontrakten«.

Für die Zurückhaltung ausländischer Anleger gegenüber dem deutschen Markt wurden zunächst Gründe genannt, die in der Rückständigkeit des heimischen Börsenmarktes und seiner Infrastruktur lagen. So fehlten attraktive Produktinnovationen, und die Kosten für Handelstransaktionen (zum Beispiel Umsatzsteuern, Kommissionen der Makler, Abwicklung von Handelsaufträgen) waren relativ hoch. Zunächst die Bundesbank, dann auch der Gesetzgeber reagierten zwischen 1984 und 1994 mit einer Fülle von Liberalisierungsmaßnahmen (vgl. Kapitel 4), die darauf abzielten, steuerliche Hindernisse für das Engagement ausländischer Anleger auf dem heimischen Markt zu beseitigen und die heimische Produktpalette um Finanzinnovationen zu erweitern.

Die Großbanken selbst richteten ihre Reformbestrebungen auf den Umbau der Infrastruktur für den Börsenhandel mit dem Ziel, die Transaktionskosten für Handelsoperationen zu senken. Im Kern bestand dieser Umbau darin, den bislang dezentralen Börsenverbund auch mit Hilfe der Informationstechnik schrittweise zu zentralisieren und das Börsengeschäft zu vermarktlischen. In diesem Reorganisationsprozess übernahmen die drei Großbanken (Deutsche-, Dresdner und Commerzbank) zusammen mit der Deutschen Girozentrale (DGZ), der Zentralbank des Sparkassenverbundes, die Initiative. Alle vier Partner waren Mitglieder der Frankfurter Wertpapierbörse, und um sie herum bildete sich eine »Frankfurt-Koalition«, die den früheren Zustand »friedlicher Koexistenz« zwischen den verschiedenen regionalen Partnern nicht länger tolerierte. Stattdessen setzte dieses Bündnis seine Marktmacht ein, um den deutschen Finanzplatz gemäß »globaler Herausforderungen« zu reorganisieren. Unterstützung erhielt die Koalition von dem in Frankfurt ansässigen Verband der Auslandsbanken, dessen Mitglieder sich ohnehin auf das Wertpapierhandels- und Börsengeschäft konzentrieren, von der Landeszentralbank Hessen und letztlich auch von der Bundesbank, obgleich diese eine offene Parteinahme zu Gunsten von Frankfurt vermied.<sup>4</sup>

Mit dem Argument, den eher lockeren Börsenverbund organisatorisch zu straffen und dadurch handlungsfähiger machen zu wollen, drängte die Frankfurt-Koalition 1986 auf eine Zentralisierung der Entscheidungsprozesse in-

---

4 Dennoch signalisierte der damalige Bundesbankpräsident Karl-Otto Pöhl in einer öffentlichen Rede, dass die Rahmenbedingungen geschaffen werden müssten, um den Finanzplatz Frankfurt gegenüber London oder Paris zu stärken (Pöhl 1989: 15).

nerhalb der Börsenföderation. Das bisherige Einstimmigkeitsprinzip wurde durch ein Mehrheitsstimmrecht abgelöst, und ein neues Wahlsystem wurde eingeführt, nach dem die Stimmrechte der einzelnen Regionalbörsen sich entsprechend ihrer Anteile am gesamten Börsenumsatz der Bundesrepublik verteilen. Gemäß dieser neuen Regel entfielen auf Frankfurt und Düsseldorf als den beiden größten Börsen achtzig Stimmen, während die restlichen sechs Regionalbörsen zusammen lediglich zwanzig erhielten. Da jedoch Änderungen des Statuts oder die Auflösung der Föderation vier Fünftel aller Stimmen bedurften und selbst die beiden größten Börsen zusammen die föderale Börsenstruktur nicht hätten beseitigen können, stimmten auch die kleineren Regionalbörsen der Reorganisation zu. Organisatorisch wurde der Verbund der Frankfurter Börse angegliedert und in »Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen« umbenannt. Nach außen sollte diese als Lobbyorganisation gegenüber nationalen und internationalen Gremien agieren, in denen börsenrelevante Rechts- und Gesetzgebungsverfahren verhandelt wurden. Intern sollte die AG die Einführung von Produktinnovationen sowie den Aufbau einer einheitlichen Börseninfrastruktur (etwa von Systemen der Börsengeschäftsabwicklung, der Kursinformation und auch der Kursermittlung) koordinieren (Müller 1986; Röller 1986).

Da jetzt Fragen der Einführung überregionaler elektronischer Kommunikations- und Handelssysteme durch Mehrheitsentscheid geregelt werden konnten, war es nicht verwunderlich, dass der nächste Schritt im Zentralisierungsprozess durch einen Schub an informationstechnischer Vernetzung gekennzeichnet war. Mit der Deutschen Wertpapierzentrale (DWZ) wurden 1988 zunächst die zwei bis dahin bestehenden Rechenzentren zur Abwicklung von Handelstransaktionen integriert (Deutsche Börse AG 1993). Die Einführung des zunächst als Informationssystem konzipierten elektronischen Systems IBIS stellte den nächsten, zwischen Frankfurt und den Regionalbörsen bereits erheblich umstritteneren Schritt auf dem Weg zu einer Computerbörse dar. IBIS, das von den Großbanken konzipiert und getragen wurde, wurde im Dezember 1989 zunächst als reines Informationssystem in Betrieb genommen, sollte jedoch zu einem integrierten Handels- und Abwicklungssystem weiterentwickelt werden und parallel zum Parketthandel eine Computerbörse bilden. IBIS war auf die Bedürfnisse institutioneller Anleger zugeschnitten, denn es ermöglichte allen angeschlossenen Institutionen einen nahezu ganztägigen, standortunabhängigen Handel in den umsatzstärksten Aktien und Anleihen.

Mit der Deutschen Terminbörse (DTB) im Jahre 1990 wurde die erste bundesweite Computerbörse in Deutschland gegründet und das Regionalprinzip der Börsenorganisation durchbrochen. Widerstände von Seiten der Regionalbörsen hatte es im Vorfeld ihrer Gründung nicht gegeben, was nicht zuletzt darauf zurückzuführen war, dass sich die DTB ausschließlich dem Handel mit Terminkontrakten auf die bedeutendsten deutschen Standardwerte widmete, also nicht als Konkurrentin der auf überwiegend regionale Märkte konzentrierten Regionalbörsen angesehen werden musste. Die DTB war zudem erstmals in privatrechtlicher Form und von den Banken als Dienstleistungsunternehmen konzipiert, das zwar wie die anderen Börsen formal einer staatlichen, nämlich der hessischen Aufsicht unterlag, in seinen Investitionsentscheidungen und deren Finanzierung jedoch ungebunden sein sollte (Breuer 1992a: 7). Damit war der Beginn einer Vermarktlichung der Börsenorganisation markiert, die erforderlich schien, um Kapital für einen weiteren Ausbau der elektronischen Vernetzung zu beschaffen. Mit Wirkung zum Januar 1993 wurde die Deutsche Börse AG gegründet, die organisatorisch und rechtlich auf den vorhandenen Strukturen der Frankfurter Börse aufbaute und als Trägergesellschaft für alle bestehenden Börsen einschließlich der DTB sowie für die Abwicklungsorganisationen fungierte. Der Gründung dieser Firma gingen Konflikte zwischen der Frankfurt-Koalition und den Regionalbörsen sowie den Ländern voraus, denn der Frankfurter Börsenvorstand hatte ursprünglich vorgeschlagen, nicht die Regionalbörsen, sondern deren Mitgliedsfirmen zu Teilhabern der neuen Aktiengesellschaft zu machen. Dadurch wären die regionalen Finanzplätze von ihren Mitgliedern institutionell entkoppelt worden und hätten ihren regionalen Rückhalt verloren. Da aber die Stimmen der regionalen Partner für die geplante Reorganisation benötigt wurden, zeigte sich Frankfurt kompromissbereit. Die sieben Regionalbörsen zusammen erhielten einen Besitzanteil von 10 Prozent an der neuen Firma, weitere 10 Prozent erhielten die Makler, 80 Prozent des zu zeichnenden Kapitals wurde in- und ausländischen Kreditinstituten zugeteilt (Kutzer 1993: 54).

Produktinnovationen und die Rationalisierung der Börseninfrastruktur reichten jedoch nicht aus, um im internationalen Wettbewerb der Finanzplätze mitspielen zu können. Vielmehr bedurfte es auch der Anpassung des Systems föderativer Selbstregulierung an internationale Standards der Kapitalmarktregulierung. Dies zeigte sich spätestens, als die deutschen Banken neue Produkte entwickelt hatten und diese im Ausland vertreiben wollten. Mitgliedsfirmen der DTB beispielsweise wollten ihre jüngste Finanzinno-

vation (= Option auf den DAX) an amerikanische Anleger verkaufen sowie Computerterminals, die den Anschluss an das deutsche Handelssystem erlauben, in den USA aufstellen. Die zuständigen amerikanischen Aufsichtsbehörden (CFTC und SEC) stoppten den Handel mit deutschen Produkten an den Börsen von New York und Chicago mit dem Argument, diese stammten von einem Markt, der mit niedrigeren Standards operiere als der eigene. Zwar könne ein auf Vertrauen und dezentral überwachte Regeln gegründetes System einer Börsenaufsicht funktionieren; aus Sicht des Auslands sei dieses jedoch *intransparent*. Ausländische Anleger könnten nicht ohne weiteres davon ausgehen, dass Verstöße gegen die vereinbarten Spielregeln auch sanktioniert werden (Interviews 950428, 950302a, Handelsblatt vom 18.7.1995: 24). Geschickt benutzten ausländische Regulierungsbehörden also das regulative Gefälle zum deutschen Markt als Argument, um ihren Heimatmarkt gegen den ausländischen Wettbewerb abzuschirmen.

Nicht nur Absatzprobleme deutscher Finanzprodukte im Ausland, sondern auch Insiderskandale wie die Affäre um den früheren IG-Metall-Chef Franz Steinkühler im Jahre 1991 trugen dazu bei, das deutsche Modell der auf Freiwilligkeit basierenden Insiderregeln zu delegitimieren. Als Mitglied des Aufsichtsrates der Daimler-Benz AG hatte Franz Steinkühler sein Insiderwissen zum Kauf von Mercedes-Aktien verwandt, unmittelbar bevor diese als Ergebnis einer Fusion im Börsenhandel sprunghaft anstiegen. Zwar wurde Steinkühler zur Aufgabe des IG-Metall-Vorsitzes und Aufsichtsratsmandats gezwungen; in Sachen Insiderdelikt konnten pikanterweise jedoch keine Ermittlungen gegen ihn aufgenommen werden, weil die IG-Metall wie auch der DGB die freiwilligen Insiderregeln nicht unterschrieben hatten, da sie aus Sicht der Gewerkschaften nicht »restriktiv« genug waren (Süddeutsche Zeitung vom 31.5.1993: 22).

Banker und Börsianer, die bislang das deutsche System der Selbstregulierung verteidigt hatten, erkannten nun, dass dieses in einem globalisierten Markt zu einem Wettbewerbsnachteil wurde. Vielmehr hatte man jetzt seine Seriosität als Anbieter von Finanzdienstleistungen dadurch unter Beweis zu stellen, dass man sich rigider staatlicher Überwachung unterwarf. Ein hoher regulativer Standard wurde nun als »Qualitätssiegel der eigenen Produkte« (Interview 950428) interpretiert, welches dem Heimatmarkt einen Spitzenplatz in der Rangliste internationaler Finanzplätze einbrachte:

... der Anleger ... hat das Bedürfnis, dass sich dieses Kapitalmarktgeschehen vor dem Hintergrund einer funktionierenden und professionellen, auch scharf zupackenden Aufsicht vollzieht. Dies ist nicht nur ein Trend hier in der Bundesrepu-

blik, dies ist ein Trend in anderen europäischen Ländern, aber natürlich auch jenseits des Atlantiks. Wir haben einigen Nachholbedarf ... hinsichtlich des Ansehens des deutschen Kapitalmarktes im Ausland. Ich bin persönlich nach wie vor davon überzeugt, dass wir mit dem Prinzip der Selbstkontrolle hier in der Bundesrepublik nicht schlecht gefahren sind ... die Selbstkontrolle hat funktioniert. Nur dass dies das Prinzip der Wertpapieraufsicht dieser Tage sein soll, hat uns im Ausland keiner mehr abgenommen. Wir hatten ein Glaubwürdigkeitsproblem, insbesondere in den angelsächsischen Ländern und in der dortigen Finanzpresse, die schlicht behauptet hat, dass diese Art der Selbstkontrolle nur ein besseres Wort für Camouflage oder »unter den Teppich kehren« sei. So sind wir auf Grund dieser Argumentation in die Richtung einer Schummelbörse gerückt worden ...

(Rolf E. Breuer, damaliges Vorstandsmitglied der Deutschen Bank, Breuer 1992b: 13)

Nicht nur die deutschen Banken hatten jetzt ein vitales Interesse daran, den Staat in das Modell sektoraler Regulierung »zurückzuholen«. Auch Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) wurden im Rahmen ihrer politischen Kontakte auf europäischer und internationaler Ebene unter Druck gesetzt, sich internationalen Regulierungsgepflogenheiten anzupassen. Die angestrebte Integration des europäischen Kapitalmarktes war von Beginn an auch auf die Schaffung einer transparenten Kapitalmarktregulierung im Interesse der Kapitalanleger ausgerichtet gewesen. Die europäischen Richtlinien verfolgten damit Regulierungsziele, die dem deutschen Modell informeller Selbstregulierung fundamental widersprachen. Folglich nutzte Deutschland, wo irgend möglich, Gelegenheiten zur Blockade unliebsamer Richtlinien oder verzögerte deren Umsetzung erheblich. So erfolgte die Implementation der ersten drei europäischen Richtlinien (1979, 1980 und 1982) in deutsches Recht erst Mitte bis Ende der 80er-Jahre. Immerhin wurde dadurch ein zwar zögerlicher, aber dennoch stetiger Prozess der Erweiterung der Kapitalmarktaufsicht um Aspekte des Anlegerschutzes in Gang gesetzt. Mit dem *Börsenzulassungsgesetz* vom Dezember 1986 und der *Börsenzulassungsverordnung* vom April 1987« wurden unter anderem die Publizitätsvorschriften erweitert, denen emittierende Firmen unterliegen, wenn sie am amtlichen Börsenhandel teilnehmen wollen. Man schrieb Modalitäten der Veröffentlichung eines Börsenprospektes fest und legte eine Reihe von Tatbeständen fest, bei deren Eintreffen der Emittent unverzüglich das Publikum und die Börsenorgane zu informieren hat (= Ad-hoc-Publizität). Die bisher freiwillige Regelung, dass Emittenten zugelassener Aktien einen Zwischenbericht innerhalb eines Geschäftsjahres vorzulegen haben,

wurde durch eine gesetzliche Verpflichtung zur Zwischenberichterstattung abgelöst. In der Börsenzulassungsverordnung wurden Details der von den EU-Richtlinien erfassten Zwischenberichterstattung geregelt (Onderka 1987).

Ein weiteres Druckmittel in Richtung auf die weitere Verstaatlichung des Modells sektoraler Regelung war das zu Beginn der 90er-Jahre bereits weit entwickelte Netz bilateraler Verträge (Memoranda of Understanding, MoUs), von dem Deutschland ausgeschlossen war. 1988 hatte die SEC deutsche Behörden um Amtshilfe bei der Verfolgung zweier Insiderfälle gebeten, in die offensichtlich deutsche Firmen verwickelt waren. Da Deutschland jedoch keine Rechtsprozeduren für grenzüberschreitende Ermittlungen dieser Art besaß, konnte es dieser Bitte um Kooperation nicht nachkommen. Ähnliche Probleme wurden auch durch das Binnenmarktprogramm der Europäischen Union und insbesondere durch die Richtlinien zu den Bereichen »Insiderhandel« (1989) und »Wertpapierdienstleistungen« (1993) geschaffen. Beide Richtlinien verpflichten die Mitgliedsstaaten, Behörden zu benennen, die für die Überwachung von Insidergesetzen, Transparenzregeln sowie Wohlverhaltensregeln der Banken zuständig sind und dabei mit ihren ausländischen Partnern kooperieren. Erwartet wird, dass wechselseitige Amtshilfe geleistet werden kann und »Amtsgeheimnisse« gegenüber Dritten möglich sind – Aufgaben, die den öffentlichen Status eines solchen Überwachungsorgans nahe legen. Situationen von »Kooperationsversagen« kennzeichneten schließlich auch Deutschlands Position in der IOSCO, dem im Wertpapiersektor aktiven Regime. Da in dessen interner Hierarchie Schlüsselentscheidungen nur in solchen Ausschüssen fallen, in denen die Mitgliedsstaaten durch öffentliche Behörden repräsentiert sind, waren die Deutschen zunächst marginalisiert. 1990 übernahm das Bundesministerium der Finanzen die IOSCO-Mitgliedschaft, die zunächst von den Börsen selbst wahrgenommen wurde; allerdings mangelte es den deutschen Vertretern oft an technischem Detailwissen in Fragen der Wertpapierregulierung. Die staatlichen Akteure sahen sich also einmal mehr in einer Situation »wo wir nicht kooperieren konnten« (Interview 950428).

Bei den anstehenden Beratungen zur Umsetzung europäischer Richtlinien in deutsches Recht konstatierten Regierungsvertreter denn auch Bedarf an der Schaffung neuer Bundeskompetenzen in der Kapitalmarktregulierung. Im Januar 1992 präsentierte Finanzminister Waigel ein Arbeitspapier, das die weitere Förderung des »Finanzplatzes Deutschland« ankündigte (Der Bundesminister der Finanzen 1992). Ebenso wie im Banken- und Versicherungsbereich solle auch der Wertpapierhandel von einer zentralen Bundes-

behörde beaufsichtigt werden. Diese habe länderübergreifende Funktionen inne und solle als Ansprechpartner für die Kooperation mit ausländischen Wertpapieraufsichtsbehörden dienen. Außerdem wurden Maßnahmen zum Schutz gegen den Insiderhandel sowie Publikationspflichten zum Schutze der Anleger angekündigt. Das Arbeitspapier ging auf Abstimmung mit den Mitgliedern der Börsensachverständigenkommission zurück, welche nun inhaltlich und personell den Kern einer neuen Koalition global orientierter Akteure bildete, die die Anpassung an internationale Standards der Wertpapierregulierung in den Mittelpunkt der Debatte rückte. Auch das Land Hessen gehörte dieser Koalition an, denn es hatte immer die Position Frankfurter Banken gestützt und für neue Bundeskompetenzen in der Sektoraufsicht gestimmt. Damit erodierte auch das vormals stabile politische Kartell aus Ländern und Marktakteuren, das bislang wesentlich ein Bündnis gegen den Bund gewesen war.

Die restlichen Bundesländer teilten die Vorstellungen der »globalen Koalition« zur Errichtung einer beim Bund angesiedelten Aufsicht über den Wertpapierhandel nicht. Wenn denn eine Erweiterung der Börsenaufsicht nötig sei, dann solle diese in der Verwaltungszuständigkeit der Länder verbleiben – eine gemeinsam von den Ländern getragene bundesweit zuständige Börsenaufsicht war der Alternativvorschlag (Börsenfachministerkonferenz 1991). Nicht verwunderlich, dass dieser Vorschlag den Widerstand der Modernisierungskoalition hervorrief, die befürchtete, eine vom »Konglomerat der deutschen Länder getragene« Überwachungsbehörde werde international nicht die nötige Anerkennung erfahren. Weil das Börsenrecht jedoch zum Bereich zustimmungspflichtiger Politikbereiche zählt, waren die Länder wichtige Verhandlungspartner des Bundes in Sachen Neuordnung der Börsenaufsicht. In den folgenden Verhandlungen um die Verteilung der neuen Aufsichtskompetenzen, die im 2. *Finanzmarktförderungsgesetz* (FMFG) festzulegen waren, drohten die Länder mit der Blockade des Gesetzes. Im Februar 1992 wurde eine gemeinsame Arbeitsgruppe von Bund- und Ländervertretern (»Bund-Länder-Arbeitskreis«) zur Kompromissfindung eingesetzt. Die Beratungen innerhalb dieses Arbeitskreises nahmen fast achtzehn Monate in Anspruch bevor schließlich das Bundesministerium als Gewinner dieses Konfliktes hervorging (Börsenfachministerkonferenz 1993).

Der Kompromiss mit den Ländern sah die Gründung eines neuen Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (BAWe) im Geschäftsbereich des Bundesministeriums der Finanzen vor. Dessen Aufgaben liegen in der präventiven Bekämpfung und in der Verfolgung von Insidergeschäften (in Zu-



sammenarbeit mit der Staatsanwaltschaft) sowie in der Überwachung neuer Wohlverhaltensregeln der Finanzinstitute und auch von Informationspflichten börsennotierter Gesellschaften. Daneben vertritt die neue Behörde Deutschland in internationalen Gremien der Wertpapierregulierung. Einigkeit bestand von Beginn an darüber, dass die Kosten der achtundneunzig neuen Stellen, mit denen das neue Bundesaufsichtsamt ausgestattet wurde, zu 90 Prozent durch ein Umlageverfahren von den Marktteilnehmern (Makler, Kreditinstitute, Emittenten) selber aufgebracht werden müssen.

Die Länder konnten zwar ihr ursprüngliches Ziel nicht realisieren, erhielten aber erweiterte Kompetenzen der Marktaufsicht über ihre Regionalbörsen. Als Scharnier zwischen Bundes- und Landesebene soll ein Wertpapierrat fungieren, der weitgehend identisch mit der bestehenden Länderarbeitsgruppe ist. Er verfügt über Beratungsfunktionen und darf Sachverständige anhören, erhielt jedoch keine Entscheidungskompetenzen. Die Börsen selbst verloren Kompetenzen, weil vormals selbstregulierte Bereiche jetzt Gegenstand der Überwachung des Bundes oder in öffentliches Recht eingebettet sind. Gleichwohl erhalten die Börsen neue Handelsüberwachungsstellen, deren Aufgabe in der elektronischen Erfassung des Börsengeschäfts vor Ort und in enger Kooperation mit der neuen Bundesbehörde liegt. Letztlich wurde eine komplexe Aufsichtsstruktur errichtet, die den bislang ausgeprägt föderalen Charakter des sektoralen Regelungsmodells zu Gunsten einer größeren Bedeutung des Bundes verschob. Die neue Zuständigkeitsverteilung spiegelt einmal mehr den »verflochtenen Charakter« des deutschen Föderalismus wider, in dem die deutschen Länder einen Kompetenzzuwachs für die Bundesebene nur dann akzeptieren, wenn ihre Zuständigkeiten ebenfalls erweitert werden (vgl. etwa Scharpf et al. 1976). Im Lager der Global Players wurde diese Lösung zwar »zähneknirschend«, aber als der einzig realistische Weg akzeptiert. Ausländische Beobachter kritisierten die aus ihrer Sicht unübersichtliche Kompetenzverteilung auf verschiedene staatliche Regelungsebenen, die internationalen Standards nicht gerecht werde.<sup>5</sup>

Die Einbindung des Bundes in das sektorale Regulierungsmodell erwies sich als entscheidende Voraussetzung, um den Betreibern der Deutschen Börse den Zugang zu neuen, internationalen Märkten zu erschließen. Kurz nach-

---

5 Vgl. etwa die Kritik des Verbandes der Auslandsbanken in Deutschland, welcher von Beginn an für eine der amerikanischen Securities and Exchange Commission nachempfundenen Regulierungsbehörde mit umfangreichen Kompetenzen in der Marktaufsicht eingetreten war (Finanzausschuss des Deutschen Bundestages 1994: 218).

dem das neue Bundesaufsichtsamt im Januar 1995 seine Arbeit aufgenommen hatte, erhielten Mitgliedsfirmen der DTB die Erlaubnis, ihre jüngste Finanzinnovation (= Future-Kontrakt auf den Deutschen Aktienindex) auf dem amerikanischen Markt zu vertreiben (Financial Times vom 1.1.1995: 15). Seit Februar 1996 dürfen Computer-Terminals mit dem deutschen elektronischen Handelssystem in den USA aufgestellt werden (Handelsblatt vom 5.3.1996: 33). Umgekehrt wurde auch die deutsche Regierung, die erst angesichts eines drohenden Reputationsverlustes in den Restrukturierungsprozess eingegriffen hatte, für ihre Aktivitäten belohnt. Im Januar 1995 übernahm das neue Bundesaufsichtsamt die Mitgliedschaft in der IOSCO, einige Zeit später erhielt Deutschland die Vizepräsidentschaft des »Technischen Ausschusses« und im Jahre 1997 den Vorsitz der europäischen Organisation nationaler Wertpapieraufsichtsbehörden (FESCO). Außerdem schloss das neue Aufsichtsamt eine Vielzahl kooperativer Abkommen über wechselseitigen Informationsaustausch und Amtshilfe bei der Verfolgung von Verstößen gegen nationales Wertpapierhandelsrecht; unter den ersten waren diejenigen mit Regulierungsbehörden der Vereinigten Staaten.

Seit Mitte der 90er-Jahre hat sich die Restrukturierung des europäischen Börsensektors insbesondere unter dem Eindruck der europäischen Währungsintegration erheblich beschleunigt. Bestehende Börsen stehen unter Druck, die Kosten des Wertpapierhandels immer weiter zu senken und stehen hierbei nicht nur im Wettbewerb miteinander, sondern auch in Konkurrenz mit Investmentbanken als wichtigen Betreibern elektronischer Handelsnetzwerke (ECNs).<sup>6</sup> Im Unterschied zu anderen Finanzplätzen wie London oder Paris wählten die Deutschen seit Beginn der 90er-Jahre die Überlebensstrategie, den Präsenzhandel schrittweise durch ein vollelektronisches Handelsnetzwerk zu ersetzen. Vorbild hierfür war die 1990 gegründete DTB als erste vollelektronische und recht schnell internationalisierte Börse auf deutschem Boden – bereits 1995 waren fast die Hälfte der hundert DTB-Teilnehmer ausländische Banken, die auf Grundlage der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie teils die Möglichkeit der »Remote-Mitgliedschaft« nutzten<sup>7</sup> (BMF 1997). Im November 1997 wurde die Handelsplattform XETRA eingeführt, welche das bisherige IBIS-System ablöste. XETRA dient dem Handel in den Standardwerten (»blue chips«) und wird

---

6 Vgl. als Überblick Financial Times Survey »Stock and Derivatives Exchanges« vom 31.3.2000.

7 Danach können die Banken von einem ausländischen Standort im deutschen Börsennetzwerk handeln, ohne sich in Deutschland niederlassen zu müssen.

derzeit noch parallel zum Präsenzhandel betrieben; ausländische Handelsteilnehmer erhalten auch hier als »remote members« Zugang zu dieser Handelsplattform.<sup>8</sup>

Die Einführung von XETRA hat das ohnehin sehr spannungsgeladene Verhältnis zwischen Frankfurt und den Regionalbörsen weiter verschlechtert. Die Frankfurter Börse hatte, ähnlich wie bei der Einführung des IBIS-Systems, wiederum versucht, die Regionalbörsen von XETRA auszuschließen und ihnen damit faktisch den Handel in (den für sie überlebenswichtigen) Standardwerten zu entziehen. Wiederum scheiterte dieser Plan dank der Hilfestellung von fünfzehn Bundesländern, die in einer Bundesratsinitiative eine gerechte Beteiligung der Regionalbörsen an XETRA einforderten. Die Länder drohten dieses Mal damit, das 3. *Finanzmarktförderungsgesetz* im Bundesrat zu blockieren, sollten ihre Forderungen nicht erfüllt werden. Da das Gesetz mit über hundert Einzelmaßnahmen zur Kapitalmarktförderung als Maßnahme der »Standortsicherung« angesichts der bevorstehenden Euro-Einführung galt, wollten weder der Bund noch die Frankfurter Börse dessen Scheitern riskieren und akzeptierten im Frühjahr 1998 eine gesetzlich festgeschriebene Beteiligung der Regionalbörsen an XETRA (Handelsblatt vom 4./5.4.1997: 1, vom 5./6.12.1997: 25 und vom 6./7.2.1998: 27). Letztlich markierte diese Intervention lediglich einen Etappensieg für die regionalen Akteure, denn der Weg zur Konzentration des Handels auf einen nationalen Finanzplatz erscheint angesichts des europäischen und internationalen Wettbewerbsdrucks unausweichlich. Daher versuchen einige Regionalbörsen, sich als Beratungsinstitutionen für Privatanleger und mittelständische Firmen zu profilieren, statt als Handelsplatz überleben zu wollen (Süddeutsche Zeitung vom 25.2.1999: 29; Handelsblatt vom 8./9.10.1999: 39).

Die Rückzugsfechte der regionalen Akteure erscheinen Ende der 90er-Jahre besonders aussichtslos vor dem Hintergrund einer aktiven Internationalisierungs – und Kommerzialisierungsstrategie der Deutschen Börse, die regionalen Interessen keine Bedeutung mehr beimisst. Beispielhaft hierfür sind die, letztlich gescheiterten, Pläne der Deutschen Börse, die eigene Aktiönärsstruktur zu internationalisieren oder eine Fusion mit der London Stock Exchange (LSE) einzugehen. Hinter dem ersten Plan steckte die Vorstellung, die Deutsche Börse in ein E-Commerce-Unternehmen rund um den Wertpapierhandel umzuwandeln und ausländischen Investmentbanken oder

---

8 Im Februar 2000 waren von insgesamt 408 XETRA-Mitgliedern bereits 123 »remote members« aus dem Ausland (Financial Times Deutschland vom 29.3.2000: 19).

europäischen Börsen eine Kapitalbeteiligung von jeweils 30 Prozent anzubieten; dafür hätten Makler und die Regionalbörsen auf ihre jetzigen Anteile an der Deutschen Börse verzichten müssen (Handelsblatt vom 6.12.1999: 45). Die Idee einer Fusion mit der Londoner Börse entstand vor dem Hintergrund wachsenden Wettbewerbsdrucks durch die Konkurrenz alternativer Handelssysteme (ECNs), der Ankündigung der amerikanischen NASDAQ, ab Herbst 2000 auch in Europa präsent zu sein und dem überraschenden Zusammenschluss der Börsen von Paris, Amsterdam und Brüssel zur EURO-NEXT im März 2000. Die Fusionspläne scheiterten nicht zuletzt am Widerstand der kleineren Wertpapierhandelsfirmen unter den britischen Börsenmitgliedern, deren Zustimmung zur Fusion erforderlich war. Auch in Deutschland stieß das Vorhaben auf heftige Kritik von hessischen Politikern und regional ausgerichteten Marktakteuren wie Sparkassen und Kreditgenossenschaften, die um die »Zukunft des Standortes Frankfurt« fürchteten, wenn Finanzexperten nach London abwanderten und Arbeitsplätze verloren gingen (Kölner Stadtanzeiger vom 20./21.5.2000: 11). Anders als in Großbritannien hätten die deutschen Politiker und regionalen Marktteilnehmer den Zusammenschluss jedoch nicht verhindern können, weil die Großbanken die Stimmenmehrheit in der Deutsche Börse AG besaßen.

Der Bund hat den Internationalisierungsprozess der nationalen Börse und ihrer Teilnehmer aktiv begleitet; so fanden parallel zu Gesprächen über angestrebte Börsenallianzen immer auch Konsultationen mit den nationalen Aufsichtsorganen statt, wie etwa mit der britischen FSA. Seit seiner Gründung im Jahre 1995 hat das deutsche Bundesaufsichtsamt stetig an Kompetenzen gewonnen. Mit der Umsetzung der europäischen Wertpapierdienstleistungsrichtlinie in nationales Recht wurde die Kapitalmarktaufsicht auf weitere 1.500 Finanzdienstleister ausgedehnt, die das BAWe in Kooperation mit dem Bundesaufsichtsamt für das gesamte Kreditwesen (BAKred) ausübt. Das im März 2002 vom Bundestag verabschiedete *4. Finanzmarktförderungsgesetz* enthält zudem weitere Maßnahmen zur Stärkung des Anlegerschutzes. Investoren erhalten nun erstmals einen Anspruch auf Schadensersatz, wenn sie durch vorsätzlich falsche Anlageinformationen finanziell geschädigt werden, und die staatliche Finanzaufsicht erhält ein automatisiertes Zugriffsrecht auf 400 Millionen Bankkonten, um diese bei Verdacht auf Geldwäsche oder illegale Finanzgeschäfte durchforsten zu können. Das BAWe als Bundesaufsichtsbehörde übernimmt außerdem von den Ländern die Zuständigkeit für die Überwachung von Kurs- und Marktmanipulationen (FAZ vom 23.3.2002: 14). Diese Maßnahme ist nicht zuletzt vor dem Hin-

tergrund des Entwurfes einer EU-Richtlinie gegen den Marktmissbrauch bei Wertpapiergeschäften zu verstehen, welcher ausdrücklich eine Verpflichtung der Mitgliedsstaaten vorsieht, Ermittlungsarbeiten gegen mutmaßliche Insidergeschäfte oder Marktmanipulationen bei »einer einzigen staatlichen Aufsichtsbehörde« zu konzentrieren (Handelsblatt vom 11./12.5.2001: 8).

Für die Aufrechterhaltung der vertikal verflochtenen Aufsichtsstruktur wird es mit fortschreitender Zentralisierung und Internationalisierung des Börsenhandels immer weniger Gründe geben. Die Praxis zeigte bislang, dass direkte Kontakte zwischen der Bundesebene und den Handelsüberwachungsstellen der Börsen überwiegen, während die Überwachung der Länder zumindest in einigen Fällen nur symbolischen Charakter besitzt. Das BAWe hatte rechtzeitig vor der Vorlage eines Referentenentwurfes zum geplanten 4. FMFG nicht nur die Zentralisierung der deutschen Börsenaufsicht beim Bund, sondern auch erweiterte Kompetenzen gefordert, um in minder schweren Insiderhandelsdelikten nach dem Vorbild anderer Finanzplätze selbst Sanktionen ergreifen zu können, ohne die Staatsanwaltschaft einschalten zu müssen. Hintergrund dieser Forderung ist die Kritik des Amtes an der Frankfurter Staatsanwaltschaft, die »mangels Kompetenz in Insiderfragen« zu viele Insiderverfahren einstelle. Das BAWe fordert zudem eine zentrale Strafverfolgungsbehörde sowie Schwerpunktgerichte, die sich auf Bundesebene mit Insiderdelikten befassen sollen.<sup>9</sup> Diese Wünsche wurden jedoch auch im neuen Finanzmarktförderungsgesetz nicht erfüllt. Da im deutschen föderalen System die Strafverfolgung grundsätzlich in der Zuständigkeit der Bundesländer liegt, bestehen rechtliche Hindernisse, dem Bundesaufsichtsamt mehr Verantwortung bei Strafverfahren zu geben (Handelsblatt vom 22./23.3.2002: 37). Nicht verwunderlich also, dass das neue Gesetz von Aufsichtsseite zwar begrüßt wurde, jedoch als nicht weitgehend genug angesehen wird.

Eine allenfalls symbolische Maßnahme, um die »Zähne des Papiertigers BAWe nachzuschleifen« (Zitat von Georg Dreyling, derzeitiger BAWe-Vorsitzender), ist die mit dem *Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz* (FIN-DAG) beschlossene Gründung einer neuen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Ab Mai 2002 soll diese die drei Aufsichtsämter für den Wertpapierhandel, das Kreditwesen und den Versicherungssektor unter ei-

---

9 Seit 1995 gab es 100 Insiderverfahren, von denen 87 eingestellt wurden, darunter 27 gegen Zahlung einer Geldstrafe. 13 Strafbefehle wurden erlassen, jedoch gab es keine rechtskräftigen Verurteilungen (FAZ vom 18.3.2000: 27).

nem Dach vereinen und nach dem Vorbild Großbritanniens, Japans oder auch Australiens eine sektorübergreifende »Allfinanzaufsicht« schaffen. Die Integration von Aufsichtsfunktionen in einer Behörde ist in erster Linie eine formale Maßnahme, die die bestehende Verteilung von Aufsichtskompetenzen zwischen den drei Ämtern kaum antasten und diesen auch keine neuen materiellen Regulierungsaufgaben zuweisen wird. Die neue Bundesanstalt wird einen Doppelsitz in Bonn und Frankfurt haben, denn die jetzigen Standorte der drei Aufsichtsämter werden erhalten bleiben. Geleitet wird die neue Behörde von einem Präsidenten, der in eigener Verantwortung die Geschäfte führt und das Vermögen der Einrichtung verwaltet. Die drei bestehenden Aufsichtsämter werden als Abteilungen in die neue Anstalt integriert und durch »Erste Direktoren« geleitet. Neben dem symbolischen Motiv, anderen wichtigen Finanzmärkten *in puncto* Zentralisierung der Aufsicht nicht nachstehen zu wollen, lag der Hauptgrund für die Gründung der Bundesanstalt in ihrer rechtlichen Organisationsform und deren Implikationen für die Finanzierung von Aufsichtsaktivitäten und Personalrekrutierung. Ähnlich wie die bislang bestehenden oberen Bundesbehörden ist die neue Bundesanstalt staatsrechtlich Teil der Bundesverwaltung und unterliegt der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen. Anders als bei einer oberen Bundesbehörde jedoch wird der Haushalt der neuen Bundesanstalt völlig vom Bundeshaushalt abgekoppelt. Die neue Aufsicht wird nun zu 100 Prozent durch Umlage der Kosten auf die beaufsichtigten Institute und Unternehmen finanziert, welche umgekehrt als Mitglieder im Verwaltungsrat der Behörde an der Kontrolle des Budgets der Anstalt mitwirken und auf hinreichende Effizienz der Aufsichtstätigkeit achten sollen. Zum Verwaltungsrat kommt ein Fachbeirat, der eine umfassende Beteiligung der Finanzwissenschaft, der Wirtschaft und ihrer Interessenverbände sowie der Verbraucherschutzvereinigungen gewährleisten soll. Die vom Bundeshaushalt unabhängige Finanzierung der Behörde macht es nun möglich, Angestellte auch außertariflich zu bezahlen und soll die Rekrutierung von Spitzenkräften aus der Wirtschaft (Controller, Risk-Manager, Wirtschaftsprüfer, Versicherungsmathematiker) erleichtern (BMF 2001, 2002). Mit der Gründung der neuen Allfinanzaufsicht wurde letztlich ein Weg gefunden, dem Ausland gegenüber die Anpassungsfähigkeit des deutschen Finanzplatzes an internationale Standards der Regulierung demonstrieren und gleichzeitig im Inland allen beteiligten Interessen gerecht werden zu können. So tastet die gefundene institutionelle Lösung die bestehenden Domänen der drei Aufsichtsorgane nicht an und greift weder in die Zuständigkeit der Bundesländer noch die der Bundesbank im Bereich der Bankenaufsicht ein (vgl. dazu

das nachfolgende Kapitel). Durch die Kostenverlagerung auf die Marktteilnehmer wird zum einen der Bundeshaushalt entlastet; zum anderen erhalten diese nun eine Aufsichtsstruktur, die die Reputation des heimischen Finanzplatzes im Ausland zu steigern verspricht und damit ein besseres »Gütesiegel« für die Qualität der eigenen Produkte verkörpert. Zudem erhalten die gesellschaftlichen »stakeholders« nun zumindest der Idee nach erweiterte Kontrollrechte über die Verwaltungs- und Aufsichtspraxis.

#### 5.4 Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich

In allen untersuchten Ländern kristallisiert sich im Bereich der Kapitalmarktsektors ein neues Regulierungsmodell heraus, in dem die ständige Überwachung des Kapitalmarktgeschehens und die Sanktionierung von Regelverstößen (»monitoring« und »enforcement«) als neue Regulierungsaufgaben des Nationalstaates verankert werden. Größere Transparenz über Markt und Marktverhalten wird zur neuen Regulierungsphilosophie, die darauf abzielt, die Informationsbasis des Investors zu verbreitern. Besonders für Großbritannien und Deutschland stellt die Abkehr von einem anbieterorientierten Regulierungsmodell ein Novum dar. Durch den Rückgriff auf das nationalstaatliche Gewaltmonopol werden nationale Regulierungsbehörden nicht nur dazu befähigt, (teils mit Hilfe der Staatsanwaltschaft) strafrechtlich gegen die eigenen Regulierungsadressaten vorzugehen, sondern auch in die Lage versetzt, gegenüber ausländischen Partnerbehörden Amtshilfe bei grenzüberschreitenden Verstößen gegen nationales Kapitalmarktrecht zu leisten. Nationalstaaten rüsten also ihr Regulierungsinstrumentarium nicht zuletzt auf, um internationalen Kooperationserfordernissen besser Folge leisten zu können. Nicht zufällig entsteht damit ein neues Regulierungsmodell, das bezüglich der neuen Rolle des Staates im Regulierungsbereich dem amerikanischen Fall am ehesten entspricht – schließlich haben wir gesehen, dass die amerikanische SEC ihre Regulierungsstandards im Kapitalmarktbereich sehr aggressiv ins Ausland exportieren konnte, was auch den regulativen Umbau in Großbritannien und in Deutschland mitbeeinflusste.

Die Erweiterung nationalstaatlicher Regulierungskompetenzen geht auf der Marktseite in allen Ländern mit der Privatisierung von Börsträgerchaft und der informationstechnischen Vernetzung des Handelsgeschehens einher. Dieser Prozess ist in Deutschland besonders weit fortgeschritten, in

den USA und in Großbritannien befindet sich die »demutualization« der Börsen, deren Umwandlung in gewinnorientierte Organisationen ebenso wie die Zentralisierung des Börsenmarktes demgegenüber noch in den Anfängen. Gleichwohl ist gerade in diesen beiden Ländern eine erhebliche Pluralisierung und Heterogenisierung der Interessen unter den Marktteilnehmern zu beobachten. Neue Konfliktlinien tauchen hierbei zwischen den Nutzern einer Börseninfrastruktur und denjenigen Akteuren auf, die bislang Träger der organisierten Handelsplätze waren. Bei der ersten Gruppe handelt es sich um institutionelle Anleger und große Investmentbanken, die an einer Senkung der Transaktionskosten und größerer Liquidität des Börsenhandels interessiert sind und deshalb auch für die elektronische Vernetzung bestehender Börsen eintreten beziehungsweise selbst neue Handelsplattformen gründen. Zur zweiten Gruppe gehören Makler, kleinere Wertpapierhandels Häuser oder wie in Deutschland auch Regionalbanken und Regionalbörsen, die von bestehenden Formen der Marktsegmentierung und Wettbewerbsbeschränkung profitierten und bei fortschreitender Zentralisierung des Börsenhandels um ihre Existenz fürchten müssen.

Trotz der gleichen Richtung, die der sektorale Umbau in den einzelnen Ländern genommen hat, zeigen sich dennoch nationale *Unterschiede* hinsichtlich der Akteure, die innerhalb des nationalen Gefüges zum Motor von Transformationsprozessen geworden sind und bezüglich der Resistenz nationaler Strukturen gegenüber internationalem Konvergenzdruck (vgl. Schaubild 5-1).

In den USA war erwartungsgemäß die SEC der strategisch wichtige *Akteur*, der sein strukturell angelegtes Handlungspotential einsetzte, um das heimische Regulierungsregime schrittweise rigider zu gestalten und dabei die eigene Regulierungsdomäne etwa auf weitere kapitalmarktbezogene Felder wie Fragen der Rechnungslegung, der Vergabe von Ratings und der Wirtschaftsprüfung auszuweiten. In den 60er- und frühen 70er-Jahren reagierte die SEC zunächst unmittelbar auf den Druck der erstarkten Gruppe institutioneller Anleger; später erhielt der Re-Regulierungsprozess eine Eigendynamik. So nutzte die SEC Krisensituationen und damit ein interventionsfreundliches Klima im Kongress oder die im Common Law eher inkrementelle Form der Rechtsentwicklung dazu, das Insiderrecht anhand von Präzedenzfällen auszuweiten.

Weil das amerikanische Regulierungsmodell nicht zuletzt durch die SEC erfolgreich ins Ausland exportiert wurde, gilt es als Leitmodell; insofern ist der Umbau der amerikanischen *Regulierungsstruktur* von eher begrenzter



Schaubild 5-1 Kapitalmarktsektor: Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich

	USA	Großbritannien	Deutschland
Neues Regulierungsmodell	Bundesstaatliche Regulierung mit privater Beteiligung	Staatliche Regulierung	Bundesstaatliche Regulierung mit föderaler Beteiligung
Regulierungsstruktur	stärker zentralistisch	zentralistisch	stärker zentralistisch
Staatliche Regulierungsakteure	unabhängige Regulierungsbehörde mit erweiterter Domäne (SEC)	unabhängige Regulierungsbehörde (FSA)	Bundesoberbehörde (BAWe); ab 1.5.2002 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Bundesländer
Private Regulierungsakteure	Börsen, Verbände	keine	Börsen
Regulierungsinstrumente	Lizenzvergabe und -entzug Vergabe von öffentlichem Status an Private Berichts- und Publikationspflichten erweiterte zivil- und strafrechtliche Sanktionen Insidergesetze	Lizenzvergabe und -entzug Berichts- und Publikationspflichten zivilrechtliche Sanktionen strafrechtliche Verfolgung mit Staatsanwaltschaft Insidergesetze	Lizenzvergabe und -entzug Berichts- und Publikationspflichten zivilrechtliche Sanktionen strafrechtliche Verfolgung mit Staatsanwaltschaft Insidergesetze
Regulierungsphilosophie	Sicherung von Markttransparenz	Sicherung von Markttransparenz	Sicherung von Markttransparenz
Marktstruktur	stärker zentralistisch	zentralistisch	stärker zentralistisch
Zentrale Akteure im Transformationsprozess	SEC	Regierung	Groß-/Universalbanken
Konfliktarena	Kongress	Parlament	Bund-Länder-Gremien

Reichweite. Gleichwohl lässt sich hier eine deutliche Gewichtsverschiebung von der privaten auf die staatliche Seite erkennen. Diese äußert sich in der zunehmenden Verrechtlichung und Kodifizierung des Regulierungsinstrumentariums, in der Ausdehnung der staatlichen Regulierungsdomäne und der Schwächung noch verbleibender Elemente von Selbstregulierung.

Demgegenüber erfolgte der Aufbau elektronischer Handelsplattformen und damit die Zentralisierung der *Marktstruktur* sehr viel schleppender. Kleinere Marktteilnehmer wie Broker und kleinere Wertpapierhandelshäuser nutzten ihre Schlüsselstellung in den Börsengremien, um Privatisierungs- und letztlich auch Prozesse elektronischer Vernetzung – und Bündelung von Handelstransaktionen aufzuhalten. Umgekehrt begreift sich die SEC auch heute noch nicht als Marktregulator, der den Prozess informationstechnischer Vernetzung und Zentralisierung vorantreiben wollte; vielmehr ist es staatliche Politik, Marktentwicklungen auch den Marktteilnehmern zu überlassen. Je mehr bestehende Börsenplätze jedoch unter den von großen Börsennutzern geschürten Wettbewerbsdruck privater Handelsplattformen geraten, desto größer sind die mittelfristig erwartbaren Zentralisierungsprozesse auf dem amerikanischen Börsenmarkt.

In *Großbritannien* erwies sich die Regierung als Motor des Prozesses der Re-Regulierung. Damit löste sie die BoE als *Schlüssellakteur* in Fragen der Kapitalmarktpolitik ab. Die Schaffung rigiderer Aufsichtsstandards geriet unter neuen, veränderten Rahmenbedingungen auf die politische Tagesordnung und wurde damit erstmals zu einem Thema politischer Auseinandersetzung auch im britischen Parlament. Nicht zuletzt deshalb konnte die britische Regierung ihre im Westminstersystem strukturell angelegten Handlungspotentiale (wie das Mehrheitswahlrecht und prinzipiell geringe Verhandlungszwänge im Parlament) zur Durchsetzung weitreichender Reformvorhaben nutzen. Bezeichnend hierfür ist auch der Einsatz »konstitutioneller Innovationen« zur Beschleunigung des Gesetzgebungsprozesses.

Entsprechend umfassend ist der Umbau der nationalen *Regulierungsstruktur* daher auch ausgefallen. Mit dem Wandel von einem vollständig selbstregulierten zu einem ausschließlich staatlich regulierten Kapitalmarkt hat Großbritannien sicherlich den umfassendsten Reformprozess vollzogen, dabei allerdings seinen ausgeprägt konsensuellen Regulierungsstil beibehalten. Mit der Einrichtung einer unabhängigen Regulierungsbehörde wählte man eine institutionelle Lösung, wie sie auch in anderen Regulierungsfeldern (etwa im Energie- oder Telekommunikationssektor) vorzufinden ist.

Wie auch in den USA erfolgte hier der Prozess informationstechnischer Vernetzung und damit die weitere Zentralisierung der *Marktstruktur* eher langsam. Auch blockierten kleinere Marktteilnehmer diese Entwicklung, während der ansonsten durchsetzungsfähige Staat Interventionen ins Marktgeschehen nicht als seine Aufgabe betrachtete. Aber auch hier zeichnen sich, nicht zuletzt unter dem Eindruck zunehmender Konkurrenz durch private Handelsplattformen, mittelfristig Fortschritte bei der Privatisierung und Rationalisierung von Handelsabläufen ab.

In *Deutschland* wurde der sektorale Umbau maßgeblich von den Großbanken vorangetrieben, die bereits im alten sektoralen Gefüge die *Schlüsselakteure* waren. Die Großbanken sind von den Strukturverschiebungen im internationalen Finanzgeschäft und der wachsenden Bedeutung des Investmentbanking im engeren Sinne unmittelbar betroffen. Als Universalbanken, deren bisheriges Standbein im Kreditgeschäft lag, geht es für sie nun darum, im internationalen Wettbewerb um institutionelle Anleger aufzuholen und den heimischen Finanzplatz nach Anlegerpräferenzen umzubauen. Hierzu gehörte sowohl der Aufbau einer »adäquaten« Regulierungsstruktur, die ausländischen Investoren gegenüber glaubwürdig eine rigide Marktüberwachung signalisierte, aber auch die Rationalisierung der Börseninfrastruktur mit dem Ziel der Senkung von Transaktionskosten.

In *Regulierungsfragen* gelang es den Großbanken zwar, den Bund »mit ins Boot« zu holen und die Institutionalisierung von Aufsichtskompetenzen auf Bundesebene zu erreichen; insgesamt erwies sich die föderale Kompetenzverteilung in Fragen der Kapitalmarktregulierung jedoch als recht resistent gegenüber jeglichem Zentralisierungsdruck. Die neue Struktur »vertikaler Politikverflechtung« im Bereich der Kapitalmarktregulierung spiegelt letztlich eine Kompromisslösung im Konflikt zwischen Bund und Ländern wider, die die Zustimmung der Länder um den Preis ihrer Beteiligung im Regulierungssystem sicherstellt. Seit Errichtung der neu geschaffenen oberen Bundesbehörde hat diese stetig an Regulierungskompetenzen gewonnen; letzteres steht nicht zuletzt im Kontext wachsender Integration des europäischen Kapitalmarktes und der Ausbildung immer weiterer intergouvernementaler Koordinationsgremien auf europäischer Ebene. Die Integration des BAWe in eine neue Bundesanstalt mit Allfinanzaufsicht ändert materiell wenig an den bereits vorhandenen Regulierungskompetenzen, hat jedoch sicherlich symbolischen Stellenwert für die Außendarstellung des deutschen Finanzplatzes. Im Unterschied zu den Vereinigten Staaten und Großbritannien wählte man hier nicht den Weg der Gründung einer »unabhängigen

Regulierungsbehörde«, sondern unterstellte zunächst das BAWe als obere Bundesbehörde und dann auch die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht wiederum der Aufsicht durch den Bundesfinanzminister. Allerdings ist man wie auch in Großbritannien bestrebt, Marktteilnehmern, Praktikern und auch Verbrauchern gewisse Kontrollmöglichkeiten über Arbeit und Budget der zukünftigen Allfinanzaufsicht einzuräumen.

Bei der Umgestaltung der *Marktstruktur* war Deutschland hingegen internationaler Vorreiter. Anders als in den USA oder in Großbritannien existierten hier mit den Großbanken Akteure, die den Privatisierungs- und Zentralisierungsprozess erheblich forcierten. Durch die Gründung einer Aktiengesellschaft als Trägerorganisation der *Deutschen Börsen* und die Neuverteilung der Stimmrechte innerhalb der neuen Firma gelang es den Großbanken, einerseits Kapital für den Aufbau einer elektronischen Handelsplattform zu generieren und andererseits Widerstände regionaler Marktteilnehmer gegenüber den Reorganisationsplänen zu überwinden.

## Kapitel 6

### Der Bankensektor – Von staatlicher zu »gemischter« Regulierung, 1970–2001

Seit Mitte der 70er-Jahre wurden regulative Standards im Bankensektor im Rahmen des Basler Komitees, aber auch auf Brüsseler Ebene zwischenstaatlich abgestimmt. Bis zum Ende der 80er-Jahre stand die stärkere Formalisierung und Standardisierung von Regeln der Risikobegrenzung im Mittelpunkt dieser Regimeaktivitäten. Es ging vornehmlich darum, Banken durch die internationale Koordination von Sicherheitsstandards Optionen zu nehmen, nationale Regulierungen zu unterlaufen. In den 90er-Jahren ging man zu einem Modell »gemischter Regulierung« über, das der Kooperation von Aufsichtsbehörden mit privaten Global Players im Regulierungsprozess eine große Bedeutung beimisst und flexible, regulative Lösungen für das global ausgerichtete Unternehmenssegment anstrebt.

Die Ausgangsbedingungen für die Umsetzung dieser international koordinierten Leitlinien auf nationaler Ebene waren je nach den jeweiligen Regulierungsstrukturen und -traditionen jedoch sehr unterschiedlich. In den *USA* bestand zu Beginn der 70er-Jahre eine hochgradig fragmentierte Regulierungsstruktur, deren interne Kompetenzverteilung dem amerikanischen Trennföderalismus folgte und sich durch eher unterentwickelte, je nach Regulierungsorgan unterschiedliche Standards auszeichnete. In *Großbritannien* herrschte ein klientelistisches Aufsichtsregime vor, das auf engen Beziehungen der britischen Zentralbank zu den Spitzen des Managements der wichtigsten Institute basierte und sehr individualisierte regulative Lösungen hervorbrachte. Bankenregulierung in *Deutschland* war schließlich korporatistisch organisiert und beruhte auf enger Kooperation staatlicher Aufsichtsorgane mit den Spitzenverbänden des deutschen Kreditgewerbes, die für alle deutschen Institute gleichermaßen gültige, standardisierte Regulierungslösungen aushandelten.

## 6.1 Die Vereinigten Staaten – »Gemischte« Regulierung mit föderaler Beteiligung

Der Umbau der amerikanischen Bankenregulierung spiegelt die auf der internationalen Ebene ablaufenden Veränderungen regulativer Strategien gewissermaßen idealtypisch wider: Das auf fragmentierten Regulierungskompetenzen und differenzierten Regulierungsstandards beruhende amerikanische Regulierungsmodell geriet in den 80er-Jahren unter erheblichen Druck, sich den auf Basler Ebene vereinbarten Standards anzupassen. Wir werden sehen, dass dieser Prozess äußerst konflikthaft verlief und in der politischen Arena des Kongresses ausgetragen wurde, jedoch gerade die Einbindung in internationale Koordinationsnetzwerke den Re-Regulierungsprozess auf nationaler Ebene erheblich vorantrieb. In den 90er-Jahren waren es vielmehr die USA selbst, die Strategien und Techniken der Risikobegrenzung auf dem eigenen Markt weiterentwickelten und auf der Basis dieser Wissensvorsprünge das neue Modell »gemischter (öffentlich-privater) Regulierung« auf internationaler Ebene durchsetzten.

Bis in die 60er-Jahre hinein beruhte die Stabilität des amerikanischen Bankensektors auf vielfältigen Formen der Wettbewerbsbeschränkung. Demgegenüber waren Strukturen und Techniken der Begrenzung von Finanzrisiken bei den zuständigen Regulierungsbehörden unterentwickelt und untereinander nicht koordiniert. Gleichwohl trieben die USA politisch die Deregulierung des Finanzsektors seit den 70er-Jahren voran. Auf dem Heimatmarkt kam der Abbau funktionaler und geographischer Marktbarrieren zwar stetig, jedoch nur langsam voran. Hier war es ein (de-)regulativer Wettbewerb zunächst der Einzelstaaten untereinander um die Ansiedlung von Banken, dann ein solcher zwischen den Regulierungsbehörden des Bundes und denen der Einzelstaaten, welcher das alte System segmentierter Märkte aushöhle (vgl. Deeg/Lütz 2000). Gerade weil Deregulierungsprozesse auf dem Heimatmarkt so schleppend erfolgten, hatten sich die amerikanischen Banken schon frühzeitig im Ausland und in für sie risikoreichen Geschäften engagiert. In den 70er-Jahren nutzten sie den Euromarkt als Experimentierfeld für vielfältige Arten von Devisen- und Kreditgeschäften; im Zuge flexibler Wechselkurse und der beiden Ölkrisen wurden amerikanische Institute Finanziers von Zahlungsbilanzdefiziten und engagierten sich in besonders renditeträchtigen Aktivitäten wie in der Kreditvergabe an Entwicklungsländer. Dass diesen jetzt risikoreicheren Finanzgeschäften keine adäquaten

Formen der Risikoabsicherung gegenüberstanden, sollte sich in immer neuen spektakulären Finanzkrisen und Wellen von Bankenkonzursen zeigen.

Im Zuge des zweiten Ölpreisschocks im Jahre 1979 kam es zu einer Rezessionsphase in den USA; darüber hinaus führten Inflation und steigende Zinsen dazu, dass Entwicklungsländer, die vom Ölpreisanstieg besonders betroffen waren, ihre Kredite nicht bedienen konnten (Reinicke 1995: 134). Viele der international tätigen »money centre banks« zeigten sich der kritischen Lage nicht gewachsen; unter den großen Geschäftsbanken sank das Verhältnis von Kapitalrücklagen zu Anlagen von circa 10 Prozent in den frühen 50er-Jahren auf 5 Prozent Mitte der 70er-Jahre. Erstmals seit den 30er-Jahren stieg die Zahl der Konkurse im Bankensektor wieder erheblich an – gegen Ende der 70er-Jahre brachen mehr als zwanzig Banken mit Aktiva von über 50 Mrd. US-Dollar zusammen (Reinicke 1995: 134–135). Einer der spektakulärsten Bankenzusammenbrüche war der Konkurs der Franklin National Bank of New York im Oktober 1974, eine der zwanzig landesweit größten Banken. Das Unternehmen hatte über seine Londoner Filiale ein Portfolio risikoreicher, da wenig abgesicherter Auslandskredite aufgebaut und sich zudem am Euromarkt in Devisenspekulationen engagiert. Als im Sommer 1974 bekannt wurde, dass die Bank 14 Mio. US-Dollar durch nicht genehmigte Devisentransaktionen verloren hatte, sprang zunächst die Fed mit einer Finanzspritze ein. Da sich jedoch recht schnell abzeichnete, dass das Unternehmen dieses Darlehen nicht würde zurückzahlen können, entschied sich das Office of the Comptroller of the Currency (OCC) zur Schließung der Firma. Die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) entschädigte die Bankeinleger für ihre Verluste und arrangierte anschließend den Verkauf der Bank an die European-American Bank and Trust Company (White 1992: 28–29).

Gegenüber ausländischen Regulierungsbehörden zeigte der Fall der Franklin National Bank, dass Finanzgeschäfte nun über Auslandsniederlassungen abgewickelt werden konnten und auf diese Weise die eigene Kapitalbasis gegenüber dem Heimatregulator verschleiert wurde. Auf heimatlichem Boden gerieten die Regulierungsbehörden angesichts der wachsenden Zahl von Problemfällen im Bankensektor zunehmend in die Schusslinie des Kongresses. Die Unterkapitalisierung der Banken ginge nicht nur auf deren Fehlverhalten, sondern auch auf Regulierungsmängel der zuständigen Organe zurück (OCC 1995: 203–204). Im Bankenkomitee des Senates wurden Forderungen nach Auflösung des OCC oder seiner Zusammenlegung mit der Fed

laut. Eine Evaluation der Behörde führte zur Empfehlung interner Reorganisation und zur Reform der Regulierungspraxis.

1978 schuf das OCC eine Abteilung, die sich ausschließlich mit der Beaufsichtigung multinationaler Banken befassen sollte. Bankprüfungen umfassten jetzt Begehungen (»on-site inspections«) und längerfristige Überprüfungen durch Mitglieder der Washingtoner OCC-Zentrale sowie durch deren Außenstelle in London. Hinzu kamen Analysen von Bankbilanzen, Geschäftsstrategien und Managementpraktiken (»off-site examination«) (White 1992: 37–38). Bislang hatte das OCC in der Aufsichtspraxis nicht zwischen großen und kleinen Banken beziehungsweise solchen mit gutem oder schlechtem Management unterschieden. Jetzt entwickelte das OCC eine »target strategy«, nach der gezielt Schwächen im Bankensystem aufgedeckt werden sollten. »Bank examiners« des OCC konzentrierten ihre Untersuchungen von nun an weniger auf kleinere Banken, sondern auf größere Institutionen, deren möglicher Konkurs von erheblicher Tragweite für das nationale Bankensystem war. Später wurde jede »national bank« in eine »Risikohierarchie« eingeordnet, abhängig davon, wie schlecht ihr Zustand und wie gravierend die Folgen ihres Konkurses für unbeteiligte Dritte eingeschätzt wurden. Im Zuge dieser neuen Regulierungsstrategie begann das Washingtoner Hauptquartier die Aufsichtskompetenzen für mehr als ein Dutzend »national banks« zu bündeln und baute dadurch seine Bedeutung gegenüber den Regionalbüros des OCC erheblich aus (OCC 1995: 204, 212–213).

Neben ihrer internen Restrukturierung trat nun auch die Frage der Koordination von Aufsichtspraktiken zwischen den Regulierungsbehörden und letztlich auch der Anhebung ihrer Aufsichtsstandards in den Vordergrund. Seit Bestehen der drei Regulierungsorgane des Bundes hatte es immer wieder Koordinationsprobleme zwischen ihnen gegeben, ebenso wie Forderungen der Regierung nach besserer Zusammenarbeit. Seit Mitte der 70er-Jahre waren sich die drei Bundesbehörden immerhin über die Art von Gütekriterien einig, welche als Messlatte zur Evaluation von Banken herangezogen werden sollten (adäquate Kapitalrücklagen, gute Qualität der Bankeinlagen, gutes Management, hohe Liquidität = CAMEL-System). Durch Einordnung auf einer Skala von 1 bis 5 wurde die »Sicherheit« einer Bank festgelegt. Operationalisiert wurden diese Qualitätsmerkmale von jeder Regulierungsbehörde nach eigenem Gutdünken und insofern sehr unterschiedlich. Zudem bevorzugten sowohl die Fed wie auch das OCC dabei Ad-hoc-Lösungen, die auf die Situation des einzelnen Institutes abgestimmt waren und insofern



nicht einmal die einheitliche Strategie eines Regulierers widerspiegeln (Reinicke 1995: 34–35). Einen Vorstoß, sich über den ersten Soliditätsfaktor, nämlich die Qualität der Kapitalrücklagen zu verständigen, unternahm die Regulierer 1979. Man beauftragte den Federal Financial Institution Examination Council (FFIEC), ein neugegründetes behördenübergreifendes Koordinationsgremium, nach Wegen der Harmonisierung von Standards bei der Kapitalabsicherung zu suchen. Das OCC, das durch die zurückliegenden Konkursfälle unter Druck geraten war, seine Regulierungskompetenzen unter Beweis zu stellen, drängte in einem Alleingang die von ihm regulierten Banken zur Aufstockung ihrer Kapitalrücklagen. Dadurch wurde die Fed zum Nachziehen gezwungen – sollten die von ihr regulierten Bankenholings nicht ihre Kapitalreserven anheben, drohte die Zentralbank, andernfalls selbst minimale Kapitalquoten festzusetzen.

Im Bankensektor riefen diese Maßnahmen heftige Proteste hervor. Die größeren »money centre banks« lehnten restriktivere Auflagen zur Bildung von Kapitalrücklagen entschieden ab. Die Lobby der kleineren »community banks« forderte Kongressvertreter auf, Druck auf die Regulierungsbehörden auszuüben, damit diese regulative Auflagen absenkten. Im Frühjahr 1981 legte der FFIEC einen ersten Vorschlag zur einheitlichen Definition von Eigenkapitalbestandteilen vor und formulierte die feste Absicht der drei Bundesregulierungsbehörden, gegen sinkende Kapitalquoten vorzugehen. Festgelegt wurden drei Kategorien von Banken (multinational, regional und lokal) mit jeweils unterschiedlichen Anforderungen an Kapitalrücklagen. Während für die Gruppen der Regional- und Lokalbanken sogar quantitative Standards der Kapitalunterlegung gefordert wurden, war dies bei der Gruppe der multinationalen Banken nicht der Fall. Vielmehr sollten Kapitalrücklagen für diese Kategorie immer noch abgestimmt auf die jeweilige individuelle Geschäftssituation festgelegt werden.<sup>1</sup> Im Ergebnis blieb gerade die Zielgruppe, deren Unterkapitalisierung Auslöser aller Versuche der Harmonisierung von Regulierungsaufgaben gewesen war, von diesen weitgehend verschont. Stattdessen übte man informellen Druck auf die »money centre banks« aus und drohte mit der Einführung quantitativer Kapitalstandards,

---

1 Erwähnt sei an dieser Stelle, dass die FDIC diesen Konsens nicht völlig teilte. Für alle die von ihr regulierten Banken setzte sie einheitliche Kapitalstandards an, unabhängig von deren Größe. Als Hüterin des staatlichen Einlagensicherungsfonds verfolgte sie ohnehin eine recht konservative Regulierungspolitik; im Kern war dieses Vorgehen jedoch ein Zugeständnis an die Lobby der kleineren Banken, die die überwiegende Mehrheit ihrer Klientel darstellten (Reinicke 1995: 140).

würden die Banken nicht von sich aus ihre Kapitalreserven aufstocken. Reinicke (1995: 139) zufolge zeigt diese Entscheidung, wie durchsetzungsfähig die Lobby der damals siebzehn multinationalen Banken gegenüber ihren Regulatoren wie der Fed und das OCC gewesen ist. Anders als im Kapitalmarktsektor zeigt sich in dieser Situation exemplarisch die im Bankensektor immer wiederkehrende »Gefangennahme« (»capture«) der Regulierungsbehörden durch ihre Klientel.

Unter externem Druck sollte sich genau dieses 1982/83 ändern. Im Zuge der lateinamerikanischen Verschuldungskrise wurde die Kapitalschwäche amerikanischer »money centre banks« einmal mehr offensichtlich. Diese waren zu etwa 58 Prozent für die Finanzierung der am schwersten verschuldeten Entwicklungsländer wie Brasilien, Mexiko, Argentinien und Venezuela verantwortlich (Reiner 1993: 15). Als sich diese Länder im Laufe des Jahres 1982 für unfähig erklärten, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, waren überwiegend amerikanische Banken betroffen – bis Mitte 1982 hatten die neun größten amerikanischen Kreditinstitute Darlehen im Werte von 30 Mrd. US-Dollar (also über 140 Prozent ihres Kapitals) an Mexiko, Brasilien und Argentinien vergeben. Die amerikanische Regierung entschied sich, zusammen mit anderen Regierungen eine Finanzhilfe des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu initiieren, die eine Aufstockung des amerikanischen Finanzierungsanteils und damit die Zustimmung des Kongresses notwendig machte. Angesichts einer schweren Rezessionsphase und hohen Arbeitslosenraten bestand beim Gesetzgeber jedoch wenig Neigung, Steuergelder zur Unterstützung der Nehmerländer und damit zur indirekten Rettung risikofreudiger Banken aufzuwenden (Reinicke 1995: 143). Gleichwohl stand der Kongress unter Druck, die geforderten Mittel zu bewilligen, denn die Krise drohte, vom Finanzsektor auch auf andere Sektoren der amerikanischen Wirtschaft überzugreifen. Im Zuge der vom Kongress veranstalteten Anhörungen, auf denen die Positionen aller Beteiligten zur geforderten IWF-Quotenerhöhung dargestellt wurden, gerieten jedoch erneut die Regulierungsbehörden unter Druck (OCC 1995: 223–224). Offenkundig seien Regulierungsmängel und die fehlende Umsetzung höherer Standards der Kapitalunterlegung durch die »money centre banks« entscheidende Mitverursacher der Krise gewesen. Nachdem sich Bankenvertreter im Rahmen der Hearings gegen restriktivere Regulierungsmaßnahmen aussprachen, setzte sich im Kongress die Auffassung durch, dass genau diese nun gefragt waren.

Als Preis für die Bewilligung weiterer IWF-Gelder forderten Kongressvertreter eine Verschärfung der Aufsicht über multinationale Banken sowie die Einführung verbindlicher Standards der Kapitalabsicherung für diese Institutsgruppe. Der vom Kongress im November 1983 verabschiedete *International Lending Supervisory Act* (ILSA) verpflichtete die Regulierungsbehörden sicherzustellen, dass jedes Bankeninstitut angemessene Kapitalrücklagen bildet und diese einhält (vgl. auch Kapstein 1996: 94–95). Mit dem Gesetz wurde den Aufsichtsbehörden ausdrücklich eine »statutory power«, das heißt die Kompetenz zugewiesen, die Einhaltung von Standards der Kapitalabsicherung mit Hilfe von rechtlichen Mitteln zu erzwingen.<sup>2</sup> Außerdem verpflichtete das Gesetz die drei Regulierungsorgane des Bundes, sich auf einheitliche Kapitaladäquanzregeln zu verständigen. So vereinbarten die Bundesregulierer eine einheitliche Definition der Kapitalbestandteile und ein auf Basis der jeweiligen Bilanzsumme berechnetes Kapitalpolster. Alle von Bundesregulierungsbehörden beaufsichtigten Banken sollten für jede 100 US-Dollar an Bankeinlagen 5,5 US-Dollar an Sicherheiten hinterlegen. Diese neue Kapitalquote (»gearing ratio«) galt für die beaufsichtigten Banken unabhängig von ihrer Größe oder Geschäftsausrichtung und auch ungeachtet des Risikogehalts der getätigten Geschäfte (Reinicke 1995: 142–150).

Im Mai 1984 geriet mit der Continental Illinois die achtgrößte Bank der USA in eine Schieflage. Offenbar hatte das Management sein risikoreiches Bankportfolio nicht ausreichend durch Rücklagen abgesichert, so dass Gerüchte um eine bevorstehende Zahlungsunfähigkeit des Institutes dazu führten, dass institutionelle Investoren ihre Einlagen zurückzogen. Mit Hilfe einer Finanzspritze der Zentralbank in Höhe von 6 Mrd. US-Dollar konnte das Unternehmen seine unmittelbaren Verpflichtungen erfüllen, ging am Ende aber dennoch in den Konkurs. Wiederum gerieten die Regulierungsbehörden des Bundes unter Beschuss des Kongresses. Letztlich ging es für sie darum, den Eindruck zu vermeiden, die Fed rette jedes Institut, unabhängig davon wie schlecht dessen Management oder wie groß der Risikogehalt seines Darlehensportfolios war. Weitere Bankenzusammenbrüche sollten nicht zuletzt deshalb verhindert werden, um die staatliche Einlagensicherung nicht noch weiter zu belasten. In regulatorischer Hinsicht ging es darum, stärker auf die Qualität der vergebenen Bankdarlehen wie auch auf eine an-

---

2 Dadurch wurde es Banken nunmehr unmöglich, vor Gericht gegen regulative Auflagen der Regulierungsbehörden zu klagen (vgl. Reinicke 1995: 147 zum Fall der First National Bank of Bellaire).

gemessene Eigenkapitalausstattung der international tätigen Banken zu achten (Kapstein 1996: 109–110). Die Absicht, eine neue Regulierungsrunde einzuleiten, wurde von der Bankenkielentel heftig kritisiert; schließlich verschlechterte sich dadurch die eigene Wettbewerbsposition gegenüber den ausländischen Konkurrenten. Nicht zuletzt deshalb bemühte sich die Fed auf Basler Ebene um einen Konsens, der die Kosten der Re-Regulierung gleichmäßiger unter den G10-Staaten verteilte und dadurch die ausländischen Wettbewerber mitbelastete. Wie sich zeigen sollte, stärkte der Basler Akkord die amerikanischen Regulierungsbehörden gegenüber dem Widerstand ihrer heimischen Bankenkielentel und der Kongresslobby erheblich.

Berechnungen hatten ergeben, dass sechszwanzig amerikanische Banken, darunter überwiegend »money centre banks«, ihre Kapitalreserven aufstocken mussten, um die neuen Kapitalanforderungen zu erfüllen. Lediglich J.P. Morgan und Bankers Trust glaubten, hierfür ohne eine Kapitalaufstockung auszukommen. Die Lobby der international tätigen Banken nahm diesen Befund zum Anlass, auf Wettbewerbsungleichgewichte gegenüber den überregional tätigen Banken (»superregionals«) hinzuweisen, welche im Zuge fortschreitender Deregulierung des heimischen Bankensektors weiter an Bedeutung gewannen, jedoch den Basler Regeln nicht unterlagen. Anlässlich erneuter Anhörungen des Kongresses zur Frage der Umsetzung Basler Empfehlungen wiesen Vertreter solcher Einzelstaaten, in denen »money centre banks« angesiedelt waren (Kalifornien und New York) auf Wettbewerbsnachteile der international tätigen Banken hin. Dreißig der fünfzig Mitglieder des House Banking Committee, das zu einem früheren Zeitpunkt eine Anhebung von Eigenkapitalstandards gefordert hatte, beklagten in einem Brief an Alan Greenspan (dem Vorsitzenden der Fed) die aus einer Umsetzung des Akkords für US-Banken entstehenden Wettbewerbsungleichgewichte (Reinicke 1995: 175–178).

Gegenüber dieser Kongresskritik zeigten sich die drei Regulierungsbehörden standhaft; sie verwiesen sogar darauf, dass die amerikanischen Banken vom Zwang der Kapitalaufstockung weitaus weniger belastet seien als ihre japanischen Konkurrenten. Schließlich sei der Widerstand einer regionalen Lobbygruppe es nicht wert, eine von zehn Ländern mühevoll ausgehandelte Vereinbarung aufs Spiel zu setzen. Als das Basler Komitee die letzte Version des Basler Akkords im Juli 1988 veröffentlichte, unterschied sich diese nicht wesentlich vom Ursprungsdokument. Eine auf unterschiedliche Arten von Geschäftsrisiken abgestimmte Eigenkapitalquote von 8 Prozent sollte spätestens bis 1992 erreicht sein. Damit teilten die drei Bundesregulierungsbe-

hörden erstmals eine einheitliche Eigenkapitaldefinition bei der Evaluation von Bankensolidität; für die restlichen Bestandteile des CAMEL-Systems galt dieses jedoch weiterhin nicht (Coleman 1996: 169).

Bis zum Ende der 80er-Jahre erfolgte in den USA also eine deutliche Anpassung der nationalen Regeln und Techniken der Risikobegrenzung an ein international vereinbartes Niveau. Ebenso koordinierten die für multinationale Banken zuständigen Regulierungsbehörden des Bundes ihre Aktivitäten stärker als früher und überwandten dabei den Widerstand ihrer Regulierungsklientel. Die Gründe hierfür sind letztlich exogen bedingt. Finanzkrisen internationalen Ausmaßes machten Regulierungsdefizite und damit das Versagen der Aufsichtsorgane mehr als offensichtlich. Insbesondere dann, wenn die Krisenbewältigung eine Mittelbewilligung durch den Kongress erforderte, drängte dieser auf Verschärfung der Bankenaufsicht. Zudem nutzten die Regulierungsbehörden des Bundes ihre Mitgliedschaft in internationalen Regimen wie dem Basler Komitee dazu, gegenüber ihrer nationalen Klientel auf ihre »gebundenen Hände« zu verweisen und die Einhaltung internationaler Vereinbarungen einzufordern (»blame avoidance«, vgl. Weaver 1986).

In den 90er-Jahren setzte sich die Zentralisierung der Bankenaufsicht und der Kompetenzzuwachs der Bundesregulatoren weiter fort. Inhaltlich entstand eine neue Regulierungsphilosophie, die stärker als bisher auf Vorbeugung statt auf finanzielle Hilfe im Krisenfall setzt und die *Mitverantwortung der Marktteilnehmer im Regulierungsprozess betont*. Anders als in den 80er-Jahren ist diese Entwicklung auf endogene Faktoren und darunter vornehmlich die Krise des amerikanischen Sparkassensektors (der Savings & Loans oder Thrifts) zurückzuführen. In den 30er-Jahren waren die S&Ls als Institutionen konzipiert worden, deren Hauptaufgabe in der Bereitstellung längerfristig angelegter Hypothekendarlehen bestand. Regulative Auflagen sollten gewährleisten, dass die Sparkassen ihre Einlagen entsprechend »sicher«, nämlich nur in festverzinsten und langfristig laufenden Anlagen investierten. Den Sparern boten die Thrifts damit gute Darlehensbedingungen, jedoch wenig attraktive, weil fest- und niedrigverzinsten Anlageoptionen. Deregulierungsmaßnahmen, wie die Zulassung von Geldmarktfonds in den 70er- und frühen 80er-Jahren eröffneten den Sparern neue Möglichkeiten der Geldanlage, die dem Sparkassensektor immer mehr Kapital entzogen. Der Gesetzgeber entschloss sich, den Thrifts mit dem Angebot neuer Formen der Immobilienfinanzierung Möglichkeiten der Diversifizierung zu eröffnen, um das Sparkassengeschäft weiterhin rentabel zu halten. Mangelnde Erfahrungen in dieser teils sehr risikoreichen Geschäftssparte, aber vor al-

lem unzureichende Kapitalrücklagen, um den Ausfall von Schuldnern in einer Rezessionsphase zu verkraften, trugen zur Kette unzähliger Insolvenzen bei. Wieder einmal mussten die Folgen privaten Risikoengagements sozialisiert werden. Die Kosten für die Abwicklung insolventer Institute und die Entschädigung der Sparer wurden zunächst vom staatlichen Einlagensicherungsfonds für den Sparkassensektor, nach dessen Insolvenz von der Regierung und schließlich von der FDIC übernommen; Schätzungen zufolge lag der Gesamtumfang dieser letztlich steuerfinanzierten Rettungsaktion bei 130 Mrd. US-Dollar. Damit war diese das größte amerikanische Finanzdebakel seit der Depression (Litan/Rauch 1998: 43–46).

Erneut provozierte eine Krise Untersuchungen und gesetzgeberische Aktivitäten des Kongresses, die sich jetzt auf die Struktur und Qualität des Systems staatlicher Einlagensicherung und Regulierung konzentrierten. Mit dem *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* (FIRREA) wurde auf Bundesebene eine neue Aufsichtsbehörde für den Sparkassensektor gegründet (Office of Thrift Supervision, OTS) und der FDIC auch die Einlagensicherung für den Sparkassensektor übertragen. 1991 legte das Treasury einen Bericht über den Zustand des amerikanischen Finanzsektors vor, der die Anhebung von Eigenkapitalstandards, die Stärkung der Einlagensicherung, die Zusammenlegung der drei Bundesregulierer in einer einheitlichen Regulierungsbehörde, aber auch weiter gehende Deregulierungsmaßnahmen vorschlug (Cerny 1994: 197–198). Letztere waren im Kongress unter dem Eindruck der zurückliegenden Krise nicht durchsetzbar. Gegen die Aufgabe eigener Regulierungskompetenzen wehrten sich die zuständigen Regulierungsbehörden erfolgreich und waren insofern offen für Maßnahmen der Re-Regulierung.

Mit dem *Federal Deposit Insurance Improvement Act* von 1991 wurden die Kapitalbasis der FDIC aufgestockt, gleichzeitig aber neue prozedurale Hürden für den Fall einer finanziellen Rettungsaktion (»bailout«) aufgebaut. Regulierer wurden autorisiert, härtere Sanktionsmaßnahmen zu ergreifen, wenn sich abzeichnete, dass die Kapitalquote von Instituten unter das (zwischen den Bundesregulierern) vereinbarte Niveau fiel. Die FDIC durfte von jetzt an die Gebühren, die sie von den versicherten Instituten erhob, nach dem Risikogehalt von deren Portfolios staffeln. Im Kern spiegelten diese erweiterten Regulierungskompetenzen eine neue Regulierungsphilosophie der »prompt corrective action« wider, die die bisherige Strategie »regulativer Nachsicht« ablösen sollte (Litan/Rauch 1998: 38–39). Regulierer sollten im Zuge einer »Eindämpfungspolitik« bereits zu einem möglichst frühen

Zeitpunkt in das Geschehen eingreifen, um ein Voranschreiten der Krise und letztlich eine finanzielle Rettungsaktion des Staates zu verhindern. Umgekehrt sollten Mitglieder des Einlagensicherungsfonds durch die Kenntnis dieser Zusammenhänge frühzeitig davon abgehalten werden, allzu risikoreiche Engagements mit Vertrauen auf Krisenhilfe durch öffentliche Steuergelder einzugehen (»moral hazard«, Litan/Rauch 1998: 39).

Die Fortentwicklung einer auf Früherkennung von Risiken und Selbstverantwortung der Marktteilnehmer ausgerichteten Regulierungsstrategie in den 90er-Jahren wurde nicht zuletzt durch die nachfolgende Phase der Konsolidierung im amerikanischen Bankensektor gefördert. »Money centre banks« etwa nutzten die Stabilitätsphase dazu, ihren »regulatory burden« zu beklagen und die Kosten der Bildung von Kapitalrücklagen wieder in den Mittelpunkt zu stellen. Banken wie J.P. Morgan oder Chase Manhattan hatten zudem seit 1994 begonnen, eigene mathematische Modelle zur Bemessung ihrer Risiken aus Wertpapierhandelsgeschäften zu entwickeln und drängten auch gegenüber dem Basler Komitee darauf, diese zur Kalkulation ihrer Kapitalrücklagen einzusetzen, weil sie sich davon größere Messgenauigkeit und Kapitaleinsparungen versprachen (Hartmann 1996: 37–38). Auf nationaler Ebene wären diese Forderungen unter Krisenbedingungen nicht erfolgreich gewesen, sondern hätten neue Kongressanhörungen nach sich gezogen, aus denen Forderungen nach sichtbar verschärften Standards (im Sinne höherer Kapitalunterlegung) hervorgegangen wären. So aber zeigten sich die Regulierungsorgane empfänglich für Klagen dieser Art und gingen dazu über, ihre Regulierungstechniken auch im Sinne einer Kostenminimierung für die regulierte Klientel weiterzuentwickeln (Fed 1995: 231). Zudem zeigten Krisensituationen ausländischer Banken wie das durch Derivatespekulationen verursachte Debakel der britischen Barings-Bank oder Verluste amerikanischer Zweigstellen der japanischen DAIWA-Bank gleichwohl, dass neue Technologien und Produktinnovationen neue Geschäftsmöglichkeiten und damit letztlich neuartige Regulierungsprobleme mit sich brachten, die durch die bisherige Form standardisierter Kapitalunterlegung nicht ausreichend bewältigt werden konnten. Insofern waren Regulatoren zunehmend offen für die Erfahrungen, die die Banken mit eigenen Techniken des Risikomanagements bereits gemacht hatten.

Als erste der Regulierungsbehörden des Bundes gründete das OCC im Jahre 1994 eine neue Abteilung, die sich ausschließlich mit dem Thema »Risikomanagement« beschäftigen sollte und personell mit Ökonomen besetzt wurde, die kompetent auf dem Gebiet quantitativer Methoden der Risikoevalua-

tion waren. Diese Abteilung sollte nun die Aufseher darin unterstützen, die bankeigenen Methoden der Risikobemessung für deren Zins-, Handels- und Kreditaktivitäten zu evaluieren und zu bewerten. Auf der Basis erster Praxiserfahrungen entwickelte die Behörde ein Bankenrating, das die Qualität deren Risikomanagements wiedergeben soll (Ludwig 1997a: 15–16; OCC 1997).

Auch die Fed kündigte auf der Grundlage eigener »On-site«-Überprüfungen ihrer Klientel im November 1995 an, die Qualität des bankeigenen Risikomanagements durch ein Rating auf einer Skala von 1 bis 5 zu dokumentieren. Darin zeigte sich deutlich die Abkehr von einer punktuellen, auf die Begutachtung von Krediten und die Evaluierung von Ausleihstandards ausgerichteten Form der Bankenaufsicht und der Übergang zu einer prozess- und risikoorientierten Regulierung, die auf »Evaluation der Selbst-Evaluation« der Regulierten setzt. Sowohl Fed als auch OCC begannen, ihre Aufsichtserfahrungen in Handbüchern niederzuschreiben, welche permanent aktualisiert werden und der Fortbildung des Aufsichtspersonals dienen (Phillips 1996: 31–32).

Sehr viel problemloser als in den 80er-Jahren gingen die Regulierungsbehörden dazu über, ihre Aktivitäten und Regulierungsmethoden untereinander zu koordinieren. Im April 1996 verabschiedeten die drei Bundesregulatoren zusammen mit der »Konferenz der Regulierungsbehörden von fünfzig Einzelstaaten« ein »Staat-Bund«-Protokoll, in dem die gemeinsame Aufsichtsverantwortung für solche Banken, die in mehreren Bundesstaaten tätig sind (»interstate banks«) festgeschrieben wurden. Ziel der Abstimmung war auch hier, ein lückenloses Überwachungsnetz aufzuspannen, jedoch den regulativen Aufwand insgesamt zu reduzieren. Die Koordination von Regulierungsaktivitäten auf der Ebene internationaler Regime wirkte als Katalysator für weitere Koordinationsprozesse zwischen den Regulierungsorganen des Bundes. So vereinbarten Fed, OCC und FDIC (im Sinne der auf Basler Ebene erlassenen Empfehlung vom Januar 1996) im September 1996, Banken die Möglichkeit zu geben, die Kapitalunterlegung für ihre Wertpapierhandelsgeschäfte unter Rückgriff auf eigene statistische Modelle zu berechnen (Fed 1996: 236).

In den folgenden Jahren war insbesondere die Fed treibende Kraft einer Weiterentwicklung des flexiblen und auf Kooperation mit einzelnen Banken setzenden Regulierungsansatzes – und dies sowohl auf internationaler wie auch auf nationaler Ebene. Die Fed profitiert von dem fortschreitenden Konzentrationsprozess auf dem amerikanischen Bankenmarkt, der durch den schrittweisen Abbau von Marktbarrieren zwischen den Einzelstaaten, aber



auch zwischen Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor möglich wurde. Während die Zahl der kleineren, auf einzelstaatlicher Ebene zugelassenen »community banks« stetig sinkt, weil diese in Fusionen aufgehen, nahmen die in Holdingform organisierten Großbanken rapide zu. 1998 existierten knapp 6.000 Bankenholdings in den USA, die wiederum mehr als 6.800 »commercial banks« kontrollierten (Fed 1998: 242). Diese Zentralisierung der Marktstruktur begünstigt nun die für die Regulierung von Holdings zuständige Zentralbank, die als Schirmregulator von diversifizierten Finanzkonglomeraten auftritt, die im Banken-, Wertpapier- und Versicherungsgeschäft tätig sind. Da die Einzelfirmen einer Holding nach wie vor durch den jeweiligen »Heimatregulator« beaufsichtigt werden, ist es Aufgabe der Fed, die Arbeit der einzelnen Aufsichtsorgane zu koordinieren (Meyer 1999b). Weil sich die Regulierungsdomäne der Fed stetig ausweitet, ist sie bestrebt, den Überwachungsprozess effizienter und handhabbarer zu gestalten.

Daraus ergibt sich eine neue Strategie, Techniken und Intensität der Bankenaufsicht je nach Größe und Komplexität der regulierten Klientel zu differenzieren. Für die international nicht aktiven Banken soll eine einfache, auf die Überprüfung standardisierter Kapitalquoten ausgerichtete Form der Aufsicht beibehalten werden. Dahinter steht die Annahme, hierbei handele es sich um eine Bankengruppe mit überschaubaren, weil national ausgerichteten Geschäften und Geschäftsrisiken. Für eine zweite Gruppe von Instituten werden marginale Veränderungen am bisherigen Modell standardisierter Überwachung vorgesehen; so sollen die Kreditrisiken durch Ratings erfasst werden. Die dritte Gruppe der etwa dreißig größten und komplexesten Banken (Large and Complex Banking Organizations, LCBOs) soll hingegen ins Visier der Aufsicht genommen werden, weil diese auf Grund ihrer Größe, ihrer breiten Produkt- und Servicepalette und wichtigen Funktion im Zahlungsverkehr als die wesentlichen »Risikoträger« angesehen werden. Für jede Bank stellt die Fed ein Untersuchungsteam zusammen, das sich aus Experten in den Feldern Risikomanagement, Zahlungsverkehr, Nutzung der Informationstechnologie im Bankenbetrieb oder Financial engineering zusammensetzt und von einem Senior Officer der Fed geleitet wird. Dieser ist das Scharnier (Central Point of Contact, CPC) zwischen der regulierten Bank und der Regulierungsbehörde und soll den Prozess der Risikobewertung koordinieren. Das Aufsichtsteam bewertet das Risikoprofil einer Bank auf der Basis interner Selbsteinschätzungen des Managements, der Berichte von Wirtschaftsprüfern sowie eigener Evaluierung und aktualisiert diese Einschätzungen vierteljährlich. Mittelfristig sollen die über eine regulierte Bank gespeicherten Informationen in einem Informationssystem gesammelt

werden (Banking Organization National Desktop, BOND), das dann allen Regulatoren zur Verfügung steht (Meyer 1999a). Die Beaufsichtigung von Global Players wird nun als ständiger und individualisierter Kooperationsprozess zwischen Regulierern und Regulierten begriffen, für den ein lediglich rudimentärer Ordnungsrahmen vorgegeben wird. Dadurch soll verhindert werden, dass sich Regulierer frühzeitig auf bestimmte Aufsichtstechniken festlegen und auf diese Weise Lernprozesse unterbunden werden, die durch die Evaluation des bankeigenen Risikomanagements entstehen können (Greenspan 1999).

Mit der Differenzierung und Individualisierung der Bankenregulierung zumindest für ein bestimmtes Unternehmenssegment haben die amerikanischen Regulierungsbehörden letztlich einen Regulierungsansatz weiterentwickelt, der ihrer nationalen Rechtstradition zwar legalistischer, jedoch einzelfallorientierter und erfahrungsbasierter Rechtsfindung (Common Law) entgegenkommt. Die Differenzierung der Regulierung je nach Unternehmensgröße entspricht ebenfalls bestehenden Praktiken einer begrenzten Arbeitsteilung zwischen Bund und Einzelstaaten in Regulierungsfragen, welche durch das neue Regulierungsmodell explizit untermauert wird. Insofern wirkt die neue Strategie konfliktminimierend und legt eine Situation friedlicher Koexistenz zwischen den Regulatoren nahe, soweit diese nicht, wie im Fall der Regulierung diversifizierter Holdinggruppen, zur Kooperation gezwungen sind. Für die Zentralbank, deren Regulierungsdomäne sich durch den fortschreitenden Konzentrationsprozess stetig erweitert, stellt der neue, flexible und einzelfallbasierte Regulierungsansatz auch eine Möglichkeit dar, sich Expertenwissen in Fragen des Risikomanagements anzueignen, das sie in internationalen Regimen und Expertengremien zu einem durchsetzungsstarken Akteur macht. Nicht verwunderlich also, dass das Basler Konsultationspapier vom Juni 1999, in dem erstmals vorgeschlagen wurde, den flexiblen Regulierungsansatz auf alle Arten von Finanzrisiken auszuweiten und Rating-Urteile in die Regulierung einzubeziehen, eindeutig die Handschrift der Fed trug – schließlich war mit William McDonough ein Gouverneur der amerikanischen Zentralbank zu diesem Zeitpunkt Vorsitzender des Basler Komitees.

Der neue Regulierungsansatz scheint prinzipiell Ergebnis einer »Gefangennahme« der Regulierten durch die multinationalen Banken zu sein. Der Rückgriff auf das Urteil externer Rating-Firmen bei der Berechnung von Kreditrisiken begünstigt die amerikanischen Banken gegenüber ihren ausländischen Wettbewerbern, weil amerikanische Unternehmen größtenteils

über ein externes Rating verfügen, das sich auch auf ihre Schuldnerqualität gegenüber externen Geldgebern bezieht. Je genauer die eigenen Kreditrisiken in Zukunft kalkuliert werden, desto größer versprechen auch die Einsparungen bei den Kapitalrücklagen zu sein. Der Aufsichtsprozess wird zumindest für die staatlich-administrative Seite wesentlich anspruchsvoller, ohne für die Banken notwendigerweise teurer zu werden. Enge Kooperationsbeziehungen zum eigenen Regulator machen es leichter, diesen durch eigene Wissensvorsprünge fehlzuleiten. Andererseits beinhaltet flexible Regulierung auch die Idee ungleicher Behandlung der Regulierten durch den Regulator und damit die Gefahr neuer Wettbewerbsungleichgewichte. Es bleibt abzuwarten, inwieweit solche Argumente von Bankenseite vorgebracht und Konflikte dieser Art, wie häufig in den USA, über den Gerichtsweg oder im Zuge der nächsten Bankenkrise, durch pluralistisches Kräftenessen im Kongress gelöst werden.

## 6.2 Großbritannien – »Gemischte« Regulierung

Wie kein anderes Land profitierte Großbritannien von der Entstehung des Euromarktes, der sich als »Mikrokosmos« eines internationalen Finanzmarktes seit den 50er-Jahren im Schatten des »embedded liberalism« entwickelt hatte. Es war nicht zuletzt der flexible und informelle Charakter der britischen Bankenregulierung, der London zum attraktiven Finanzplatz und bevorzugten Ort für die Ansiedlung ausländischer, insbesondere amerikanischer Banken machte, die sich auf diese Weise ihren heimischen Wettbewerbs- und Geschäftsbeschränkungen entziehen wollten. Der Euromarkt führte auf dem britischen Bankenmarkt zum Aufstieg einer ständig wachsenden Gruppe so genannter »secondary banks«. Diese Banken refinanziierten sich über Geldmarktgeschäfte am Euromarkt und vergaben Kredite an Unternehmen, Kommunen oder auch an andere Banken. Damit entstand parallel zum bestehenden Kartell der »clearers« und »discount houses« ein zweites Segment von Banken, das sich ausschließlich im Großkundengeschäft engagierte und über günstige Kreditzinsen oder Produkte wie neuartige Darlehensformen und Kreditkarten mit den Kartellmitgliedern konkurrierte. Insbesondere die »clearing banks« verloren infolgedessen stetig an Marktanteilen – hatten sie 1951 noch 80 Prozent der Spareinlagen des Landes kontrolliert, so sank diese Zahl bis 1967 auf nur noch 30 Prozent. Durch die

Gründung von Tochtergesellschaften nahmen auch die »clearers« Geschäfte an den Eurogeldmärkten auf. Ende der 60er-Jahre hatte fast jedes Kartellmitglied das Zinskartell *de facto* durchbrochen. Durch die formelle Aufgabe der geltenden Beschränkungen von Zinsen und Krediten im Jahre 1971 durch die Bank of England (BoE) und eine konservative Regierung wurde die Erosion der heimischen Kartellstrukturen nun offiziell nachvollzogen (Moran 1986: 11, 42–43).

Die Ausbreitung von Wettbewerb und Produktinnovationen sowie die enge Kopplung des heimischen Bankengeschäftes an internationale Marktveränderungen stellten unter Sicherheitsaspekten jedoch eine »Zeitbombe« dar – so war das für die Bankenaufsicht zuständige Discount Office der BoE mit lediglich fünfzehn Personen besetzt und insofern unfähig, einen Bankmarkt von jetzt dreihundert Instituten zu beaufsichtigen (Moran 1986: 86). Zudem zählten die mittlerweile bedeutenden »secondary banks« zur Gruppe der nach »Sektion 123 des Companies Act« lizenzierten Institute (vgl. Kapitel 3), die nur die unterste Stufe der regulativen »Statusleiter« erklommen hatten und demzufolge nur oberflächlich reguliert wurden. Von den neunzig Instituten, die 1970 nach Sektion 123 lizenziert waren, informierten nur vierzehn freiwillig die BoE regelmäßig über ihre Geschäftstransaktionen (Moran 1986: 94). Wie verhängnisvoll diese Regulierungsdefizite waren, sollten eine Reihe von (zunehmend international mitverursachten) Banken Krisen zeigen, deren bedeutsamste die Secondary Banking Crisis des Jahres 1973 war.

Im November 1973 geriet mit der London and County Securities die erste einer Reihe von »secondary banks« in Schwierigkeiten, die sich insbesondere in der Immobilienfinanzierung engagiert hatten. Die beteiligten Banken hatten sich auf den Eurogeldmärkten kurzfristige Gelder geliehen und diese jedoch zu festen Zinsen und für einen längerfristigen Zeitraum verliehen, ohne auf Kapitalpolster etwa durch sichere Spareinlagen zurückgreifen zu können. Im Zuge der Ölkrise des Jahres 1973 und der nachfolgenden Rezession kam es auch zu einem Verfall der Immobilienpreise, so dass sich die »secondary banks« sowohl einer größeren Zahl »fauler« Kredite gegenüber sahen als auch um die eigene Refinanzierung fürchten mussten. Nervöse Sparer, die um den Wert ihrer Spareinlagen besorgt waren, begannen, ihre Einlagen auch von den »clearing banks« abzuziehen. Damit drohte die Bankenkrise auch auf nicht betroffene Banken überzugreifen. Um das Vertrauen der Sparer in das heimische Bankensystem wiederherzustellen, setzte die BoE ein »Control Committee« unter Mitwirkung der »clea-

rer« ein, das die Rettung momentan illiquider, aber prinzipiell solventer Banken organisieren sollte. 90 Prozent der Gelder kamen von den »clearing banks«, die BoE selbst beteiligte sich nur zu 10 Prozent an dieser »Lifeboat«-Aktion. Dennoch hielt der Abzug von Spareinlagen an; offensichtlich war das Vertrauen der Sparer in das System noch nicht wiederhergestellt, und die von den »clearers« bereitgestellten Mittel daher verloren. Für weitere »Lifeboat«-Aktionen erklärten sich diese daher nicht mehr bereit. Letztlich übernahm die BoE, wie bereits im 19. Jahrhundert, die Aufgabe des »lender of last resort«, organisierte Fusionen angeschlagener Banken oder schloss diese ganz und setzte die Regierung unter Druck, den Immobilienmarkt zu stabilisieren. Die gesamte Rettungsaktion war weitgehend unabhängig von der Regierung und völlig abgeschottet von Parlament und Öffentlichkeit abgelaufen; letztlich markierte sie den »letzten Triumph« der bisherigen, auf nationaler Geheimhaltung und Diskretion gegründeten Regulierungspraxis (Moran 1986: 80–100).

Bereits ein Jahr später zeigte sich, dass diese Art der Regulierung in einem internationalisierten Umfeld nicht mehr so problemlos fortbestehen konnte wie bisher. Der Zusammenbruch des deutschen Privatbankhauses Herstatt ging auf Devisenspekulationen am Euromarkt in London zurück. Aus Sicht der BoE deutete dieser Krisenfall auf neuartige Gefahren für ein internationales Finanzzentrum wie London hin, welche durch Tochtergesellschaften ausländischer Institute entstanden. Von nun an erhielten externe Effekte zunehmend grenzübergreifenden Charakter und konnten daher nicht mehr durch ausschließlich *nationale* Refinanzierungs- oder Regulierungsmaßnahmen eingedämmt werden. Für einen internationalen Finanzplatz wie London, der bislang vom niedrigen britischen Regulierungsniveau erheblich profitiert hatte, konnten einseitige Maßnahmen der Re-Regulierung jedoch erhebliche Wettbewerbsnachteile nach sich ziehen. Deshalb engagierte sich die BoE von nun an zunehmend in internationalen, für die Bankenregulierung relevanten Gremien wie dem Basler Komitee, dessen erste beiden Vorsitzenden George Blunden und Peter Cooke sie stellte. In Regulierungsfragen strebte sie eine koordinierte Vorgehensweise der westlichen Staatengemeinschaft an. Beim Treffen des Basler Komitees im Juli 1974 plädierte der Gouverneur der BoE für die Zuständigkeit der Muttergesellschaft einer international tätigen Bank im Krisenfall und forderte fortan »letters of comfort« von den ausländischen Zentralen der in London ansässigen Tochtergesellschaften, in denen diese der BoE zusicherten, im Fall von Zahlungs-

schwierigkeiten für ihre Töchter einzustehen (Moran 1986: 109, 135)<sup>3</sup>. Nach dem Beitritt Großbritanniens zur Europäischen Währungsgemeinschaft im Jahr 1973 engagierte sich die britische Zentralbank auch mehr und mehr in der »Kontaktgruppe der nationalen Aufsichtsorgane«, dessen Sekretariat sie zunächst stellte. Später wurde die Kontaktgruppe als »Beratender Bankenausschuss« in der *Ersten Bankenkoordinierungsrichtlinie* des Jahres 1977 (77/780/EWG) institutionalisiert. Die British Bankers Association (BBA) wurde 1972 auf Betreiben der BoE wiederbelebt, um die Interessen der britischen Banken insbesondere in Brüssel zu vertreten (Moran 1986: 12). Bei ihren Aktivitäten auf internationaler Ebene versuchte die BoE, internationale Maßnahmen an das Tempo der eigenen Re-Regulierungspolitik zu koppeln und allzu weit gehende, vom britischen Regulierungsmodell abweichende Regulierungsvorstöße zu blockieren (vgl. auch Hall 1999: 101). Beispielhaft hierfür ist die erfolgreiche Blockade der Europäischen Kommission, die Anfang der 70er-Jahre eine umfassende Harmonisierung des nationalen Bankenrechts nach dem Vorbild des deutschen Kreditwesengesetzes anstrebte. Letztlich gab sie diesen Versuch zu Gunsten eines eher inkrementellen Ansatzes auf, der Großbritannien genügend Zeit ließ, nationale Regulierungsmaßnahmen europäischen Harmonisierungsbestrebungen anzupassen (Hall 1999: 99 ff.).

Krisenerfahrungen und die Einbindung nationaler Regulierungspolitik in internationale Koordinationszusammenhänge trugen dazu bei, dass die BoE zwischen 1974 und 1980 zu einem stärker kodifizierten System der Überwachung überging und ihren Personalstamm professionalisierte. Als eine der ersten Maßnahmen wurde das Discount Office durch eine neue Abteilung für Bankenaufsicht ersetzt, die bis 1977 bereits siebzig Mitarbeiter beschäftigte. Bankenregulierung wurde von nun an nicht mehr als Nebenprodukt der Geldpolitik, sondern als eigenständige Aufgabe angesehen. Die Bank forderte jetzt auch von den »non-clearing banks« vierteljährliche, standardisierte Berichte über deren Geschäftssituation, auf deren Basis die neugegründete Supervision Division der Zentralbank dann Vorschläge für Eigenkapital- und Liquiditätsquoten ausarbeiten sollte. Im Mittelpunkt der Regulierung standen jedoch weiterhin die Interviews mit dem Senior Management der regulierten Banken, die dazu beitrugen, Regulierungsmaßnahmen immer auf die besondere Situation der einzelnen Institute abzustimmen (Moran 1986: 116). In Fortführung des bisherigen statusbasierten Regulie-

---

3 Daraus ergab sich dann das »Heimatlandprinzip« der Bankenaufsicht (vgl. Kapitel 4).

rungsansatzes wurden die »clearing banks« von Pflichten zu umfangreichere Berichterstattung ausgenommen. Stattdessen brauchten Managementspitze der »clearers« und der Gouverneur der BoE nur einmal im Jahr Gespräche über deren individuelle Geschäftssituation zu führen, in denen auch die Höhe der Kapitalrücklagen individuell festgelegt wurde. Damit war erneut ein Zwei-Klassen-System der Regulierungspraxis geschaffen worden, durch das man sich explizit vom amerikanischen, »intrusive style of regulation« abgrenzen wollte (Moran 1986: 116–118).

Nach wie vor waren Aufgaben der Bankenregulierung jedoch »non-statutory«, also nicht rechtlich verankert. Zu Beginn der 70er-Jahre existierten sieben verschiedene Statuten, nach denen sich eine Institution »Bank« nennen durfte; letztlich entschied die Zentralbank darüber, wer zur Ausübung des Bankgeschäftes autorisiert wurde (Moran 1986: 87). Angesichts der europäischen Bemühungen zur Harmonisierung des Bankenrechts zeichnete sich jedoch ab, dass dieser Grad an Informalität nicht erhalten werden konnte und die erste europäische Bankenrichtlinie eine Definition des Bankengeschäftes ebenso wie ein Modell formeller Autorisierung aller Arten von Kreditinstituten beinhalten würde. Auf nationaler Ebene war zudem nach der Secondary Banking Crisis der Ruf nach erweitertem Anlegerschutz immer lauter geworden. Ein White Paper der Labour-Regierung aus dem Jahr 1976, das zukünftige Aktivitäten des Gesetzgebers vorbereiten sollte, enthielt daher die Forderung nach Errichtung eines Einlagensicherungsfonds zum Schutz kleiner Sparer, der durch Bankenbeiträge finanziert werden sollte. Auf Bankenseite rief diese Idee heftigen Widerstand hervor; sowohl »clearing banks« als auch die BBA vermuteten hinter diesem Vorschlag noch weiter gehende Absichten der Regierung, die bisherige Autonomie des Finanzsektors gesetzlich einzuschränken. Die Bankenlobby mobilisierte Unterstützung im House of Lords, dessen Mitglieder (Peers) teils zum Führungspersonal alteingesessener Banken wie Midland oder Barclays gehörten. Letztlich wurde die Einführung des Einlagensicherungsfonds jedoch nicht abgewendet – zum einen zerfiel die Bankenopposition mit der Zeit in unterschiedliche Bankengruppen, die versuchten, jeweils eigene Vergünstigungen hinsichtlich der Höhe ihrer Fondsbeiträge durchzusetzen; zum anderen konnte das anstehende Gesetzesvorhaben im Parlament gegen die Mehrheit der Labourabgeordneten ohnehin nicht verhindert werden. Der Konflikt um die Einführung des Einlagensicherungsfonds war Indiz der zunehmenden *Pluralisierung von Interessen* innerhalb der britischen Finanzcommunity und ein Schritt auf dem Weg hin zu einer »normalen« Form der Lobby-

beziehung zwischen Finanzkapital und der Regierung (Moran 1986: 128–130). Die BoE wiederum musste sich von nun an mit dem Treasury und dem Kabinett auseinandersetzen, das einen höheren Grad an Formalisierung in Fragen der Bankenregulierung anstrebte als ihr lieb war; so wollte das Treasury eine Klagemöglichkeit gegen Regulierungsentscheidungen der BoE gesetzlich festschreiben. Letztlich stellte der *Banking Act* des Jahres 1979 jedoch einen Kompromiss zwischen Regierung und Zentralbank dar: Im Einklang mit der Ersten Bankenkoordinierungsrichtlinie wurde für alle Kreditinstitute, die Spareinlagen annahmen, die Pflicht zur Lizenzierung festgeschrieben, die BoE wurde zudem formalisiertes Aufsichtsorgan (»watch-dog«) über die City. Einsprüche gegen ihre Entscheidungen konnten statt vor Gericht bei einem vom Treasury ernannten Schiedsgericht eingelegt werden. Alle autorisierten Finanzinstitute mussten Beiträge zu einem Einlagensicherungsfonds (Deposit Protection Fund) leisten, der Sparer bis zu 75 Prozent ihrer Verluste bis zu einer Summe von 10.000 britischen Pfund entschädigte und durch die BoE beaufsichtigt wurde. Der nun höhere Formalisierungsgrad des Regulierungsregimes änderte jedoch nichts an der immer noch flexiblen und individualisierten Regulierungspraxis: Zwar hatten alle Kreditinstitute, die eine Banklizenz anstrebten, bestimmte Eigenkapital- und Liquiditätspolster oder ein Management vorzuweisen, das als »fit and proper« gelten konnte. Nach der Erteilung einer Geschäftslizenz wurden die Institute jedoch sehr unterschiedlichen Aufsichtsprozeduren unterworfen. Auch weiterhin galten die »clearing banks« als die eigentlichen »banks proper«, deren Management sich seltener als das der restlichen Bankengruppen zum Gespräch mit der Aufsichtsabteilung der BoE einzufinden hatte. Nach wie vor existierten weder einheitliche Standards der Kapitaladäquanz noch genauere Inspektionen einzelner Banken (»on-site inspection«) (Reid 1988: 257; Moran 1986: 138; Fishman 1993: 13–14; Hall 1999: 28).

Der Zusammenbruch von Johnson Matthey Bankers (JMB), der Tochterfirma eines größeren Bankenkonglomerates, welche bislang als »bank proper« galt, brachte die BoE und das bestehende Regulierungsmodell 1984 erneut in Misskredit. Die Bank war ein reputiertes Mitglied des Accepting Houses Committee und vorwiegend am Londoner Goldmarkt engagiert. Zum Zeitpunkt einer schlechten Marktlage hatte JMB risikoreiche Kredite an Länder der Dritten Welt vergeben, die nicht mehr zurückgezahlt wurden. Wiederum drohte diese Insolvenz weitere Kettenreaktionen nach sich zu ziehen, denn aus Furcht vor möglicher Unterkapitalisierung anderer Institute stellten asiatische Banken im September 1984 vorübergehend den Inter-Banken-Handel



mit englischen Instituten ein. Die BoE suchte nach einer schnellen Lösung der Krise. Ein »letter of comfort« der Muttergesellschaft von JMB erwies sich als wertlos, denn auch diese war nicht in der Lage, die Kapitalbasis der Tochtergesellschaft zu erhöhen. Wieder einmal nahm die BoE ein insolventes Unternehmen unter ihre Fittiche. Appelle an die »clearers«, sich an der Rettungsaktion zu beteiligen, schlugen fehl. Es stellte sich heraus, dass die Zentralbank über die tatsächlichen Außenstände und Eigenkapitalrücklagen von JMB nicht informiert war. Bis dahin hatte die BoE von den Banken lediglich »erwartet«, jedoch nicht verlangt, ihr ausstehende Kredite zu melden, die 10 Prozent der eigenen Kapitalbasis überstiegen (Hall 1999: 33). Genau diese Ungewissheit über die eigentliche Höhe der Verluste war jedoch der Grund für die Weigerung der »clearing banks« für einen »bullion dealer« weiteres Geld auszugeben. Mit einem Zuschuss der BoE in Höhe von 34 Mio. englischen Pfund wurde JMB letztlich nationalisiert (Reid 1988: 224–227).

Politisch zog dieser »bailout« nicht nur einen Gesichtsverlust der englischen Zentralbank, sondern auch die Einsetzung eines Untersuchungsausschusses nach sich, der den Implikationen des Falles für das System der Regulierung nachgehen sollte. Der Leigh-Pemberton Report empfahl legislative Maßnahmen; ein neues White Paper des Treasury wurde zur Grundlage des Banking Act von 1987. Darin wurde jede lizenzierte Bank verpflichtet, zwei unabhängige Wirtschaftsprüferfirmen zu beschäftigen, die Berichte über die Bilanzdaten und das interne Kontrollsystem der Bank erstellen. Die Zentralbank wurde ermächtigt, Informationen von den Banken und deren Wirtschaftsprüfern zu verlangen und sich einmal jährlich mit beiden zu treffen. Kreditinstitute wurden verpflichtet, Außenstände, die mehr als 10 Prozent ihres Eigenkapitals übersteigen, der BoE mitzuteilen. Ein Board of Banking Supervision, besetzt mit ehemaligen Mitgliedern der BoE und weiteren unabhängigen Experten, sollte die BoE in Regulierungsfragen von nun an beraten. Am flexiblen und bezüglich der Festlegung von Kapitalrücklagen individualisierten Regulierungsstil änderte sich jedoch weiterhin nichts (Moran 1986: 188; Fishman 1993: 15; Hall 1999: 33–35).

Letzteres galt auch für die 80er-Jahre, die im Zeichen zunehmender Harmonisierung der Bankenregulierung auf internationaler Ebene standen. Bereits 1980 hatte die BoE Abschied von der »gearing ratio« genommen und begonnen, die erforderlichen Kapitalrücklagen einer Bank nach deren eingegangenen Geschäftsrisiken zu bemessen, statt hierfür die jeweilige Bilanz-

summe zur Grundlage zu nehmen. Nach wie vor wurden die jeweiligen Kapitalquoten nicht standardisiert, sondern für jede Bank einzeln festgelegt. Als die USA 1986 das Bündnis mit Großbritannien suchte, um auf internationaler Ebene einen einheitlichen Weg der Eigenkapitalberechnung festzulegen, stimmten die Briten diesem Vorhaben zu. Die zurückliegenden Krisen hatten schließlich gezeigt, dass international tätige Banken Geschäfte zwischen verschiedenen Orten verlagerten, um Regulierungskosten zu sparen und London als internationales Finanzzentrum von den Folgen dieser Strategie besonders negativ betroffen war. Der zwischen der BoE und den Regulierungsbehörden der USA (Fed, OCC, FDIC) im Januar 1987 vereinbarte bilaterale Akkord bedeutete bereits eine Annäherung an das risikobasierte Vorgehen der Kapitalberechnung, welches auch zur Grundlage der multilateralen Vereinbarung vom Dezember desselben Jahres wurde (Reid 1988: 259; Hall 1999: 40–41). Formal bedeutete der im Juli 1988 von den Bankenaufsichtsbehörden der G10-Gruppe sowie Luxemburg angenommene Basler Akkord, dass alle international tätigen Banken eine Eigenkapitalquote von mindestens 8 Prozent vorzuweisen hatten. Die Basler Empfehlungen gingen ein in die *Eigenmittelrichtlinie* (89/299/EWG vom 17.4.1989) und die *Solvabilitätskoeffizientenrichtlinie* (89/647/EWG vom 18.12.1989) der EU und wurden von der BoE 1990 durch »notices«, aber nicht durch neue Gesetze umgesetzt. Implementationsprobleme ergaben sich für Großbritannien daraus nicht. Denn der Akkord legte lediglich einen Mindeststandard für internationale Banken fest, der bei ausschließlich national tätigen Banken unterschritten, bedarfsweise jedoch auch überschritten werden konnte (Hall 1993: 188–193 und 1999: 244–258).

Zu Beginn der 90er-Jahre geriet das britische Regulierungsmodell erneut unter erheblichen Anpassungsdruck. Wiederum waren es Skandale und Krisensituationen auf dem heimischen Markt, die die nationale Regulierungspolitik stärker in die öffentliche Diskussion rückten und Zweifel an den Regulierungskompetenzen der BoE aufwarfen. 1991 wurde bekannt, dass die Bank of Credit and Commerce International (BCCI) jahrelang die Aufsichtsbehörden hintergangen und Insidergeschäfte betrieben sowie falsche Angaben über ihre Einlagen- und Darlehensstruktur gemacht hatte. Tochtergesellschaften in mehr als sechzig Ländern waren dazu genutzt worden, den Umfang der eigenen Geschäftsrisiken gegenüber den Aufsichtsorganen zu verschleiern. Im Rahmen einer international koordinierten Aktion wirkte die BoE darauf hin, die laufenden Geschäfte der Bank zu beenden. Die BoE war letztlich aktiv geworden, als Berichte der Wirtschaftsprüfer Unregelmäßig-

keiten in den Geschäftspraktiken aufdeckten; später wurde jedoch bekannt, dass die BoE bereits seit den 70er-Jahren über dubiose Handelspraktiken informiert gewesen, jedoch untätig geblieben war. Erneut setzte das Treasury eine Untersuchungskommission ein, die die mangelnden Inspektionskompetenzen der Zentralbank kritisierte. Die BoE gründete daraufhin eine eigene Rechtsabteilung; zudem wurden vereinzelt Inspektionen in britischen Banken vorgenommen (Hall 1999: 133–134).

Der Zusammenbruch des reputierten und alteingesessenen Bankhauses Barings im Februar 1995 stellte die britische Zentralbank vor neue Herausforderungen. Der Konkurs war das Ergebnis massiver Verluste durch nicht genehmigte Derivatgeschäfte, die der Barings-Händler Nick Leeson in Fernost getätigt hatte. Im Februar 1995 versuchte die BoE zusammen mit fünfzehn Vertretern Londoner Clearing- und Merchant Banken eine Rettung von Barings zu organisieren. 1890 war Barings bereits einmal vor dem Konkurs bewahrt worden, als das Unternehmen Verluste durch risikoreiche Transaktionen in Südamerika erwirtschaftet hatte. Diesmal gelang ein »bailout« jedoch nicht. Weil unklar blieb, wie hoch die Verluste letztlich sein würden, zogen sich die Mitglieder des Rettungskonsortiums nach und nach zurück – schließlich stehe man unter dem Druck der eigenen Aktionäre, die angemessene Gewinne erwarteten und es ablehnten, Firmengelder zur Rettung insolventer Konkurrenten aufzuwenden. Auch der Schatzkanzler (Chancellor of the Exchequer) erklärte, Steuergelder stünden zur Rettung nicht zur Verfügung (Financial Times vom 27.10.1995: 11). Der Board of Banking Supervision der BoE wurde beauftragt, den Ursachen des Zusammenbruches nachzugehen – ein Vorgehen, das auf heftige Kritik der Labour-Opposition im Parlament stieß, die eine Untersuchung durch ein »unvoreingenommenes Gremium« forderte (Financial Times vom 28.2.1995: 5). Der Board legte im Juli 1995 seinen Untersuchungsbericht vor, der Nick Leeson als Hauptschuldigen ausmachte. Zudem seien Versagen im internen Risikomanagement der Bank, Unkenntnis der Londoner Zentrale über die Firmenaktivitäten in Ostasien sowie Mängel in der Wirtschaftsprüfung entscheidende Ursachen des Konkurses gewesen (FAZ vom 19.7.1995: 15).

Im Parlament, aber auch im Ausland rückten hingegen die Aufsichtsmängel der Zentralbank stärker ins Zentrum der Kritik. Die BoE wurde beschuldigt, die Aufklärung des Falles zu verschleppen und mit der Kündigung des Chefs einer Aufsichtsabteilung eher personelle »Bauernopfer« zu bringen als die eigenen Überwachungspraktiken in Frage zu stellen (FAZ vom 20.3.1995: 21 und vom 19.7.1995: 15). Die öffentliche Kritik konzentrierte

sich immer mehr auf die Tatsache, dass nach wie vor Interviews mit dem Senior Management einer Bank im Mittelpunkt der eigenen Überwachungspraxis standen und die Bank eher auf Berichte der Wirtschaftsprüfer vertraute als selbst Kontrollen in der Bankorganisation durch eigenes Aufsichtspersonal vorzunehmen (Financial Times vom 20.7.1995: 11). Im November 1995 forderte der parlamentarische Finanzausschuss erstmals, der BoE die Aufgabe der Bankenaufsicht zu entziehen (FAZ vom 8.11.1995: 17). Angesichts dieser Zuspitzung der für sie immer bedrohlicheren Lage zeigte sich die Zentralbank einsichtig und beauftragte im Oktober 1995 die Unternehmensberatung Arthur Andersen damit, die Aufsichtspraxis der Bank zu überprüfen und Vorschläge für ein Programm der »Qualitätssicherung« zu erarbeiten. Die Empfehlungen des Berichts zielten auf mehr Systematik der Aufsichtspraxis, klarere Verantwortlichkeiten und bessere Schulung des Aufsichtspersonals. Immer noch wurde kein System umfassender »on-site inspection« wie in den USA empfohlen, jedoch eine Einstufung der Banken in Risikoklassen und eine danach differenzierte Aufsichtspraxis (= RATE-System – Risk Assessment, Tools of Supervision and Evaluation) (The Financial Regulator 2/1996: 34–38). Die BoE griff diese Vorschläge offensiv auf und legte im Januar 1997 ein Konsultationspapier vor, das Ziele und Prozesse des jetzt stärker systematisierten Regulierungsansatzes näher beschrieb (vgl. BoE 1997). Die Grundidee des Ansatzes bestand darin, die Risikostruktur einer jeden Bank einzuschätzen und die Regulierung auf die schwächsten Institute zu konzentrieren. Die Einordnung der Institute in Risikoklassen entsprach dem amerikanischen Vorbild; anders als in den USA sollte die Einstufung der jeweiligen Bank jedoch nur der Zentralbank und dem Institut bekannt sein und nicht veröffentlicht werden. Die quantitativen Kriterien, die der Einstufung zugrundegelegt wurden, waren dem amerikanischen CAMEL-System angelehnt, wurden jedoch durch qualitative Einschätzungen ergänzt. Diese beziehen sich auf die interne Organisation einer Bank oder die Qualität des bankinternen Risikomanagements und sollen auf der Basis persönlicher Treffen mit Mitarbeitern der Führungsebene und des Risikomanagements gewonnen werden. Potentiell risikoreichere Institute werden häufiger überprüft als weniger risikoreiche (etwa alle sechs Monate) und müssen damit rechnen, höhere Eigenkapitalrücklagen anlegen zu müssen als ihre Konkurrenten. Mit diesem neuen Regulierungsansatz vollzog die BoE zum einen Ideen nach, die 1996 auf Basler Ebene bereits angedacht worden waren und darauf abzielten, Eigenkapitalrücklagen (zunächst nur für derivative Geschäfte) auf die tatsächliche Risikostruktur einzelner Banken abzustimmen und das Prinzip standardisierter Kapitalberechnung zu verlas-

sen. Mit der Einführung des Modells der Risikoklassen übernahm die BoE Elemente des stärker systematisierten amerikanischen Regulierungsansatzes, legte weiterhin jedoch großen Wert auf Flexibilität und Subjektivität bei der qualitativen Risikoeinschätzung und vermied allzu »inquisitorisches« Vorgehen im Umgang mit den Regulierten (vgl. auch *Financial Times* vom 25.3.1997: 9).

Der weitere Umbau der britischen Bankenaufsicht wurde durch die Amtsübernahme der Labour-Regierung Blair im Mai 1997 wesentlich beeinflusst. Zum Zeitpunkt der Regierungsübernahme war politisch noch nicht entschieden, ob und wenn ja, wann sich Großbritannien der Europäischen Währungsunion anschließen würde. Mit Gordon Brown wurde ein europafreundlicher Finanzminister ins Amt berufen, der den Umbau des nationalen Finanzplatzes und seiner Aufsichtsstruktur nicht zuletzt mit Blick auf den möglichen Beitritt des Landes zur Währungsunion vorantrieb. Der erste Schritt war, wie im Vertrag von Maastricht vorgesehen, die relative Unabhängigkeit der Zentralbank in geldpolitischer Hinsicht. Im Mai 1997 wurde beschlossen, der BoE die Autonomie zur Zinsgestaltung zu übertragen und ein geldpolitisches Komitee einzurichten, das sich monatlich ähnlich der Deutschen Bundesbank oder der amerikanischen Fed über die Leitzinsen zu verständigen hat. Mitglieder im Komitee sind der Gouverneur der BoE, weitere Direktoren sowie externe Fachleute, die vom Finanzminister ernannt werden. Die Ergebnisse der Sitzungen dieses »Zentralbankrates« werden protokolliert und veröffentlicht. Im Unterschied zur Bundesbank sollte die BoE jedoch nur teilautonom sein, denn die geldpolitischen Ziele werden nach wie vor von der britischen Regierung bestimmt. Zwar zog man die Möglichkeit der staatlichen Weisungsbefugnis gegenüber der Zentralbank zurück, jedoch wurde die BoE im Rahmen des *Bank of England Act* verpflichtet, die Wirtschaftspolitik der Regierung im Sinne der Wahrung allgemeiner Preisstabilität zu unterstützen. Weiterhin wurden nun erstmals regelmäßige Berichtspflichten der BoE an das Treasury Committee des House of Commons beschlossen; zudem soll der Jahresbericht der Zentralbank nun regelmäßig im Parlament diskutiert werden. Damit wurden Forderungen einiger Parlamentarier aus dem Jahre 1993 erfüllt, die auf größere Verantwortlichkeit der Geldpolitik gegenüber dem Parlament gedrängt hatten. In der Öffentlichkeit und auch von der Zentralbank selbst wurden diese Neuerungen als Gewinn und Chance zur Professionalisierung der Bank in geldpolitischen Fragen gewertet (*Financial Times* vom 7.5.1997: 8 und vom 4.8.1997: 12; *FAZ* vom 3.11.1997: 21 und vom 15.5.1999: 27).

Weiter gehende Implikationen hatte jedoch die Entscheidung der Blair-Regierung, die Aufsichtskompetenzen über den Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor zu bündeln und der Financial Services Authority (FSA) als einer neuen, unabhängigen Regulierungsbehörde zu übertragen (vgl. Kapitel 5). Zwar hatte Labour bereits im Wahlkampf die Absicht verkündet, die fragmentierte Aufsichtsstruktur im Wertpapiersektor zu straffen und die bestehenden Selbstverwaltungskörperschaften (SROs) mit einem neuen Aufsichtsorgan zu verschmelzen. Die Entscheidung, der Zentralbank die Aufsichtskompetenzen für den Bankensektor zu entziehen, kam jedoch auch für Eddie George, den damaligen Gouverneur der BoE so überraschend, dass dieser daraufhin seinen Rücktritt anbot (Financial Times vom 21.5. 1997: 1). Letztlich spiegelte diese Entscheidung sehr deutlich eine Machtverschiebung von der bislang so einflussreichen Zentralbank hin zur Regierung wider. Hierzu trugen nicht zuletzt die Aufsichtsdefizite bei, die die BoE in den zurückliegenden Banken Krisen offenbart hatte; zudem war die neue Labour-Regierung wesentlich interventionsfreudiger als die konservativen Tories in Finanzmarktfragen und bestrebt, Großbritannien auch in regulatorischer Hinsicht auf den verschärften Wettbewerb in einem integrierten europäischen Währungsraum vorzubereiten. Hierzu gehörte auch ein Regulierungsregime, das ausländischen Investoren gegenüber hinreichende Transparenz über das Verhalten der Marktteilnehmer, aber auch die Stabilität und Sicherheit seiner Institutionen garantierte. Die Arbeitsteilung in der neuen Regulierungsstruktur wurde durch ein Memorandum of Understanding zwischen BoE, der FSA und dem Treasury festgelegt. Neben der Geldpolitik ist es danach Aufgabe der Zentralbank, die »Stabilität des Gesamtsystems« im Auge zu behalten und nach außen als »Promotor« der City aufzutreten. Alle Aufsichtsfunktionen wurden von jetzt an durch die FSA übernommen, die das Treasury bei der Gesetzgebung in Regulierungsfragen berät und zusammen mit der BoE die Vertretung in internationalen Gremien übernimmt. Die FSA steht einmal jährlich dem Treasury und dem House of Commons Treasury Committee Rede und Antwort. Das Treasury selbst hat keine operative Verantwortung, ist jedoch für die Regulierungsstruktur als Ganzes sowie die Rahmengesetzgebung zuständig und muss erstmals auch bei Stützungsaktionen im Krisenfall (»Lender-of-last-resort«-Aktionen) konsultiert werden. Der Informationsaustausch zwischen den drei Institutionen läuft über ein Standing Committee, das auch im Krisenfall, wie etwa in der zurückliegenden Asienkrise zusammentritt und Maßnahmen berät (BoE 1998: 37–40; Hall 1999: 98).

In regulatorischer Hinsicht trat die neue FSA also die Nachfolge der BoE an. Organisatorisch versuchte man, die Bankenaufsicht weiter zu professionalisieren und auf die Bedürfnisse unterschiedlichster Bankengruppen auszurichten. 1998 war der britische Bankenmarkt immer noch hochgradig konzentriert; so verfügten die vier größten Banken über einen Marktanteil von 80 Prozent im Geschäft mit Kleinkunden und dem Mittelstand. Hinzu kommt der hohe Grad an Internationalisierung der Londoner City. Von den 400 in der City ansässigen Banken stammten 1998 fast 300 aus dem Ausland, davon 150 aus anderen Ländern der EU. Howard Davies, der neue Vorsitzende der FSA, betont daher die Notwendigkeit enger Kooperation mit dem Heimatlandregulator in der Aufsichtspraxis. Für Banken aus den »emerging markets«, britische Institute oder auch die auf den Hypothekenmarkt spezialisierten »building societies« wurden jeweils eigene Unterabteilungen in der FSA gebildet. Ähnlich wie in den USA konzentriert sich die Aufsicht seit Juni 1998 auf die Überwachung der *Complex Groups*. Hierbei handelt es sich um vierzig bis fünfzig teils ausländische Finanzkonglomerate, die neben dem Banken- auch im Wertpapier- und Versicherungsgeschäft tätig sind. Je nach Schwerpunkt des jeweiligen Geschäftes übernimmt eine FSA-Abteilung die Rolle eines »lead regulators«, der die anderen betroffenen Regulierungseinheiten zu koordinieren hat (Davies 1998c). Damit übernimmt die FSA eine Abstimmungstechnik, die in Deutschland oder den USA zur Koordination der Tätigkeit unterschiedlicher Regulierungsorgane genutzt wird, in Großbritannien jedoch zur abteilungsübergreifenden, »multifunktionalen« Koordination weiterentwickelt werden soll.

Die FSA knüpfte an den neuen risikobasierten Regulierungsstil an und entwickelte diesen in Abstimmung mit ausländischen Partnern auf Basler Ebene, aber auch der heimischen Bankencommunity weiter. Im September 1998 implementierte die FSA die novellierte europäische Kapitaladäquanzzrichtlinie (CAD II), die es Banken freistellt, Marktrisiken aus Derivatgeschäften entweder in bisheriger standardisierter Form oder durch Nutzung eigener Modellkalkulationen abzusichern. Die FSA stellte Review-Teams zusammen, um die Anträge von dreißig Banken auf Modelleinsatz zu überprüfen, letztlich erhielten hierzu zehn Institute die Erlaubnis. Ähnlich wie in den USA ging das Aufsichtspersonal der FSA nun insofern zu einem umfassenderen »On-site«-Regulierungsansatz über, als die Qualität der internen Modelle über die Zeit hinweg durch spezifische Bankenbetreuer überprüft wurde (»backtesting«) und die Güte der bankinternen Kontrollstrukturen nun in die Entscheidung der Aufsicht einging, das jeweilige Modell zum Einsatz

zuzulassen. Damit erweiterten sich die Beziehungen zwischen Aufsicht und Banken über Kontakte zur Leitungsebene hinaus auf solche zu den unteren Managementebenen (BoE 1998: 32–33; FSA 1998c: 27–28; Davies 1999).

Die Ausdehnung des interaktiven, risikobasierten Regulierungsansatzes auf weitere Arten von Geschäften und besonders auf die mit der Kreditvergabe behafteten Risiken wurde sowohl von der FSA als auch von der BBA ausdrücklich begrüßt. Zum einen entspricht der Regulierungsansatz britischer Regulierungstradition, die sich ja immer durch flexible Einzelfall-Lösungen auszeichnet hat. Für die FSA bringt diese flexible Regelauslegung nun größeren Handlungsspielraum mit sich, den sie ebenso wie die BoE in den zurückliegenden Jahren dazu nutzte, britischen Banken auch höhere Eigenkapitalquoten aufzuerlegen als im alten Basler Akkord vorgesehen: So lag die Eigenkapitalquote der größeren britischen Banken im Zeitraum von 1996 bis 1999 zwischen 11,6 und 12,1 Prozent und damit oberhalb des Basler Mindeststandards von 8 Prozent (FSA 1999a: 20). Die BBA begrüßt prinzipiell die Möglichkeit zu flexiblen, auf die individuellen Risikostrukturen ausgerichteten Kapitalrücklagen, die in Zukunft umso niedriger ausfallen können, je genauer die Banken ihre Risiken selbst kalkulieren. Allerdings kritisiert die BBA eine flexible Regelanwendung immer dann, wenn diese zu internationalen »Wettbewerbsverzerrungen« dadurch führt, dass Eigenkapitalrücklagen oberhalb des bisherigen Mindeststandards festgesetzt werden (BBA 1999b). Sowohl FSA als auch die BBA begrüßen die Möglichkeit, bei der Risikokalkulation zukünftig auf Ratings zurückgreifen zu können, wie in den jüngsten Vorschlägen zur Revision des Basler Akkords vorgesehen; so unterstützte Großbritannien auch die USA bei entsprechenden Vorstößen auf Basler Ebene (The Independent vom 24.1.2000). Allerdings bevorzugt man in Großbritannien ausdrücklich einen »menu approach«, der als Alternative zum Rückgriff auf Urteile externer Rating-Firmen auch bankeigene, interne Ratings zulässt, durch die man hofft, die »best practices« britischer Banken besser erfassen zu können. Und schließlich soll es nach wie vor standardisierte Eigenkapitalrücklagen für solche Firmen geben, die nicht international tätig sind und kein eigenes umfangreiches Risikomanagement aufbauen wollen (Clementi 1999; FSA 1999b).

Parallel zum Fortgang der Beratungen auf Basler Ebene entwickelte sich die FSA zur zentralen Vermittlerin zwischen internationaler Ebene und der City. Teil eines solchen »Schnittstellenmanagements« war die Gründung einer Advisory Group on the Review of the Capital Adequacy Framework im September 1999. Dieses neue Konsultationsforum wird von der FSA gelei-



tet und ist besetzt mit Vertretern der BoE, der BBA, weiterer Verbände wie der Derivatives and Swap Association sowie wichtigen Personen der City. Der neue Gesprächskreis dient dazu, Sitzungen des Basler Komitees, aber auch solche europäischer Gremien vor- und nachzubereiten, nicht zuletzt um den besten Zeitpunkt für nationale Inputs herauszufinden (FSA 1999c). Neben der Koordination der Interessenvermittlung »nach oben« dient das Gremium auch dazu, sich über Fortschritte in Sachen Risikomanagement zu verständigen – so hat die BBA mittlerweile eigene Arbeitsgruppen zur Entwicklung einer Methodologie für interne Ratings eingesetzt und stimmt sich in dieser Sache regelmäßig mit der FSA ab (BBA 1999a).

Zu Beginn des neuen Jahrtausends gestaltet sich die britische Bankenregulierung sehr viel stärker formalisiert, kodifiziert und in Recht eingebettet als noch in den 70er-Jahren – eine Entwicklung, die wesentlich auf die europäische Harmonisierung des Bankenrechts, aber auch auf heimische Bankenrisiken zurückgeht, die erhebliche Aufsichtsdefizite offenbart hatten. Die Zusammenfassung aller Aufsichtsfunktionen über den Finanzsektor in einer neuen Regulierungsbehörde war politischer Wille der Labour-Regierung und eine eher national bestimmte Entscheidung, die in einem unitarischen und durch Einparteienregierung gekennzeichneten politischen System besonders leicht durchsetzbar war. Der Übergang zu einem interaktiven, flexiblen und risikobasierten Regulierungsansatz für die international tätigen Banken entspricht, mit Ausnahme der jetzt größeren Interaktivität und Systematik, im Wesentlichen der britischen Regulierungstradition und stellt daher keine neue Herausforderung dar.

### 6.3 Deutschland – »Gemischte« Regulierung mit Verbandsbeteiligung

Der deutsche Bankensektor wurde seit Mitte der 70er-Jahre mit Folgeproblemen eines zunehmend internationalen Finanzgeschäftes konfrontiert. Größerer Wettbewerb im internationalen Kreditgeschäft, erste Konkurse international tätiger Banken und die internationale Harmonisierung von Regeln setzten das deutsche Modell korporatistischer Selbstregulierung und verbandlicher Abstimmung von Standards der Risikobegrenzung unter neuen Anpassungsdruck. Zunächst konnte dieser noch durch bestehende koopera-

tive Handlungsmuster und Selbstregelungstraditionen aufgefangen und verarbeitet werden:

Der Zusammenbruch des zweitgrößten Privatbankhauses Herstatt im Jahre 1974 war der erste größere Insolvenzfall im deutschen Bankensektor und stellte sowohl für Politik, Regulierungsinstanzen und Banken eine Art traumatische Erfahrung dar. Das Bankhaus hatte Kapital durch spekulative Devisentermingeschäfte am Euromarkt verloren und war unfähig, die Einlagen seiner Kunden zurückzuzahlen. Zudem gerieten eine Reihe kleinerer Banken in Zahlungsschwierigkeiten, als verunsicherte Sparer ebenfalls ihre Einlagen abziehen wollten (»bank run«). Auf internationaler Ebene zeigten Fälle wie Herstatt oder der Zusammenbruch der Franklin National Bank in den USA die Risiken neuartiger Devisengeschäfte auf, die nach der Wechselkursfreigabe des Dollar möglich wurden und außerhalb des Zugriffsbereiches einer heimatischen Aufsichtsbehörde getätigt werden konnten.

Auf nationalem Boden sah der damalige Bundesfinanzminister Apel Handlungsbedarf auf zwei Ebenen. Zum einen sollten zusätzliche Sicherungen zur Vorbeugung vor Bankenkonkursen eingerichtet und die Einlagen der privaten Sparer im Krisenfall besser abgesichert werden. Diese Politik stand im Einklang mit einer Strategie der Deutschen Bundesbank, in Krisensituationen eine »Lender-of-last-resort«-Funktion nicht allein zu erbringen, sondern auf kollektive Rettung durch Banken und deren Verbände zu drängen, an der man sich dann beteiligte. Als zweite Maßnahme strebte man eine vorgezogene Novellierung des *Kreditwesengesetzes* (KWG) an, die offenkundige Aufsichtslücken schließen und das Vertrauen in die Stabilität des Bankensektors wieder herstellen sollte.

Banken und Bankenverbände reagierten auf die Interventionsabsicht der Regierung mit der Gründung neuer beziehungsweise der Aufwertung bestehender Arrangements kollektiver Selbsthilfe. Als Sofortmaßnahme gründeten Bankenverbände und Bundesbank 1974 die Liquiditätskonsortialbank (Liko-Bank), die bei vorübergehender Zahlungsschwäche eines Kreditinstituts, nicht jedoch bei dessen Überschuldung, mit Kapitalhilfen einspringen soll. Diese Bank vergibt Kredite an die bedrohten Banken, legt Gelder bei ihnen an oder kauft Wechsel der betroffenen Kreditinstitute an. Die Liko-Bank wird zu jeweils 30 Prozent von der Deutschen Bundesbank und den drei Spitzenverbänden des deutschen Kreditgewerbes sowie der BfG Bank und der DG Bank getragen. Sie verfügt über ein Stammkapital von 372 Mio. DM; darüber hinaus besteht eine Nachschusspflicht bis zu knapp 1,9 Mio. DM. Anträge auf Liquiditätshilfen können in erster Linie Institute stellen, die

Mitglied in den Spitzenverbänden des deutschen Bankgewerbes sind beziehungsweise den an der Liko-Bank beteiligten Bankengruppen angehören (Büschgen 1993: 81–82).

In Sachen Einlagensicherung schien aus Sicht des Bundesfinanzministeriums deshalb Handlungsbedarf gegeben, weil das Sicherungsniveau der Einlagen bei privaten Banken deutlich unterhalb dem der Kreditgenossenschaften und Sparkassen lag (siehe als Überblick Ronge 1979; Deutsche Bundesbank 1992a; Burghof/Rudolph 1996). Beide Verbundorganisationen hatten bereits in den 30er- beziehungsweise den 50er-Jahren freiwillige Einlagensicherungsfonds aufgebaut, die von ihren jeweiligen Spitzenverbänden (Deutscher Sparkassen- und Giroverband und Bundesverband der Volks- und Raiffeisenbanken) getragen werden und die Spareinlagen faktisch zu 100 Prozent schützen (vgl. Kapitel 3). Hinzu kommen weitere Garantien der jeweiligen Verbände, ihre Mitgliedsinstitute im Krisenfall rückhaltlos zu unterstützen. Diese sind Ausdruck des in beiden Verbundorganisationen ohnehin eingeschränkten Wettbewerbes. Sparkassen sind als Institute mit öffentlichem Status und Auftrag durch die Haftung ihrer öffentlichen Gewährträger geschützt und gleichen existenzgefährdende Verluste eines Sparkasseninstituts durch den Verbund wieder aus. Bei den Kreditgenossenschaften besteht eine diesem Institutsschutz vergleichbare »Nachschusspflicht der Genossen«, die Insolvenzen verhindern soll (Kuntze 1986: 21).

Im privaten Bankensektor bestand ein derartiges Sicherungsniveau naturgemäß nicht. Aus Sicht privater und im Wettbewerb befindlicher Banken bedeuten Kapitalrücklagen zu Sicherungszwecken prinzipiell Geld, das anderweitig nicht investiert werden kann. Insofern existierte erst seit 1966 ein überregionaler Gemeinschaftsfonds des privaten Bankgewerbes, welcher beim Bundesverband der privaten Banken (BdB) als »Feuerwehffonds« errichtet wurde. Angesichts des offenkundigen Versagens dieser bestehenden Sicherungseinrichtung in der Herstatt-Krise forderte der Bundesfinanzminister, unterstützt von der Opposition und dem Bundesrat, die privaten Banken dazu auf, ihren Einlagensicherungsfonds aufzustocken. Andernfalls werde man nach amerikanischem Vorbild eine staatliche Einlagensicherung einführen, in der alle in Deutschland tätigen Banken Zwangsmitglieder wären und eine gesetzlich fixierte Umlage zur Entschädigung der Einleger im Krisenfall zu entrichten hätten (Ronge 1979: 98–99).

Wiederum zogen die Banken eine Selbsthilfelösung der staatlich verordneten Regelung vor. Im Ergebnis entstand wiederum ein Modell quasi-hoheitlicher Selbstregulierung, in dem die Spitzenverbände der drei wichtigsten

Bankengruppen Einlagensicherungsfonds für ihre Mitglieder betreiben und diesen gegenüber Revisionsaufgaben wahrnehmen. Dies gilt auch für den BdB, der zu diesem Zweck einen zwar rechtlich unabhängigen Prüferverband unterhält, der jedoch durch wechselseitige Aufgabenbeilehung sowie partielle Personalidentität in der Geschäftsführung mit dem BdB verbunden ist. Auch für die privaten Banken besteht eine faktische Zwangsmemberschaft in dem vom privaten Bankenverband getragenen Solidarfonds. Rechtlich ergibt sich diese daraus, dass die Mitgliedschaft im Einlagensicherungsfonds quasi Voraussetzung dafür ist, die Erlaubnis des Bundesaufsichtsamtes zum Betreiben des Einlagengeschäftes zu erhalten. Gemäß §32 Abs. 3 KWG muss das Amt zuerst den Prüferverband des privaten Bankgewerbes anhören, bevor es einem Kreditinstitut erstmals diese Genehmigung erteilt. Durch ihre Mitgliedschaft im Einlagensicherungsfonds unterwerfen sich die privaten Banken den quasi-hoheitlichen Befugnissen der Fondsverwaltung, die Informationen über die Geschäfte ihrer Mitglieder an die staatlichen Aufsichtsorgane weitergeben beziehungsweise auch von diesen einholen darf. Der Vorschlag zur Schließung eines Instituts im Insolvenzfall geht ebenfalls in aller Regel vom Prüfverband aus und wird anschließend an das Aufsichtsamt weitergeleitet, das dann zustimmen oder ablehnen kann.

Die Einlagensicherungsfonds finanzieren sich durch eine Mitgliederumlage, die zwischen 0,3 Promille (Bundesverband privater Banken) und 0,5 Prozent (Bundesverband der Volks- und Raiffeisenbanken) des Kundenkreditvolumens beträgt. Sobald die Hälfte des Fondsvolumens erreicht ist, entfällt die jährliche Umlage, und es werden im Bedarfsfall Sonderbeiträge erhoben. Faktisch ist das System ein Solidarmodell der großen Banken mit den kleinen. Die Einlagen einer Deutschen Bank mit einer Bilanzsumme von circa 12 Mrd. DM könnten nie von einem Solidarfonds aufgefangen werden; dennoch zahlt diese die höchste Summe in den Gemeinschaftsfonds ein (Interview 970522). Im Ergebnis sind die Spareinlagen der Fondsmitglieder bis zu 30 Prozent des haftenden Eigenkapitals abgesichert; wird eine mittlere Bank mit etwa 100 Mio. DM an Eigenkapital zahlungsunfähig, könnte jeder private Gläubiger seine Einlagen bis zur Höhe von insgesamt 30 Mio. DM zurückerhalten. Faktisch bedeutet dies einen praktisch vollständigen Einlagenschutz auch bei privaten Banken und damit im internationalen Vergleich ein einmaliges Schutzniveau (Interview 970424b).

Bislang zeigte sich dieses Solidarmodell prinzipiell als fähig, mit der größeren Zahl ausländischer Kreditinstitute auf dem deutschen Markt und wachsendem Wettbewerbsdruck umzugehen. So werden die Filialen oder die Töchter ausländischer Banken, die in Deutschland tätig sind, Mitglied

im BdB sowie in dessen Einlagensicherungsfonds und unterwerfen sich der Revision des deutschen Prüfungsverbandes.<sup>4</sup> Der auf dem deutschen Markt zunehmende Konkurrenzdruck hinterlässt insofern Spuren im bisherigen Solidarmodell, als der Prüfungsverband des BdB seit 1996 die Mitgliedsgebühren enger an den Risikogehalt der getätigten Geschäfte koppelt, damit der Pool der Beitragszahler keine »trojanischen Pferde« mitfinanziert. So teilt der Verband die Fondsmitglieder nach eingehender Prüfung in Risikoklassen ein und staffelt danach deren Gebühren. Nach Einschätzung von Beteiligten liegen diese allerdings immer noch oberhalb einer rein risikobasierten Kalkulation, so dass auch weiterhin ein Umverteilungseffekt besteht (Interview 970522).

Auf die in der Herstatt-Krise offenkundig gewordenen Regulierungslücken reagierte der Gesetzgeber mit der 2. *KWG-Novelle* im Jahre 1976. So wurden die Eingriffsmöglichkeiten des Aufsichtsamtes erweitert; es durfte unter anderem von jetzt an Sonderprüfungen ohne besonderen Anlass anordnen, die Erlaubnis zum Betreiben des Bankgeschäftes leichter zurückziehen sowie im Falle eines drohenden Konkurses auch Zahlungsmoratorien für Banken erlassen. Die wichtigste Neuerung war jedoch die Modifizierung der im KWG fixierten Eigenkapitalgrundsätze durch die Einführung des »Grundsatzes Ia«, nach dem nun erstmals auch die spekulativen Devisengeschäfte einer Bank mit haftendem Eigenkapital unterlegt werden mussten (Fischer 1976).

Darüber hinausgehende Interventionsmaßnahmen erfolgten letztlich nicht. Stattdessen setzte das Bundesfinanzministerium 1975 eine Studienkommission »Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft« ein, die sich mit weitergehenden Implikationen der zurückliegenden Insolvenzfälle für das deutsche Universalbanksystem befasste. Geprüft wurde beispielsweise, ob aus dem Universalbanksystem Machtzusammenballungen oder Interessenkonflikte resultierten und die Eigenkapital- beziehungsweise Liquiditätsausstattung der deutschen Universalbanken auch ausreichend sei. Diskutiert wurden Reformvorschläge wie eine mögliche Verstaatlichung der Banken oder gar die Einführung eines Trennbanksystems nach amerikanischem Vorbild, das auf Geschäftssegmentierung und daraus abgeleiteter Risikobegrenzung basierte. Letztlich kam die Kommission 1979 in ihrem Abschlussbericht zu dem

---

4 Daran wird sich auch nach der Umsetzung der europäischen Einlagensicherungsrichtlinie nichts ändern, denn man geht davon aus, dass die Einlagen der ausländischen Muttergesellschaft durch das dortige Sicherungssystem geschützt sind (Interview 970522).

Schluss, dass das Universalbanksystem erhalten werden solle und etwaigen Aufsichtsmängeln am besten durch Änderungen des Kreditwesengesetzes begegnet werde. Marginale Reformvorschläge richteten sich vorwiegend auf die Forderung nach größerer Transparenz über den Anteilsbesitz der Banken (BMF 1979; vgl. auch Deeg 1999: 56–57).

Seit Ende der 70er-Jahre kam es sowohl auf europäischer wie auf Ebene des Basler Komitees für Bankenaufsicht zu wachsender Koordination und zur Formulierung von Regeln beziehungsweise europäischen Richtlinien der Risikobegrenzung. Allein auf europäischer Ebene wurde 1972 eine noch eher lockere Kontaktgruppe der Vertreter nationaler Aufsichtsorgane gegründet; 1978 wurde daraus der Beratende Bankenausschuss, der noch heute das wichtigste intergouvernementale Koordinations- und Beratungsgremium der Europäischen Kommission in der Frühphase der Richtlinienformulierung ist. Das Gremium gilt als Repräsentationsorgan hochrangiger Vertreter nationaler Finanzministerien, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken. Vorentscheidungen über die Modifikation bestehender Aufsichtsregeln fielen von jetzt an im Wesentlichen auf internationaler Ebene (vgl. Kapitel 4).

Aus deutscher Sicht veränderte sich das Verhandlungssystem aus Aufsicht und Bankenverbänden nun insofern, als insbesondere das deutsche Bundesaufsichtsamt mit der Zeit eine strategische Vermittlerposition im Mehr-Ebenen-System der Entscheidungsfindung entwickelte, die neue Autonomiespielräume gegenüber den Regulierungsadressaten mit sich bringt. Als »gatekeeper« zu den oberen Entscheidungsebenen wird die heimatische Aufsichtsbehörde aus verschiedenen Gründen zur Zielscheibe von Lobbyaktivitäten der Regulierungsadressaten. Zum einen ist »das Amt« nach Ansicht der Banken frühzeitig über Vorhaben auf Basler Ebene wie auch über geplante Richtlinienaktivitäten informiert und verfügt damit über einen ausgeprägten *Informationsvorsprung* etwa gegenüber der Bundesbank, Teilen des Bundesfinanzministeriums und dem Parlament (Interview 970522). Nicht zuletzt, weil Parlamentarier die zunehmend komplexe Regulierungsmaterie und die daraus resultierende Interessenlage der Verbände nicht immer nachvollziehen können, ist der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages nicht mehr der zentrale Ort für Lobbyaktivitäten. Für das Gros der deutschen, überwiegend mittelständisch ausgerichteten Kreditinstitute findet »Interessenvermittlung nach oben überwiegend durch das Amt statt« (Interviews 970522, 970620, 970624b).

Zum Zweiten ist die relative Stärke der Aufsicht auch bedingt durch die *relative Schwäche der nationalen und auch europäischen Bankenverbände*,

wenn es darum geht, private Interessen »nach oben« weiterzutransportieren. Die privaten Banken engagieren sich beispielsweise in dem europäischen Dachverband *Fédération Bancaire* dadurch, dass der *BdB* dort Mitglied ist. Immerhin scheint der Dachverband gegenüber seinen Mitgliedern so durchsetzungsstark zu sein, dass diese keine eigenen Büros in Brüssel unterhalten, um dort selbst Lobbying zu betreiben. Gleichwohl wird der europäische Verband meist erst zu einem späten Zeitpunkt in den Politikformulierungsprozess auf europäischer Ebene eingebunden, oftmals erst dann, wenn ein Kommissionsentwurf, der schon im Beratenden Bankenausschuss als »Mini Ministerrat« diskutiert wurde, bereits vorliegt. Für die deutschen privaten Banken ist der Euroverband als Instrument der Interessenvermittlung nur dann interessant, wenn es darum geht, Detailregelungen von Richtlinien zu beeinflussen. In diesem Fall können bestehende informelle Kontakte des Verbandes zu Referenten etwa der Kommission nützlich sein. Zum Entscheidungsprozess auf Basler Ebene hat der Verband keinen Zugang (Interviews 970618, 970424b).

Drittens schließlich ist die nationale Regulierungsbehörde, insbesondere aber das Bundesfinanzministerium »Herrin des Verfahrens«, kann also (im Rahmen des durch die Aktivitäten in Basel und Brüssel vorgegebenen Konsultations- und Gesetzgebungsprozesses) günstige Zeitpunkte für das Einbringen »nationaler Interessen« bestimmen und auf diese Weise auch Form und Zeitpunkt verbandlicher Intervention in den Politikprozess vorstrukturieren. Diese prozedurale »Gatekeeper«-Funktion erscheint umso zentraler, je größer der Zeitdruck ist, unter dem die Implementation international koordinierter Regeln auf nationaler Ebene steht. Während in den USA und Großbritannien ein Großteil regulativer Neuerungen nicht in Gesetzesform, sondern durch Verlautbarungen oder Kodifizierungen im *Rule Book* der jeweiligen Regulierungsorgane fixiert werden, erfolgte die Umsetzung europäischer Richtlinien in Deutschland durch Novellen des Kreditwesengesetzes. Allein zwischen 1984 und 1994 kam es zu drei Novellierungen des KWG, während es in den zwanzig Jahren davor nur zwei gewesen waren. Nicht zufällig beklagen die deutschen Bankenverbände die gewachsene Regelungsdichte und fordern eine Gesetzespause. Immer kürzer werden die Zeiträume für Konsultationen der Aufsichtsbehörden oder für die Vorbereitung der Anhörungen des Aufsichtsamtes. Zudem müssen die Interessen des deutschen Kreditgewerbes auch zwischen den einzelnen Verbänden und innerhalb des Zentralen Kreditausschusses abgestimmt werden, wenn man gegenüber den staatlichen Behörden in einer stärkeren Position sein will (Interviews 970509, 970522). Wir werden sehen, dass es den Aufsichtsorga-

nen vor diesem Hintergrund prinzipiell leichter fallen kann, eine eher rigide Implementation von EU-Richtlinien beziehungsweise -Standards zu erreichen.

Jenseits dieser Veränderungen von Strukturen und Verfahren regulativer Entscheidungsprozesse ergab sich inhaltlich bis zu Beginn der 90er-Jahre jedoch nur ein geringer Anpassungsdruck auf das deutsche Regulierungsmodell. Deutschland verfügte im internationalen Vergleich über recht fortgeschrittene Standards der Bankenregulierung, die nicht die Bilanzsumme, sondern die Finanzrisiken einer Bank zur Grundlage der Eigenkapitalberechnung nahmen. Deshalb folgten die in Basel und Brüssel koordinierten Harmonisierungsschritte lange Zeit ohnehin dem, was auf deutscher Seite bereits vorhanden oder in Planung war (Glüder 1995a und b).

So wurden in der 3. *KWG-Novelle von 1984* die von Basel im Jahre 1979 verabschiedeten Empfehlungen zur konsolidierten Aufsicht ebenso wie die Erste Konsolidierungsrichtlinie aus dem Jahr 1983 umgesetzt. Dadurch wurde das seit 1981 bestehende »gentleman's agreement« zwischen Aufsicht und Banken formalisiert, in dem sich die Banken freiwillig bereit erklärten, gegenüber den Aufsichtsorganen die konsolidierten Ergebnisse ihrer deutschen und ausländischen Tochterfirmen offen zu legen (OECD 1983: 90; Arnold 1985). Im Rahmen der 4. und 5. *KWG-Novelle von 1993 und 1994* wurden die europäischen Richtlinien zur Festlegung des Eigenmittelbegriffes und des Solvabilitätskoeffizienten umgesetzt beziehungsweise die bestehende Maxime der Vollkonsolidierung noch weiter spezifiziert. Aus deutscher Sicht war der Anpassungsdruck deshalb gering, weil die Grundlage des heimischen Regulierungsmodells zunächst erhalten blieb – nämlich der in den §§10 und 12 KWG fixierte Grundsatz, den Umfang risikobehafteter Geschäfte durch das jeweils vorhandene Eigenkapital zu beschränken. Solange diese Geschäfte überwiegend kreditbezogen waren und ihre Risiken in »bewährter« Form kalkulier- und quantifizierbar waren, konnte man den bestehenden Grundsatz variabel veränderten Rahmenbedingungen anpassen: Im Rahmen der 3. *KWG-Novelle* wurden erstmals Eigenkapitalausstattung und Kreditvergabe sowohl von Mutter- als auch Tochterbanken einer einheitlichen Betrachtung gemäß der somit definierten Risikonorm unterzogen.<sup>5</sup> Die 4. *KWG-Novelle* brachte eine Neufassung des Eigenkapitalbegriffes im Sinne des in Basel verabschiedeten Akkords. Man erweiterte den Kreis der in diesen Grundsatz einbezogenen Risikoaktiva, so dass Kreditinstitute jetzt auch die Möglichkeit erhielten, den vorhandenen Eigenkapital-

---

5 Hiernach durften Ausleihungen das 18-fache des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen.



bedarf durch eine größere Palette von Instrumenten abzudecken als bisher (Deutsche Bundesbank 1993a).<sup>6</sup> Mit der 5. *KWG-Novelle* schließlich wurden Höchstgrenzen für die Kreditvergabe gesenkt und die Eigenkapitalunterlegung für die Erteilung von Großkrediten neu festgeschrieben (vgl. Gröschel 1993). Für das bestehende System korporatistischer Abstimmung von quantitativen Standards der Risikobegrenzung bedeuteten diese Veränderungen eine Erweiterung des Eigenkapitalbegriffs und damit der Verhandlungsmasse, wobei den Interessen der einzelnen Institutsgruppen nun zunehmend durch Detailregelungen Rechnung getragen wurde. Solange aus diesen Abstimmungsprozessen jedoch standardisierte Lösungen hervorgingen, die für alle Beteiligten gleichermaßen bindend und durch verbandliche Kollektivorgane überwachbar waren, wurde das bestehende System von Interessenvermittlung und Regulierung nicht in Frage gestellt. In den 90er-Jahren sollte sich diese Situation jedoch ändern.

Strukturveränderungen im internationalen Finanzgeschäft, ein wachsender Wettbewerbsdruck durch die europäische Währungsunion sowie eine aktive Wettbewerbspolitik der EU-Kommission lassen das bislang kooperative Modell des deutschen Gruppenwettbewerbes nicht länger unangetastet. Die Aufwertung des provisionsbezogenen Wertpapierhandels zu Lasten des Kredit- und Einlagengeschäftes trifft Sparkassen und Kreditgenossenschaften besonders, weil die Gewinnmargen in dem auf Privatkunden und Mittelstandsfinanzierung ausgerichteten Geschäftsbereich weiter sinken, während neue Kompetenzen im Wertpapiergeschäft nur schwer aufgebaut werden können. Demgegenüber richten die Großbanken (wie die Deutsche oder die Dresdner Bank) ihre Geschäftsstrategie auf den weiteren Ausbau des Investmentbanking für den globalen Markt und planen mittelfristig die Aufgabe ihrer Identität als rundum tätige Universalbank (FAZ vom 22.2.2000: 20). Sowohl private als auch öffentliche Banken geraten bei sinkenden Gewinnmargen unter steigenden Kostendruck. In den beiden Verbundorganisationen führt dieser zu Diskussionen über die erforderliche Mindestgröße und begünstigt Konzentrationstendenzen, die den ausgeprägt dezentralen Charakter der Verbände in Frage stellen. Für die privaten Banken wird das Eigenkapital hingegen zu einer kritischen Größe, weil unter zugespitzten

---

6 Neu war für die Deutschen die Unterscheidung zwischen Kern- und Ergänzungskapital. Zu ersterem zählen alle Eigenmittelbestandteile, die dem Kreditinstitut uneingeschränkt und sofort zur Verfügung stehen; letzteres umfasst überwiegend Eigenkapitalelemente in Form nachrangiger Verbindlichkeiten wie Sparbriefe, Obligationen oder Immobilienbesitz.

Konkurrenzbedingungen immer mehr verdient werden muss, um das Kernkapital zu erhalten. Umso kritischer bewertet der private Bankensektor nun vermeintliche Privilegien des öffentlichen Bankensektors wie die Anstaltslast und Gewährträgerhaftung, welche den Sparkassen und Landesbanken Refinanzierungsvorteile, beispielsweise durch bessere Ratings einbringen. Zwar war der öffentliche Status und die dadurch bedingten Eigenkapitalersparnisse immer schon eine Quelle wettbewerblicher Spannungen zwischen den Bankengruppen;<sup>7</sup> neu jedoch ist, dass die privaten Banken jetzt auf das europäische Wettbewerbsrecht zurückgreifen können, um die Legitimität des öffentlichen Bankensektors in Zweifel zu ziehen. Nach einer Beschwerde des BdB, die dieser 1994 zusammen mit den britischen und französischen Verbänden privater Banken vortrug, prüfte die Europäische Kommission den Vorwurf illegaler Beihilfen des Landes NRW an die Westdeutsche Landesbank (WestLB). So hatte die Landesregierung dem Institut 1992 eine Kapitalspritze in Form landeseigenen Wohnungsbauvermögens zu einem Minimalzins von 0,6 Prozent zur Verfügung gestellt. Im Juli 1999 entschied die EU-Kommission, dass die WestLB Beihilfen in Höhe von knapp 1,6 Mrd. DM an das Land NRW zurückzahlen muss. Diese Entscheidung hat Signalwirkung für andere deutsche Bundesländer, in denen ähnliche Praktiken üblich sind. Parallel zu diesem Fall wird außerdem geprüft, ob Anstaltslast und Gewährträgerhaftung als Besonderheit der deutschen Kreditwirtschaft eine unzulässige Beihilfe des Staates an die öffentlichen Banken darstellen. Bislang erwiesen sich die deutschen Bundesländer als die engsten Verbündeten der Landesbanken und erklärten sogar, den Prozess der EU-Osterweiterung im Bundesrat zu blockieren, falls Brüssel die Landesbanken nicht in Ruhe lasse. Die Bundesregierung hingegen versucht, in diesem eskalierten Konflikt zwischen Brüssel und den Ländern zu schlichten, weil sie den europäischen Integrationsprozess nicht weiter behindern will (vgl. umfassender dazu Lütz 2000: 159–160).

Die Vorgehensweise des privaten Bankenverbandes mag Indiz eines neuen, zumindest fallweise konfrontativen Stiles im Umgang der deutschen Bankenverbände miteinander sein. Gemeinsame Stellungnahmen des ZKA

---

7 So etwa bei der 3. KWG-Novelle von 1984, als die Sparkassen als Kompensation für den Abbau ihrer Steuerprivilegien einen so genannten »Haftungszuschlag« forderten, der ihnen auf Grund der Gewährträgerhaftung durch Bund und Länder Ersparnisse bei der Bildung von Eigenkapitalrücklagen einbringen sollte. Dieser Vorschlag wurde heftig von Geschäfts- und Genossenschaftsbanken bekämpft. Der Konflikt wurde dadurch gelöst, dass im Rahmen der KWG-Novelle »Genussscheine«, die von allen Bankengruppen genutzt werden konnten, als Eigenkapitalbestandteil anerkannt wurden (vgl. Deeg 1999: 58–60).

werden zwar nach wie vor erarbeitet, erscheinen jedoch nach Ansicht von Beobachtern mehr und mehr »inhaltsleer«. Tatsache ist, dass die nun zunehmend differierenden Geschäftsstrategien global ausgerichteter Großbanken auf der einen und der weiterhin mittelständisch orientierten Sparkassen und Kreditgenossenschaften auf der anderen Seite heterogene Interessen, auch in Regulierungsfragen mit sich bringen. Nicht immer, aber immer häufiger führen diese zu wechselnden Koalitionsbildungen im Lager der deutschen Bankenverbände. Sichtbar wurde dies Mitte der 90er-Jahre beim Übergang zu einem eher qualitativen, individualisierten und auf Beteiligung der Marktteilnehmer ausgerichteten Ansatz der Bankenregulierung.

Gemäß der Basler Beschlüsse sollte sich die Nutzung bankeigener Modelle zur Berechnung der Eigenkapitalrücklagen zunächst nur auf die mit Wertpapierhandelsgeschäften verbundenen *Marktrisiken* beziehen. Anders als in bisherigen Situationen der Implementation internationaler Vereinbarungen verfügten die nationalen Akteure jetzt über ein höheres Maß an Flexibilität. Dies lag daran, dass die Basler Vorgaben keinen quantitativen Standard enthielten, sondern eine Mischung aus quantitativen und qualitativen Mindestanforderungen an Modelle und an die interne Organisationsstruktur der Banken darstellten, die es auszufüllen galt. Hinzu kam, dass die Novelle der europäischen Kapitaladäquanzrichtlinie (CAD II), welche die Anwendung der internen Modelle zur Eigenkapitalberechnung erlaubte, noch nicht vorlag. Jedoch hatte man mit der Kommission vereinbart, die Basler Empfehlungen im Vorgriff auf die kommende Richtlinie umzusetzen, um den Zeitplan für den Modelleinsatz (Januar 1998) einhalten zu können.

Die deutschen Aufsichtsinstanzen nutzten diese Situation relativer Flexibilität dazu, die Basler Empfehlungen restriktiver auszulegen als im Wortlaut vorgesehen. Dieses zeigte sich bei den Vorarbeiten zur 6. *Novellierung des KWG*, durch die die europäischen Richtlinien zur Kapitaladäquanz<sup>8</sup> und zu den Wertpapierdienstleistungen<sup>9</sup> umgesetzt werden. So enthielt der Diskussionsentwurf der bundesdeutschen Behörden die Auflage zur täglichen Berechnung der Eigenmittelquote und deren Meldung an das Aufsichtsamt –

---

8 Da Deutschland die Frist für die Umsetzung der Ersten Kapitaladäquanzrichtlinie, die noch einen Standardansatz für die Bemessung der Marktrisiken verfolgte, nicht einhalten konnte, wurden in der 6. KWG-Novelle bereits die neuesten Basler Empfehlungen berücksichtigt.

9 Wie an anderer Stelle bereits erwähnt, erhalten Wertpapierhäuser mit der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie die europaweite Dienstleistungsfreiheit. Damit unterstehen jetzt auch erstmals mehrere tausend deutsche Finanzdienstleister der Solvenzaufsicht des Bundesaufsichtsamtes für Kreditwesen.

eine Bestimmung, die in europäischen Normen nicht enthalten war und heftige Kritik von deutschen Banken und Industrie hervorrief (Handelsblatt vom 13.8.1996: 32).

Dass die Aufsicht insgesamt eine restriktive Umsetzung der Basler Empfehlungen erreichen konnte, lag nicht zuletzt daran, dass das Kartell der Bankenverbände in Gesprächen über die Ausgestaltung des In-house-Ansatzes nicht mehr so geschlossen aufgetreten war wie bisher. Als sich das Bundesaufsichtsamt letztlich erfolgreich auf Basler Ebene für die Einführung des Multiplikators eingesetzt hatte, der die selbst errechnete Kapitalsumme letztlich erhöhte, wurde sie darin vom Deutschen Sparkassenverband und vom Verband öffentlicher Banken unterstützt, vom Verband der privaten Banken hingegen heftigst kritisiert (Handelsblatt vom 2.8.1995: 27). Eine ähnliche Koalitionsbildung zeigte sich auch bei der Amtsverlautbarung in Sachen qualitativer Mindestanforderungen, die allein vom privaten Bankenverband als überzogen kritisiert wurde, jedoch die Zustimmung aller übrigen Verbände fand (Handelsblatt vom 3./4.11.1995: 39).

Diese Interessenkonflikte weisen darauf hin, dass die bewährten kollektiven Lösungen den Beteiligten nicht mehr unter allen Umständen angemessen erscheinen. Zwar schätzen sowohl deutsche Großbanken als auch die eher national beziehungsweise lokal orientierten Kreditinstitute standardisierte Formen der Risikobegrenzung, weil diese Wettbewerbsverzerrungen durch Überregulierung der staatlichen Aufsicht vermeiden und zudem einfach zu handhaben sind. Wenn jedoch Eigenkapital unter Bedingungen globaler Konkurrenz zu einer immer kritischeren Größe wird, sind es in erster Linie die Großbanken, die ihre Eigenkapitalkosten unter allen Umständen senken wollen und die bereit sind, hierfür auch die Entwicklung komplexer statistischer Modelle zur Kapitalberechnung in Kauf zu nehmen. Für das eher national ausgerichtete Bankensegment, das ohnehin kaum im Wertpapierhandelsgeschäft präsent ist, besteht wenig Bedarf für Investitionen in diese know-how-intensive Modelltechnologie. Da die Basler Empfehlungen es den Banken freistellen, ob sie ihre Kapitalrücklagen für Wertpapiergeschäfte auf Modellbasis oder in standardisierter Form berechnen, wird sich in Deutschland eine *Koexistenz unterschiedlicher Regulierungstechniken* herausbilden.

Prinzipiell noch größere Differenzierungsprozesse sind zu erwarten, wenn die jüngsten Basler Vorschläge vom Juni 1999 auf nationaler Ebene implementiert werden. Hiermit ist zwar nicht vor dem Jahre 2004 oder sogar 2005 zu rechnen; jedoch verweisen die in der Konsultationsphase von »Basel II« stattgefundenen kontroversen Diskussionen auf die Bedeutung dieser ange-

dachten Reform für den deutschen Bankensektor. Der Kern der neuen Vorschläge liegt in einer flexibleren Möglichkeit der Eigenkapitalberechnung, nicht nur für die Risiken des Wertpapiergeschäftes, sondern auch für solche des klassischen *Kreditgeschäftes*. Eine flexiblere und stärker risikoorientierte Form der Eigenkapitalberechnung soll dadurch erreicht werden, dass die Eigenkapitalrücklagen in Zukunft von der Güte (Bonität) des jeweiligen Schuldners abhängig sind und diese mittels internem oder externem *Rating* erhoben wird (vgl. Kapitel 4). Da das Kreditgeschäft immer noch das Kerngeschäft für das Gros der deutschen Kreditinstitute bildet, andererseits nur ein geringer Teil der deutschen Unternehmen über ein externes Rating verfügt, drängten die deutschen Aufsichtsbehörden bei den Verhandlungen auf Basler Ebene und die deutschen Großbanken innerhalb des IIF massiv und letztlich erfolgreich darauf, auch *interne* Ratings als Methode der Risikokalkulation und Kapitalberechnung zuzulassen. Dadurch werde dem Erfahrungswissen, das deutsche Institute durch die Längerfristigkeit ihrer Beziehungen zu Schuldnern über deren Bonität besitzen, bei der Regulierung eher Rechnung getragen.

Entsprechend der Konzeption des neuen Regulierungsmodells ist auch in Deutschland eine je nach Größe und Geschäftsausrichtung der Bank differenzierte Implementation von Basel II zu erwarten. Während sich die größeren, global ausgerichteten Institute auf die Entwicklung eigener Modelle der Risikokalkulation konzentrieren oder auf immer mehr »geratete« Schuldner aus dem Ausland treffen, werden sich nach Schätzung der deutschen Aufsichtsbehörden mehr als 50 Prozent der deutschen Kreditinstitute für die Nutzung interner Ratings zur Eigenkapitalberechnung entscheiden, und eine weitere Gruppe von Instituten wird das bisherige Standardverfahren wählen (Financial Times Deutschland vom 18.12.2000: 18). Bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften übernehmen die jeweiligen Verbände die Aufgabe, eine Software zur Verwaltung der internen Ratings zu entwickeln und deren Implementierung in jeder Bank zu begleiten. So plant der Deutsche Sparkassen- und Giroverband (DSGV), im gesamten Verband ein einheitliches »Adressenausfallrisiko-Modell« als interne Rating-Technologie zu entwickeln (FAZ vom 29.11.2000: 52). Viele deutsche Banken verfügen zwar über »Kreditakten« ihrer früheren Schuldner, jedoch sind diese nicht immer in Form einer elektronischen Datenverarbeitung zusammengeführt worden und daher nicht einfach abrufbar. Von daher benötigen die deutschen Institute auch die ausgehandelte Übergangsfrist bis zum Inkrafttreten von Basel II, um die für die interne Rating-Technologie erforderlichen historischen

Zeitreihen in Sachen Schuldnerbonität aufzubauen (Financial Times Deutschland vom 17.1.2001: 20). Kleinere Privatbanken, die keine so weit gehende Unterstützung durch den BdB erfahren und ebenfalls wenig eigene Ressourcen haben, sind von daher in einer schlechteren Situation. Ob durch die Einführung der Rating-Technik bei der Eigenkapitalberechnung die Kreditfinanzierung für den deutschen Mittelstand teurer wird, kann derzeit noch nicht abschließend beurteilt werden. Einerseits bestehen Ausnahmeregelungen für das Kleinkundensegment; andererseits befürchten Branchen wie der Maschinenbau und die Bauwirtschaft, deren Geschäft zyklisch schwankt und daher ausfallgefährdet ist, dass die kreditgebenden Banken ihr Portfolio zu ihrem Nachteil umschichten (FAZ vom 29.11.2000: 58). In jedem Fall ist damit zu rechnen, dass Banken bei der Kreditvergabe kostensensitiver werden, die Kundenbeziehungen nach bestimmten Standards bewerten und sich fragen, ob die Kreditkonditionen auch dem jeweils eingegangenen Risiko entsprechen. Da Deutschland im Vergleich zu seinen europäischen Nachbarn bislang sehr günstige Kreditkonditionen hatte, ist eine Verteuerung von »Hausbankkrediten« nicht auszuschließen (FAZ vom 29.11.2000: 52).

Zusammengenommen bedeutet der Übergang zu einem eher flexiblen und auf individuelle Lösungen ausgerichteten Regulierungsansatz das Ende der bislang praktizierten *Gleichbehandlung* aller Institutsgruppen durch die staatliche Aufsicht. Wenn die Absicherung von Kreditrisiken in Zukunft von der Bonität der jeweiligen Schuldner abhängt, scheint zudem die bisherige Regel durchbrochen, nach der »gleiche Geschäfte auch gleichen Regeln«, die an klaren und einklagbaren Rechtsnormen ausgerichtet werden, unterworfen sind. Deutsche Bankenaufsicht war bislang jedenfalls eine hoheitliche, gewerbepolizeiliche Aufgabe, die an die Rechtsförmigkeit des Verwaltungsrechts gebunden ist. Von nun an gilt jedoch: Je globalisierter die Art des Finanzgeschäftes, desto individualisierter ist tendenziell auch eine regulative Lösung und desto größer ist prinzipiell auch die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Regulierungsadressaten. Verbände wie der Bundesverband privater Banken haben nun größere Probleme, die zunehmend heterogenen Interessen ihrer Mitglieder zu integrieren oder gar nach außen zu vertreten. Während Global Players oder auch Privatbanken, die auf den Wertpapierhandel spezialisiert sind, ein erhebliches Interesse an der Entwicklung ausgefeilter Modelle und Techniken des Risikomanagements haben, um ihre (wettbewerbssensitiven) Eigenkapitalkosten zu senken, scheuen eher national ausgerichtete Kreditinstitute wie kleinere Privatbanken die Kosten einer solchen Risikotechnologie und bevorzugen wie die

Sparkassen und Kreditgenossenschaften auch eher einfache und handhabbare Standards.

In dem neuen Aufsichtsmodell spielt der Staat nun eine weitaus aktivere Rolle als bisher und muss dies auch tun, will er nicht Gefahr laufen, der Bankenseite von vornherein das regulative Feld zu überlassen. Zumindest bezogen auf das Marktsegment der Global Players treten bilaterale Kooperationsprozesse zwischen Aufsicht und Banken an die Stelle einer kollektiven Selbstregulierung »im Schatten der Hierarchie«. Im Zuge dieses »supervisory review process« werden Regeln entwickelt, überprüft und gegebenenfalls wieder modifiziert, so dass die Grenzen zwischen Regelbildung und der Überwachung ihrer Einhaltung zusehends verschwimmen. Die deutsche Bankenaufsicht begreift ihre neue Rolle als »Qualitäts-TÜV«, der bank-eigene Ratings oder Modelle der Risikobemessung im Einzelfall auf ihre Prognosegüte hin testet und zu einem späteren Zeitpunkt eventuell miteinander vergleicht. Diese neue, angelsächsischen Vorbildern nachempfundene Aufsichtspraxis stellt die deutsche, durch das Juristenmonopol gekennzeichnete Aufsichtsverwaltung vor erhebliche Herausforderungen. Um Experten der Banken fachlich gewachsen zu sein, gründete das deutsche Bundesaufsichtsamt eine mit Statistikern und Ökonomen besetzte neue Abteilung und führt Schulungen des Aufsichtspersonals in den Zentralen deutscher Großbanken durch. Seit Januar 1998 besuchen Dreier-Teams aus Vertretern des Aufsichtsamtes, der Bundesbank und der Landeszentralbanken erstmals die Banken und nehmen sowohl In-house-Modelle als auch das bankeigene Risikomanagement unter Aspekten der Risikobegrenzung ab (Interviews 970319, 970429). Gleichwohl bleiben dem Bundesaufsichtsamt, das insgesamt 640 Stellen zur Verfügung hat, durchschnittlich nur zwei Personen, um einen Konzern wie die Deutsche Bank zu beaufsichtigen. Vor diesem Hintergrund forderte der Vorsitzende des Aufsichtsamtes eine Verdoppelung des Personals auf mindestens 1.200 Beschäftigte und die Einstellung von 50 Risikospezialisten. Bislang verhinderte jedoch die Besoldungsstruktur des öffentlichen Dienstes das erfolgreiche Anwerben von fachlich qualifiziertem Personal aus der Wirtschaft (Handelsblatt vom 19.8. 1999: 23 und vom 20./21.10.2000: 21).

Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund entstanden Überlegungen zur Neustrukturierung der Aufsichtskompetenzen über den nationalen Bankensektor. Zunächst konzentrierten sich diese darauf, die Zuständigkeit für die Bankenaufsicht auf die Bundesbank und die Landeszentralbanken zu verlagern, die nach dem Verlust geldpolitischer Kompetenzen an die Europäische

Zentralbank (EZB) nun nach neuen Aufgaben sucht. So könnten vorhandenes Personal und Regulierungswissen genutzt, und die Landeszentralbanken in den supervisory review process eingebunden werden (Handelsblatt vom 15./16.9.2000: 46 und vom 27.11.2000: 31). Bis jetzt ist die Zentralbank nur Informationslieferant für das Bundesaufsichtsamt für das gesamte Kreditwesen (BAKred), dem sie statistisches Material bereitstellt; Aufsichtsentscheidungen werden allein vom Amt getroffen. Von Seiten des Bundesaufsichtsamtes wurde dieser Vorstoß einer solchen »feindlichen Übernahme« entsprechend abgelehnt. Im Januar 2001 kündigte Bundesfinanzminister Eichel überraschend und entgegen der Wünsche der Bundesbank an, die Aufsichtsfunktionen für Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen zu einer »Allfinanzaufsicht« in der Organisationsform einer Anstalt öffentlichen Rechts integrieren zu wollen. Eichel argumentierte insbesondere mit der Flexibilität, die ein aus dem Bundeshaushalt ausgegliedertes Budget für die Rekrutierung qualifizierten Personals mit sich bringe. Argumente, die vor dem Hintergrund anspruchsvollerer Aufgaben des Risikomanagements in der Bankenaufsicht und der Notwendigkeit zur Einwerbung qualifizierten Personals aus der Praxis erheblich ins Gewicht fielen. Die Bundesbank würde im Zuge der Reformpläne eine »straffere Struktur« erhalten, 4.500 von 16.000 Mitarbeitern einsparen müssen und ein neues sechsköpfiges Direktorium bilden, in dem die Landeszentralbanken nicht mehr vertreten sind. Der Bundesbankpräsident würde als Kopf einer zentralisierteren Institution gestärkt und könne deshalb bei geldpolitischen Entscheidungen der Europäischen Zentralbank (EZB) »mit einer Stimme sprechen« (Financial Times Deutschland vom 26.1.2001: 1, 29). Nicht verwunderlich, dass die Reformpläne von den Großbanken begrüßt, jedoch sowohl von der Bundesbank als auch einigen Bundesländern wie Hessen, NRW und auch Bayern abgelehnt wurden. So befürchtete die Bundesbank, ihre Aufsichtskompetenzen über den Bankensektor ganz zu verlieren, während die Länder der Auflösung ihrer Landeszentralbanken (LZBs) entgegensahen (FAZ vom 12.4.2001: 13; Handelsblatt vom 6.2.2001: 32; Financial Times Deutschland vom 26.1.2001: 1). Obwohl die beiden Reformvorhaben der Form nach »Einspruchsgesetze« sind, die im Bundesrat nicht zustimmungspflichtig sind, benötigte der Finanzminister dennoch Zustimmung von Länderseite. Zum einen kann der Bund nach Art. 87, Abs. 3 GG zwar Bundesoberbehörden und Anstalten öffentlichen Rechts wie etwa eine »Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht« durch Bundesgesetz errichten, braucht jedoch die Zustimmung des Bundesrates, um diese mit bundeseigenen Mittel- oder Unterbehörden auszustatten. Zum anderen besteht im Fall von Einspruchsgesetzen die Möglichkeit, dass



der Bundesrat den Bundestagsentwurf mit Zwei-Drittel-Mehrheit ablehnt und der Finanzminister wiederum ebenfalls eine (nicht vorhandene) Zwei-Drittel-Mehrheit des Bundestages benötigte, um diesen Einspruch zurückzuweisen. Letztlich gelang es Finanzminister Eichel, sowohl die Bundesbank auf seine Seite zu ziehen, als auch eine ausreichende Zahl von Bundesländern vom Reformentwurf zu überzeugen, denn im März 2002 wurde die Bundesbankreform vom Bundesrat verabschiedet. Der Bundesbank wurde die Beibehaltung des Status quo, nämlich der Erhalt ihrer Aufsichtskompetenzen über den Bankensektor zugesichert. Den Ländern gestand Eichel zu, keine Landeszentralbanken aufzulösen, sondern deren Zahl bei neun zu belassen. Gleichzeitig wurden die LZBs in Hauptverwaltungen der Bundesbank umgewandelt, auf deren Leitung die Länder keinen Einfluss mehr besitzen. Der Zentralbankrat der Bundesbank wird von bisher fünfzehn Mitgliedern auf einen achtköpfigen Vorstand verkleinert, wobei die Präsidenten der LZBs dort nicht mehr vertreten sind; allerdings dürfen die Länder künftig vier der acht Bundesbankvorstände ernennen (Financial Times Deutschland vom 25.3.2002: 10; FAZ vom 23.3.2002:13). Insgesamt zeichnet sich auch im Bankensektor eine verstärkte Zentralisierung und Straffung der nationalen Regulierungsstruktur ab, die zumindest in Bezug auf die Bundesbankreform und die Entmachtung der Landeszentralbanken europäischen Einflüssen geschuldet ist.

## 6.4 Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich

Seit Mitte der 90er-Jahre setzt sich in allen untersuchten Ländern ein neues Modell der Bankenregulierung durch, das im Kern eine *Differenzierung der Regulierungstechniken* je nach Größe, Risikostruktur einzelner Banken und nach deren vermuteter Gefahr für Dritte im Falle eines Konkurses beinhaltet. Formen der *gemischten Regulierung*, also bilateraler Kooperationen zwischen Aufsichtsorganen und einzelnen Banken im Aufsichtsprozess kennzeichnen von jetzt an das global ausgerichtete Firmensegment. Banken übernehmen mehr Selbstverantwortung für Kalkulation und Absicherung ihrer Geschäftsrisiken. In den USA und Großbritannien geht diese Entwicklung einher mit dem vorsichtigen Rückzug staatlicher Hilfen im Krisenfall, wie einem jetzt restriktiveren Einsatz der staatlichen Einlagensicherung in den USA oder der »Lender-of-last-resort«-Hilfen in Großbritannien. Staaten überwachene Prozesse privater Selbstevaluation jetzt intensiver und greifen dabei

auf ein immer umfangreicheres Regulierungsinstrumentarium zurück. Darin spielen qualitative und interaktive Elemente, wie Besuche der Aufsichtsorgane in den Banken und die Berücksichtigung bankeigener Organisationsstrukturen in Sachen Risikomanagement eine wichtige Rolle. Je kleiner die Bank und je lokal orientierter deren Geschäft und Risikostruktur, desto standardisierter und weniger interaktiv gestaltet sich der Regulierungsprozess. Damit setzt sich auch im Bankensektor zumindest in den 90er-Jahren, vermittelt über Aushandlungen auf Basler und Brüsseler Ebene, ein amerikanisches Regulierungsmodell durch, welches im Kontext einer längeren Stabilitätsphase auf dem Heimatmarkt entwickelt wurde und Ausdruck der »Gefangennahme« der amerikanischen Regulierungsbehörden durch ihre Klientel der Großbanken ist. Für ein Land wie Deutschland, dessen Regulierungsphilosophie bislang in der Gleichbehandlung aller Regulierten und der standardisierten, teils verbandlichen Überwachung der deutschen Institute bestand, bedeutet dieser Konvergenzprozess eine besondere Herausforderung.

Nationale *Unterschiede* zeigen sich bezüglich der Akteure, die Transformationsprozesse angestoßen haben, hinsichtlich der Kompetenzverteilung innerhalb der jeweiligen Regulierungsstruktur und auch bezüglich der Arenen, in denen Regulierungskonflikte ausgetragen werden (vgl. Schaubild 6-1):

Gab es im bislang fragmentierten Regulierungsmodell der USA keinen *Akteur*, der Prozesse der Re-Regulierung hätte wesentlich beeinflussen können, so erhielten die Regulierungsbehörden des Bundes mit der Zeit eine stärkere Position, die es möglich machte, innenpolitische Widerstände gegenüber Re-Regulierungsbestrebungen zu überwinden. Krisensituationen offenbarten Regulierungsmängel im Segment der international tätigen »national« und »money centre banks« und schufen ein interventionsfreundliches Klima im Kongress. OCC und insbesondere die Fed wurden seit den 70er-Jahren nicht zuletzt durch Prozesse internationaler Koordination von Standards der Bankenregulierung auf heimischem Boden gestärkt – mit dem Verweis auf internationale Verpflichtungen konnte man Widerstände der eigenen Bankenlobby im Kongress gegenüber Maßnahmen der Re-Regulierung leichter überwinden.

In einem durch fragmentierte Zuständigkeiten und eine Vielzahl von Vetospielern gekennzeichneten politischen System wie dem der USA sind größere institutionelle Umstrukturierungen schwierig. Entsprechend stabil erweist sich auch die Verteilung von Regulierungskompetenzen auf die jeweiligen Aufsichtsorgane. Insgesamt zeichnet sich jedoch eine Gewichtsverlagerung auf die Regulierungsbehörden des Bundes und damit eine Zentralisierung der *Regulierungsstruktur* ab. Sichtbar ist diese in (krisenbedingt)

Schaubild 6-1 Bankensektor: Die neuen Regulierungsmodelle im Vergleich

	USA	Großbritannien	Deutschland
Neues Regulierungsmodell	Gemischte Regulierung mit föderaler Beteiligung	Gemischte Regulierung	Gemischte Regulierung mit Verbandsbeteiligung
Regulierungsstruktur	stärker zentralistisch	zentralistisch	zentralistisch
Staatliche Regulierungsakteure	Bund (OCC, FDIC), unabhängige Zentralbank und Einzelstaaten	unabhängige Regulierungsbehörde (FSA)	Obere Bundesbehörde (BAKred) ab 1.5.2002 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unabhängige Zentralbank
Private Regulierungsakteure	Global Players	Global Players	Global Players, Spitzenverbände des Kreditgewerbes
Regulierungsinstrumente	Lizenzvergabe und -entzug differenzierte Eigenkapitalrücklagen Berichtspflichten »off-site examination« »on-site inspection« »supervisory review process« Einlagensicherung »lender of last resort«	Lizenzvergabe und -entzug differenzierte Eigenkapitalrücklagen Berichtspflichten Managementinterviews »on-site inspection« »supervisory review process« Einlagensicherung »lender of last resort«	Lizenzvergabe und -entzug Melde- und Anzeigensystem differenzierte Eigenkapitalrücklagen »on-site inspection« »supervisory review process« verbandliche Geschäftsprüfung Einlagensicherung
Regulierungsphilosophie	Differenzierung	Differenzierung	Differenzierung
Marktstruktur	stärker zentralistisch	zentralistisch	dezentral, jedoch integriert durch Verbundorganisationen
Zentrale Akteure im Transformationsprozess	Bund (OCC, FDIC) und Zentralbank	Regierung und Zentralbank	Bund (BAKred und Zentralbank)
Konfliktarena	Kongress	Parlament	Pluralisiertes Policy-Netzwerk

erweiterten Kompetenzen der Bundesregulatoren oder deren wachsenden Koordination untereinander.

Der amerikanische Bankenmarkt ist seit den 90er-Jahren durch *Konzentrationsbestrebungen* gekennzeichnet, durch die die Zahl der kleineren »state banks« stetig schrumpft, jedoch die der Bankenholdings steigt. Diese neuen Finanzkonglomerate sind nicht nur in mehreren Einzelstaaten, sondern teils auch in unterschiedlichen Subsektoren des Finanzsektors aktiv. Folge dieser marktmäßigen Integration ist nicht nur die Stärkung der Fed als das für die Bankenholdings zuständige Regulierungsorgan, sondern auch eine wachsende sektorübergreifende Koordination der betreffenden Aufsichtsbehörden.

In *Großbritannien* wurde der regulative Umbau lange Zeit von der BoE vorangetrieben, die im Zuge immer neuer Krisen auf heimischem Boden inkrementelle Reformen anstieß. Weiter gehende Maßnahmen der Re-Regulierung ergriff die Zentralbank jedoch aus Wettbewerbsgründen nicht, denn bisher hatte der internationalisierte Londoner Finanzplatz erheblich vom informellen, niedrigen Regulierungsniveau Großbritanniens profitiert. Nach der Regierungsübernahme durch die Labour-Partei wurde die *Regierung* zum Motor regulativer Umgestaltung in Finanzmarktfragen, was auch dazu beitrug, dass Regulierungskonflikte nicht mehr innerhalb eines Elitennetzwerkes, sondern im Zuge gesetzlicher Reformen in Parlament und Öffentlichkeit diskutiert wurden.

Die Verlagerung der Regulierungszuständigkeit von der BoE auf eine neugegründete Aufsichtsbehörde bedeutete zugleich den weitestgehenden Umbau einer nationalen *Regulierungsstruktur*. Dass die nationale Zentralbank in Großbritannien anders als etwa in den USA Regulierungskompetenzen abgeben musste, ist teils durch europäische Einflüsse, teils durch nationale Bedingtheiten erklärbar. Für Mitglieder der europäischen Währungsunion war die Abgabe geldpolitischer Kompetenzen an die Europäische Zentralbank ein Faktum, das bei Maßnahmen zum Umbau der nationalen Regulierungsmodelle wie beispielsweise in Deutschland mitberücksichtigt wurde. Für Großbritannien, dessen europafreundlicher Finanzminister alle Optionen für den Beitritt zur Währungsunion offen halten wollte, stellte die EU daher auch eine handlungsrelevante Rahmenbedingung in Fragen nationaler Finanzmarktreformen dar. Zum anderen hatte die BoE in den zurückliegenden Krisen erhebliche Aufsichtsmängel offenbart. Die Bündelung von Aufsichtskompetenzen über den nationalen Finanzmarkt in den Händen einer neuen Regulierungsbehörde wird außerdem als Professionalisierung und Effizienzsteigerung der Finanzmarktregulierung gewertet, was angesichts

der wachsenden Zahl internationaler Institute auf dem heimischen Markt erforderlich schien. Schließlich war eine solch weit gehende Reform Teil des Programms der Labour-Regierung und in einem durch wenige »Vetospieker« gekennzeichneten politischen System gut durchsetzbar.

In *Deutschland* übernahmen die staatlichen Aufsichtsbehörden seit Ende der 70er-Jahre die bislang von den Spitzenverbänden des Kreditgewerbes eingenommene Schlüsselrolle im Regulierungsmodell. Besonders das deutsche Bundesaufsichtsamt entwickelte sich ähnlich wie auch die amerikanischen Regulierungsbehörden des Bundes zum »Schnittstellenmanager« zwischen nationaler und internationaler Ebene, der die Interessen innerhalb der heimischen Bankencommunity koordiniert und deren Ergebnisse zum geeigneten Zeitpunkt in Verhandlungsprozesse auf europäischer und internationaler Ebene einspeist. Durch den Übergang zur »gemischten« Regulierung im Segment der Global Players erhält die nationale Aufsichtsbehörde zudem Regulierungsaufgaben neuer, qualitativer und interaktiver Art. Die je nach Größe und internationaler Ausrichtung einer Bank nun differenzierte Regulierung steht der auf Aggregation und Standardisierung ausgerichteten Selbstregulierung durch Verbände entgegen und begünstigt wiederum die staatliche Aufsicht, die prinzipiell die Freiheit hat, individuell höhere Eigenkapitalquoten festzulegen als bisher. Damit kam es in Deutschland, ähnlich wie auch in den USA, zu einer Gewichtsverlagerung in der bestehenden Regulierungsstruktur zu Gunsten der staatlichen Behörden. Der doppelte Erfolg von Bundesfinanzminister Eichel in Sachen Allfinanzaufsicht und vor allem bei der Strukturreform der Bundesbank kann als Indiz einer Stärkung auch der politischen Exekutive gegenüber Reformgegnern in der eigenen Bürokratie und den Ländern gewertet werden, wenn es um Fragen geht, die für die internationale Wettbewerbsfähigkeit des nationalen Finanzplatzes von Bedeutung sind. *Konflikte* in Regulierungsangelegenheiten werden in Deutschland nicht mehr ausschließlich im korporatistischen Kreise von Aufsichtsorganen und Verbänden ausgetragen; vielmehr schalten sich nun auch einzelne Großbanken, fallweise zudem Wirtschaftsverbände, die Bundesländer und sogar der Bundestag in Diskussionen ein, die »nationale Interessen« betreffen. Zwar bewegt sich regulative Finanzmarktpolitik in Deutschland, anders als in den USA und Großbritannien, nach wie vor weitgehend in der außerparlamentarischen Arena, jedoch hat sich der Kreis von Beteiligten pluralisiert.

## Schlussbetrachtung



# Kapitel 7

## Globalisierung und das neue Gesicht des regulativen Staates

In diesem Kapitel werden die Facetten des im Zuge von Globalisierung und Internationalisierung zunehmend »regulierten Kapitalismus« für den Finanzsektor noch einmal aufgearbeitet. Bindeglied der unterschiedlichen Analysestränge ist die generelle These dieses Buches, dass der Nationalstaat in Fragen der Finanzmarktregulierung auch unter Globalisierungsbedingungen nicht an Bedeutung verliert. Kapitel 7.1 vergleicht alte und neue Modelle sektoraler Regulierung und skizziert die im historischen Vergleich sichtbaren Verschiebungen in der Arbeitsteilung zwischen Staat und privaten Akteuren in sektoralen »Governance«-Strukturen. Kapitel 7.2 geht den Mechanismen nach, die auf internationaler Ebene zur Herausbildung »hegemonialer Leitmodelle« der Regulierung geführt haben. Der folgende Abschnitt (7.3) befasst sich mit den Mustern nationaler Reformprozesse und fragt nach den Bedingungsfaktoren für die Reichweite regulativer Reformen. Abschließend (7.4) werden die Handlungsspielräume des »regulativen Staates« an der Schnittstelle zwischen nationalem Territorium und internationalem Mehr-Ebenen-System sowie die demokratische Qualität regulativer Politik diskutiert.

### 7.1 Zwischen Privat und Öffentlich – Alte und neue Regulierungsmodelle im Vergleich

Der historische Überblick über die Genese der beiden sektoralen Modelle von Finanzmarktregulierung hat sehr unterschiedliche Entstehungskontexte regulativer Politik offen gelegt. Der Ursprung organisierter Kapitalmärkte lag in allen untersuchten Ländern vorwiegend in den Aktivitäten von Kauf-



leuten, die den Handel später auch auf Wertpapiere ausdehnten. Nicht zufällig wurde deshalb auch die Organisation und Regulierung des Kapitalmarktgeschehens lange Zeit als private Angelegenheit der Beteiligten angesehen, in die Nationalstaaten nicht zu intervenieren hatten. Letzteres galt auch für Großbritannien, dessen Kapitalmarkt im Laufe des 17. und 18. Jahrhunderts eng mit dem Aufstieg des Landes zum internationalen Handelszentrum verknüpft war und die Grundlage für den Erfolg des britischen »commercial capitalism« im 19. Jahrhundert bildete.

Demgegenüber war die Entstehung des Bankwesens eng mit der Befriedigung des staatlichen Kapitalbedarfs in Kriegszeiten sowie Prozessen der Staatsbildung und der Währungsintegration gekoppelt. Banken gaben Münzen und Banknoten aus, sicherten die Stabilität der nationalen Währung und eine kontinuierliche Staatsfinanzierung. Weil sie in der einen oder anderen Form also »Dienstleister des Staates« waren, intervenierten Staaten aktiv in Krisenzeiten stützend, ansonsten regulierend in das Finanzgeschäft. In Großbritannien wurden diese Interventionen in eher »weicher Form« von der privaten, später dann verstaatlichten Zentralbank vorgenommen.

Die bestehenden Regime zur Absicherung von Finanzrisiken waren nicht zuletzt deshalb funktionsfähig, weil sie in beiden Sektoren mit Formen teils umfangreicher Wettbewerbsbeschränkung gekoppelt waren. Im Kapitalmarktsektor beschränkten festgelegte Mindestkommissionen für Makler und die regionale Segmentierung des Börsenhandels wie in Deutschland und den USA den Wettbewerb zwischen den Finanzdienstleistungsanbietern. Im Bankensektor stellten Formen der Zinsbeschränkung und Geschäftsabgrenzung zwischen unterschiedlichen Bankengruppen funktionale Äquivalente dar. Im Ergebnis entstanden dadurch sektorale Regulierungsmodelle, die die Regulierungskosten für die Anbieter möglichst gering hielten. Im kapitalmarktbezogenen Ordnungsrahmen spielte deshalb auch Transparenz über Marktpraktiken und -teilnehmer keine Rolle; im Bankensektor minimierten Formen der Wettbewerbsbeschränkung gleichzeitig auch die Möglichkeiten, sich in risikoreiche Finanzgeschäfte zu begeben. Vorhandene Defizite in nationalen Regulierungsmodellen, etwa in Form unzureichender Kapitalabsicherung gegen Geschäftsrisiken oder Kompetenzüberlappungen zwischen unterschiedlichen Regulierungsbehörden wie in den USA wirkten sich in diesem Kontext deshalb zunächst nicht aus und wurden auch nicht thematisiert.

Seit Beginn der 60er-Jahre wurden im Kreise westlicher Industriestaaten Anzeichen der Internationalisierung, seit den 80er-Jahren solche der Globalisierung von Finanzmärkten erkennbar. Die wesentlichen Effekte von Pro-

zessen der Marktengrenzung bestanden *erstens* in einer Strukturverschiebung vom Kreditgeschäft hin zum Investmentbanking und damit wertpapierhandelsbezogenen Geschäft, das mit dem Aufstieg institutioneller Anleger als neuer Lobbygruppe auf dem internationalen und nationalen Finanzparkett verbunden ist, und *zweitens* in der Herausbildung immer komplexerer Formen von Finanzrisiken, die mit der Volatilität von Marktzuständen schwanken und deshalb schwerer kalkulierbar geworden sind. Diese veränderten ökonomischen Rahmenbedingungen machten sich in den beiden Regulierungssektoren sowie in den betrachteten Ländern nicht gleichermaßen und auch nicht zu gleichen Zeitpunkten bemerkbar. Erfolgte der Aufstieg institutioneller Anleger in den USA bereits in den 60er-Jahren, so sah sich Deutschland erst in den 80er-Jahren den Forderungen ausländischer Investoren nach möglichst »transparenten« Regimen der Kapitalmarktregulierung gegenüber. Im Bankensektor kam es seit Beginn der 70er-Jahre im Anschluss an Finanzkrisen internationalen Ausmaßes immer wieder zu Schüben international koordinierter Re-Regulierung, die von besonders »krisenbetroffenen« Ländern wie den USA oder Großbritannien angestoßen wurden.

Vor dem Hintergrund neuer Regulierungsprobleme, des Aufstiegs neuer Akteure auf internationalen Finanzmärkten und interdependenter Reaktionen westlicher Nationalstaaten auf die veränderten Rahmenbedingungen kam es seit Mitte der 70er-Jahre sowohl im Kapitalmarkt-, als auch im Bankensektor zu einer *bedingten Konvergenz* der nationalen Regulierungsregime. Bedingt ist die Annäherung der einzelnen Länder deshalb, weil sie nicht den nationalen Regulierungskontext erfasst, sondern ausschließlich auf *sektoraler* Ebene erfolgt und hier zur Vereinheitlichung von *Teilelementen* der Regulierungsmodelle führt. Im Kern handelt es sich hierbei um die Annäherung von Regulierungsinstrumenten und -philosophien sowie um ähnlich gerichtete, jedoch nicht so weit gehende Verschiebungen in der Arbeitsteilung zwischen Staat und privaten Akteuren innerhalb der jeweiligen sektoralen Regulierungsstruktur.

Im Bereich des Kapitalmarktsektors kristallisiert sich eine Konvergenz hin zu einem neuen Regulierungsmodell heraus, in dem die ständige Überwachung des Kapitalmarktgeschehens und die Sanktionierung von Regelverstößen (»monitoring« und »enforcement«) als neue Regulierungsaufgaben des Nationalstaates verankert werden. Damit lösen staatliche Behörden nun in allen Ländern private Selbstverwaltungskörperschaften als zentrale Regulierungsinstanzen ab. Größere *Transparenz* über Markt und Marktverhalten wird zur neuen Regulierungsphilosophie, die darauf abzielt, die Infor-

mationsbasis des Investors zu verbreitern. Dazu greifen die Regulierungsorgane auf ein erweitertes Regulierungsinstrumentarium zurück, in dem Pflichten zur Offenlegung von Informationen über Markt und Verhalten der Marktakteure, aber auch zivil- und strafrechtliche Sanktionsmaßnahmen für den Fall der Missachtung von Regeln eine erhebliche Rolle spielen. Besonders für Großbritannien und Deutschland stellt die Abkehr von einem anbieterorientierten Regulierungsmodell ein Novum dar. Durch den Rückgriff auf das nationalstaatliche Gewaltmonopol werden nationale Regulierungsbehörden nicht nur dazu befähigt, (teils mit Hilfe der Staatsanwaltschaft) strafrechtlich gegen die eigenen Regulierungsadressaten vorzugehen, sondern auch in die Lage versetzt, gegenüber ausländischen Partnerbehörden Amtshilfe bei grenzüberschreitenden Verstößen gegen nationales Kapitalmarktrecht zu leisten. Nicht zufällig entsteht damit ein neues Regulierungsmodell, das bezüglich der neuen Rolle des Staates im Regulierungsbereich dem amerikanischen Fall am ehesten entspricht.

Im Bankensektor setzt sich seit Mitte der 90er-Jahre ein neues Modell der Bankenregulierung durch, das im Kern eine *Differenzierung der Regulierungstechniken* je nach Größe, Risikostruktur einzelner Banken und nach deren vermuteter Gefahr für Dritte im Falle eines Konkurses beinhaltet. Im global ausgerichteten Firmensegment stehen nun Formen der »gemischten« *Regulierung*, also bilateraler Kooperationen zwischen Aufsichtsorganen und einzelnen Banken im Mittelpunkt des Aufsichtsprozesses. Banken übernehmen mehr Selbstverantwortung für Kalkulation und Absicherung ihrer Geschäftsrisiken. In den USA und Großbritannien geht diese Entwicklung einher mit dem vorsichtigen Rückzug staatlicher Hilfen im Krisenfall, wie einem jetzt restriktiveren Einsatz der staatlichen Einlagensicherung in den USA oder der »Lender-of-last-resort«-Hilfen in Großbritannien. Staaten überwachen Prozesse privater Selbstevaluation jetzt intensiver und greifen dabei auf ein immer umfangreicheres Regulierungsinstrumentarium zurück. Darin spielen qualitative und interaktive Elemente, wie Besuche der Aufsichtsorgane in den Banken und die Berücksichtigung bankeigener Organisationsstrukturen in Sachen Risikomanagement eine wichtige Rolle. Je kleiner die Bank und je lokal orientierter deren Geschäft und Risikostruktur, desto standardisierter und weniger interaktiv gestaltet sich der Regulierungsprozess. Für ein Land wie Deutschland, dessen Regulierungsphilosophie bislang in der Gleichbehandlung aller Regulierten und der standardisierten, teils verbandlichen Überwachung der deutschen Institute bestand, bedeutet dieser Konvergenzprozess eine besondere Herausforderung.

Stellt man die alte und neue Mixtur von »Governance«-Elementen in den sektoralen Regulierungsmodellen einander gegenüber, so ist zu beobachten, dass Formen privater Selbstregulierung durch Händlergemeinschaften oder Bankenverbände in beiden Sektoren an Bedeutung verlieren. Im Kapitalmarktsektor geht diese Entwicklung auf die Vermarktlichung von Finanzbeziehungen zurück, aber auch darauf, dass Arrangements der Selbstregulierung aus der Sicht von Investoren und mittlerweile auch aus der Sicht internationaler Organisationen nicht mehr glaubwürdig genug sind, um die Transparenz über Markt und Marktgeschehen zu gewährleisten. In der Bankenregulierung lagen hauptsächlich in Deutschland Regulierungsaufgaben in den Händen von Bankenverbänden mit quasi-öffentlichem Status, die für alle Regulierungsadressaten einheitliche Standards der Kapitalabsicherung aushandelten und deren Einhaltung überwachten. Solche standardisierten Regulierungslösungen widersprechen unter neuen Rahmenbedingungen den heterogenen Interessen der Banken. Während kleinere, lokal ausgerichtete Institute nach wie vor an einfachen, standardisierten und deshalb für sie auch billigen Regulierungslösungen interessiert sind, ziehen Global Players differenzierte, technologisch komplexe und (eigen-)kapitalsparende Regulierungstechniken vor.

In beiden Regulierungsfeldern übernimmt der Staat neue Aufgaben im sektoralen »Governance«-Regime und ersetzt in dieser Funktion Formen kollektiver Selbstregulierung. Im Kapitalmarktsektor trägt er unter Rückgriff auf das Monopol legitimer Gewalt zur Sicherung von Transparenz über Märkte und Marktverhalten bei; im Bankensektor kooperiert er mit einzelnen Global Players auf der Suche nach treffsicheren und flexiblen Regulierungslösungen. Im zweiten Fall »gemischter Steuerung« ist es weniger die Ressource »Wissen«, die staatliche Akteure in dieses Steuerungsarrangement einbringen können; warum sollte der Staat besser als Banken über deren Finanzrisiken und Strategien zu deren Absicherung informiert sein?! Der staatliche Beitrag zur Funktionsweise dieses Regulierungsmodells besteht vielmehr darin, das bankeigene Risikomanagement permanent zu überwachen und schlechte Risikoprognosen mit einem Kapitalaufschlag zu bestrafen, der die Regulierungskosten für die Banken erheblich verteuert. Im Ergebnis zeigt sich, dass der Staat auch unter Globalisierungsbedingungen immer noch viele Gesichter hat und im Finanzsektor kein universeller Trend hin zu »wissensbasierten Steuerungsformen« (vgl. mit dieser These etwa Willke 2001; Strulik 2000) oder »public-private partnerships« auszumachen ist. Welche Rolle Staaten innerhalb von sektoralen »Governance«-Strukturen spielen und mit welchen Instrumenten sie operieren, hängt im Einzelfall

vom jeweiligen Regulierungsproblem, von den institutionellen »legacies« eines Regulierungsfeldes und nicht zuletzt von den Interessenlagen und Konstellationen der relevanten Akteure ab.

Im Finanzsektor können wir eine möglicherweise weiter gehende Konvergenz von sektoralen Regulierungstechniken, -philosophien und -institutionen als in anderen Regulierungsfeldern beobachten. Gleichwohl kann auch in diesem Fall nur von bedingter Konvergenz gesprochen werden, denn zentrale Charakteristika des *nationalen* Regulierungskontextes bleiben weiterhin erhalten und prägen zudem die neuen Regulierungsmodelle maßgeblich. So spiegeln sich eine eher unitarische oder föderale Staatstruktur, pluralistische oder eher zentralistisch-korporatistische Gesellschaftsmuster, eine im Common Law oder im Römischen Recht verankerte Rechtstradition sowie konsensuelle oder adversative Stile des Umgangs von Regulierern mit Regulierten auch im Gesicht der neuen sektoralen Modelle der Finanzmarktregulierung wider:

In den *USA* erweist sich die föderale Fragmentierung der Aufsichtskompetenzen im Bankensektor nach wie vor als hochgradig resistent gegenüber Bestrebungen zur Bündelung von Aufsichtsfunktionen auf der Ebene des Bundes wie sie in anderen Ländern erfolgen. Im Kapitalmarktsektor zeigt sich hingegen, dass die Schlüsselposition der zuständigen Regulierungsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) bei der Ausgestaltung und internationalen Verbreitung von Sicherheitsstandards nicht zuletzt auch der im Common Law eher inkrementellen Form der Rechtsentwicklung geschuldet ist. So kann die SEC beispielsweise das Insiderrecht anhand von Präzedenzfällen schrittweise ausweiten, dadurch neue Zuständigkeiten im Bereich des »enforcement« von Standards einfordern und ähnliche Kompetenzen schließlich auch von ihren ausländischen Kooperationspartnern verlangen. Der amerikanische Stil des legalistischen und konflikthaften Umgangs zwischen Regulierern und Regulierten (»adversarial legalism«) erweist sich gerade im Kapitalmarktsektor als beständig und stellt letztlich sogar einen Wettbewerbsvorteil für den amerikanischen Finanzmarkt dar – belegt er doch gegenüber Außenstehenden einmal mehr die Glaubwürdigkeit eines als »Kapitalmarktpolizei« auftretenden regulativen Staates.

In *Großbritannien* spiegelt die Gründung einer zentralen Aufsichtsbehörde für alle Teilsegmente des heimischen Finanzmarktes nicht zuletzt eine unitarische Staatsstruktur wider, welche die Bündelung von Aufsichtskompetenzen prinzipiell erleichtert. Gleichzeitig prägt die britische, eng mit der Zivilgesellschaft verknüpfte Staatstradition sowie ein flexibler, informeller

und vor allem auf Konsens mit den Regulierten abstellender Regulierungsstil das Ergebnis nationaler Reformmaßnahmen. Auch wenn die britische Regierung den im internationalen Vergleich sicherlich umfassendsten Umbau der heimischen Finanzmarktinstitutionen vorgenommen hat, wurde in den relevanten Entscheidungsprozessen doch auf enge Abstimmung mit Marktteilnehmern und insbesondere Instituten der Londoner City geachtet. Gleiches gilt für den Umgang der neugegründeten Allfinanzaufsicht mit den Regulierten, welcher nach wie vor fast vollständig informell und konsensorientiert abläuft.

In *Deutschland* wiederum sind sektorale Umbaumaßnahmen in eine föderal verflochtene Staatsstruktur, korporatistische Muster der Abstimmung zwischen Bund und Spitzenverbänden sowie einen hochgradig legalistischen und auf umfassende Normierung abstellenden Regulierungsstil eingebettet. Muster der deutschen föderalen Politikverflechtung prägten maßgeblich die Konflikte um Zentralisierung der Aufsichtskompetenzen im Kapitalmarktsektor, während die Flexibilisierung und Differenzierung der Bankenaufsicht eine besondere Herausforderung für korporatistische Abstimmungsgremien in der Bankenregulierung darstellte. In beiden Fällen wurden neue, international konvergierende Teilelemente sektoraler Regulierung in nationale Regulierungskontexte »inkorporiert«. Allerdings zeigten sich föderale Staatsstrukturen im Kapitalmarktsektor letztlich anfälliger für Transformationsprozesse als der Korporatismus im Bankensektor. Während sich die Zentralisierung von Aufsichtsstrukturen über den deutschen Kapitalmarkt in den letzten fünf Jahren stetig vertieft hat, scheinen Formen verbandlicher Selbstregulierung der Bankenaufsicht mit bilateralen und individualisierten Abstimmungsprozessen zwischen Aufsichtsbehörde und einzelnen Global Players bis auf weiteres koexistieren zu können. Zusammengefasst ergeben die empirischen Befunde damit ein differenziertes Bild: Globalisierung führt zwar zur Einheit sektoraler Teilelemente; diese bleiben jedoch in nationale Vielfalt eingebettet.

## 7.2 Zwischen Markt und Koordination – Konvergenzmechanismen auf internationaler Ebene

Der seit Mitte der 70er-Jahre zunehmend globale Wettbewerb von Finanzmärkten und Regulierungsregimen hat zumindest in regulativer Hinsicht

nicht zu einem »race to the bottom« geführt. Regulative Standards, die darauf abzielen, das Marktgeschehen für den Investor transparenter zu gestalten oder Banken dazu zwingen, sich gegen ihre Geschäftsrisiken abzusichern, sind durch Globalisierungsprozesse nicht abgesenkt worden, sondern wurden umgebaut und veränderten Rahmenbedingungen angepasst. Warum war dies so? Die Erklärung für Prozesse regulativen Wandels ist zweistufig und sowohl in internationalen als auch nationalen Bedingungsbeziehungen zu suchen. Auf *internationaler Ebene* lassen sich prinzipiell zwei Mechanismen und Prozesslogiken unterscheiden, die den Umbau sektoraler Regulierungsregime vorantrieben haben – ein durch *Marktkräfte* induzierter Re-Regulierungsprozess im Kapitalmarktsektor und ein *zwischenstaatlich koordinierter* Umbau der Regulierung im Bankensektor.

Im Kapitalmarktsektor erwiesen sich sowohl amerikanische Regulierungsbehörden wie die Securities and Exchange Commission der USA als auch institutionelle Investoren wie amerikanische Pensions- und Investmentfonds als die treibenden Kräfte beim Export ihrer nationalen, sehr anlegerfreundlichen und daher rigiden Bestimmungen des Anlegerschutzes. Die SEC forcierte den Export dieser Standards nicht zuletzt, um ihren heimischen Investmenthäusern und Maklern Wettbewerbsnachteile auf zunehmend globalisierten Kapitalmärkten zu ersparen. Schließlich konkurrierten diese im Ausland mit Finanzdienstleistern, die vergleichbare Regulierungskosten, etwa solche der Berichterstattung über die eigene Geschäftssituation nicht zu tragen hatten. Im Umgang mit ausländischen Banken, die ihre Produkte auf dem amerikanischen Markt vertreiben wollten oder ausländischen Firmen, die amerikanische Anleger anwerben wollten und die Notierung an einer amerikanischen Börse anstrebten, erwies sich die SEC äußerst restriktiv und drohte mit dem Ausschluss vom amerikanischen Markt, sollten ausländische Anbieter nicht bereit sein, sich amerikanischen Transparenzstandards anzupassen. Hinzu kam der Ausbau eines Netzes bilateraler Kontakte zu ausländischen Regulierungsbehörden, das wechselseitige Amtshilfe in Situationen grenzüberschreitender Verstöße gegen nationales Wertpapierrecht sicherstellen sollte und ausländische Kooperationspartner unter Druck setzte, selbst eigene, vergleichbare Regulierungskompetenzen aufzubauen. Die USA konnten dem Ausland gegenüber mit einer protektionistischen Haltung wirkungsvoll drohen, weil es sich beim amerikanischen Kapitalmarkt um einen großen Heimatmarkt handelte, dessen Kapital im Ausland begehrt war. David Vogel hat diese Prozesslogik als »California-Effekt« bezeichnet: Regulativer Wettbewerb kann in einen »Wettkampf zur Spitze« münden, wenn

das Land, das den hohen regulativen Standard exportiert, einen großen Heimatmarkt besitzt. Seine Handelspartner sehen sich dann gezwungen, diesen Standard zu übernehmen, wenn sie ihre eigenen Exportmärkte erhalten oder sogar ausweiten wollen. Aus diesem Grunde trat der »California-Effekt« sowohl weltweit als auch innerhalb Nordamerikas hauptsächlich durch Einflussnahme der Vereinigten Staaten auf (Vogel 1995: 6).

Amerikanische institutionelle Investoren erwiesen sich als zweite Quelle des Exports rigider Transparenzstandards. In den 60er-Jahren erfolgte ihr Aufstieg in den USA, in den frühen 70er-Jahren expandierten sie nach Großbritannien, in den 80er-Jahren schließlich wurden ihre Präferenzen auch zur strategischen Größe für das Verhalten deutscher Banken, die ihre Investmentaktivitäten weiter ausbauen wollten. Der deutsche Fall illustriert sehr deutlich, dass weniger transparent ausgerichtete Regulierungsmodelle aus der Perspektive ausländischer Investoren keinen glaubwürdigen Schutz vor der Übervorteilung durch heimische Finanzdienstleistungsanbieter boten und für diese mehr und mehr zum Wettbewerbsnachteil gerieten. Umgekehrt wurde eine möglichst rigide und mit einem umfassenden Sanktionsinstrumentarium versehene Marktüberwachung nun zum Gütesiegel für die Qualität der von diesem Markt stammenden Produkte. Der Schlüssel dafür, dass regulativer Wettbewerb ein »race to the top« statt eines »race to the bottom« ausgelöst hat, liegt offenbar darin, dass in diesem Fall ein »Produktionsstandard« gleichzeitig den Charakter eines »Produktstandards« angenommen hat. Nationale Regelungen wirken hier wie ein Zertifikat, das die höherwertige Produktqualität gegenüber dem Kunden ausweist und auf diese Weise die Absetzbarkeit der Produkte letztlich verbessert (vgl. hierzu Scharpf 1999: 91). Voraussetzung dafür, dass dieser *Zertifizierungseffekt* greifen kann, ist erstens, dass die Qualitätskontrolle und Zertifizierung durch eine vertrauenswürdige Instanz vorgenommen wird und zweitens, dass Kunden beziehungsweise in diesem Fall Anleger über den Unterschied in der nationalen Rechtsordnung informiert sind und diesen auch zu schätzen wissen (Scharpf 1999: 88–89). Im Fall der Kapitalmarktregulierung übernahmen Nationalstaaten die Funktion einer zertifizierenden Instanz, die gegenüber Anlegern die Transparenz über Markt und Marktverhalten gewährleistet.

Bei den treibenden Akteuren dieses Prozesses handelt es sich um Koalitionen aus global orientierten Marktteilnehmern wie institutionellen Investoren, Investmentbanken mit nationalen Ministerien und Verwaltungsbehörden. Supranationale Bemühungen zur Anhebung des Anlegerschutzes auf *europäischer Ebene* erwiesen sich eher als Katalysator denn als Initiator dieses Prozesses, dessen Tempo maßgeblich von den einzelnen Mitglieds-



staaten bestimmt wurde. Grundlegende Fortschritte auf dem Gebiet der europäischen Harmonisierung von Standards des Anlegerschutzes (beispielsweise mit der Verabschiedung der Insiderrichtlinie) setzten erst dann ein, als bereits Alleingänge einzelner Mitgliedsstaaten (etwa von Frankreich, Spanien, Großbritannien) erfolgt waren. Lediglich für regulative Nachzügler wie Deutschland erwiesen sich die auf europäischer Ebene verankerten Entscheidungsprozeduren (= qualifizierte Mehrheitsabstimmung im Ministerrat) als wirkungsvolle Zwangsmaßnahmen zur Anpassung. Mittelfristig zeichnet sich für den europäischen Entscheidungsprozess in Fragen der Kapitalmarktintegration eine mögliche Beschleunigung der Entscheidungsverfahren und deren Entpolitisierung ab. So sollen die Europäische Kommission, der Ministerrat und das Europäische Parlament zukünftig nur noch über Rahmendaten der Harmonisierung von Richtlinien im Kapitalmarktsektor entscheiden, während über die Kernfragen im neugegründeten, durch nationale Fachexperten besetzten Europäischen Wertpapierausschuss (EWA), der als Beratungsgremium der Europäischen Kommission konzipiert ist, entschieden wird. Mit der Verlagerung von Entscheidungen hinein in die europäische Komitologie nähert sich der europäische Entscheidungsmodus in Kapitalmarktfragen einerseits Formen der Entscheidungsfindung an, die im Fall von Produktstandards bereits üblich sind (vgl. Scharpf 2001). Dadurch würde der Doppelcharakter von Produkt- und Produktionsstandards im Kapitalmarktsektor auch institutionell weiter untermauert. Andererseits ist das europäische Entscheidungsverfahren in Angelegenheiten der Kapitalmarktregulierung nach wie vor weniger supranationalisiert als in anderen Feldern der Festsetzung von Produktstandards. Beleg dafür sind die Vetorechte der Mitgliedsstaaten in Angelegenheiten, die als »sensibel« für die nationalen Wertpapiermärkte angesehen werden (vgl. Kapitel 4.3).

Einer anderen Logik folgte der Prozess regulativen Umbaus im Bankensektor. Anders als im Kapitalmarktsektor vollzog sich hier seit Mitte der 70er-Jahre eine Harmonisierung von Techniken der Risikobegrenzung in multilateral, zwischenstaatlich koordinierter Form im Rahmen des Basler Komitees. Motor dieser im Zeitablauf intensiveren Zusammenarbeit waren immer wiederkehrende Krisenerfahrungen, die nicht zuletzt dadurch entstanden, dass international tätige Banken Auslandsgeschäfte dazu nutzten, ihre tatsächlichen Geschäftsrisiken gegenüber den heimischen Regulierungsbehörden zu verschleiern und auf diese Weise ihre Regulierungskosten senkten (zum Beispiel Bankenkonkurse von Herstatt 1974, Franklin National Bank 1975, Banco Ambrosiano 1982, Johnson Matthey 1984). Nationale

Zentralbanken und Regierungen sahen sich also immer wieder in der Situation, für die Kosten und damit die negativen Externalitäten aufkommen zu müssen, die die Arbitragestrategie der Banken produzierte. Das Interesse an Kooperation war innerhalb der Gemeinschaft von Notenbankgouverneuren und nationalen Bankenregulatoren daher sehr ausgeprägt: Im Falle von Nicht-Einigung musste immer befürchtet werden, dass nationale Regeln vom mobilen Finanzkapital (etwa durch Geschäftsverlagerungen) erneut unterlaufen würden und daraus Krisensituationen resultierten, welche durch Refinanzierung der Zentralbank zu bewältigen und mit Reputationsverlust der Regulierungsbehörden verbunden waren. Die Rückfallposition für den Fall der Nichteinigung (= »default condition«) stellte alle Beteiligten also wesentlich schlechter als im Falle kooperativer Einigung. Vor diesem Hintergrund ist es nicht erstaunlich, dass mit jeder Krisensituation internationalen Ausmaßes weiter gehende Kooperations- und Harmonisierungsschritte erzielt wurden. Motor des zwischenstaatlichen Regulierungskartells waren Länder mit einer großen Zahl international tätiger Banken, wie die USA, deren heimische Regulierungsbehörden in Konkursfällen erhebliche Reputationsverluste zu erleiden hatten und unter Beschuss des Kongresses gerieten oder solche wie Großbritannien, die als internationalisierter Finanzplatz Zusammenbrüche ausländischer Institute auf dem Heimatmarkt erlebten und sich zur Organisation von Rettungsaktionen (»bailout«) gezwungen sahen. Materielles Ergebnis der sich stetig erweiternden Kooperation war die Vereinbarung eines Eigenkapitalstandards für international tätige Banken (Basler Akkord) Ende der 80er-Jahre, nach dem diese eine Mindestquote an Eigenkapital zur Unterlegung ihrer Kreditrisiken vorhalten müssen. Diese Vereinbarung trug zumindest innerhalb des Kreises westlicher Industriestaaten nachweislich dazu bei, die Eigenkapitalrücklagen internationaler Banken zu erhöhen und diesen Möglichkeiten regulativer Arbitrage zu entziehen. Der Übergang zu einem auf Flexibilität und Kooperation mit Global Players setzenden Regulierungsmodell Ende der 90er-Jahre ist zum einen Ausdruck des erheblichen amerikanischen Einflusses im Basler Komitee. Zum anderen zeigten jüngere Krisen wie der Zusammenbruch des Bankhauses Barings 1995 oder die Asienkrise 1997/1998, dass sich standardisierte Formen der Risikobegrenzung angesichts neuartiger, zunehmend volatiler Finanzrisiken als nicht mehr »treffsicher« genug erweisen, Staaten aber auch nicht das Wissen besitzen, um adäquate Regulierungsmaßnahmen selbst zu entwickeln. Die teilweise erheblichen Konflikte zwischen den USA und europäischen Staaten während des Verhandlungsprozesses betrafen daher auch weniger das neue kooperative Element in der Bankenregulierung, sondern

die Frage, durch welche Techniken (etwa externe Ratings) Kreditrisiken der Banken in Zukunft bemessen werden sollen. Dass es den Europäern gelang, die Möglichkeit des alternativen Rückgriffs auf bankeigene, interne Ratings auf Basler Ebene konsensfähig zu machen, spricht dafür, dass die bevorstehende Revision des Basler Akkords (Basel II) wiederum Ergebnis einer international koordinierten und nicht vollständig amerikanisch determinierten Regelanpassung sein wird.

Im Unterschied zum Kapitalmarktsektor kann man im Bankensektor nicht unbedingt davon ausgehen, dass die Wettbewerbsfähigkeit eines Kreditinstitutes durch die Einhaltung eines Sicherheits- (= Produktions-)standards gesteigert wird und der »Zertifizierungseffekt« zum Tragen kommt. Zwar wurde die Befolgung des Basler Akkords durch global ausgerichtete Banken insofern durch Marktmechanismen unterstützt, als Rating-Firmen dazu übergingen, »compliance« mit dem Basler Eigenkapitalstandard bei ihren Bewertungen zu berücksichtigen und Global Players zumindest im Interbanken-Handel nachfolgend günstigere Refinanzierungsbedingungen erhielten (vgl. mit diesem Argument Genschel/Plümper 1997 und mit Bezug darauf Bernauer 2000). Gleichwohl zeigte insbesondere die Asienkrise, dass selbst günstige Rating-Urteile Banken nicht davon abhielten, neue Arbitragestrategien einzuschlagen und auf diese Weise neue Risiken zu produzieren, die durch die »grobe« Struktur des Basler Akkords nicht hinreichend erfasst und abgedeckt werden konnten (vgl. Kapitel 4). Eine mögliche Belohnung durch den Markt reicht im Feld der Bankenregulierung offenbar nicht aus, um den Mechanismus ruinöser Konkurrenz zu unterbinden und Banken den Anreiz zu nehmen, ihre Eigenkapitalkosten unter Bedingungen zugespitzten Wettbewerbes zu minimieren. Anders als im Kapitalmarktsektor führt die Tatsache, dass eine Bank unter regulativen Aspekten »sicher« ist, nicht umstandslos dazu, dass deren Finanzdienstleistungen von Investoren vermehrt nachgefragt werden. Vielmehr würde dies voraussetzen, dass Sparer sich zum einen für das vorhandene Instrumentarium an Risikoabsicherung interessieren und zum anderen auch über dessen Qualität informiert werden. Bislang war im Bankensektor beides nur in eingeschränktem Maße der Fall; vielmehr vertrauten private Anleger darauf, dass es Institutionen wie solche der Einlagensicherung, der »letzten Refinanzierungsinstanz« und auch der Regulierung gibt, deren Aufgabe darin besteht, diese Sicherheit nach außen zu garantieren und Investoren die Beschaffung von Informationen über die »Qualität« eines Kreditinstitutes abzunehmen. Hinsichtlich ihres Grades an »Vertrauenswürdigkeit« sind Rating-Agenturen außerdem nicht unumstritten, wie die jüngsten Verhandlungen auf Basler Ebene gezeigt haben. Insbe-

Schaubild 7-1 *Regulierungsprobleme, Reformkoalitionen und institutionelle Lösungen*

	Kapitalmarkt	Banken
Regulierungsproblem	asymmetrische Information	ruinöse Konkurrenz/ Systemrisiko
Altes Regulierungsmodell	Selbstregulierung	staatliche Regulierung
Neues regulatives »Leitmodell«	staatliche Regulierung	gemischte/privat- öffentliche Regulierung
Funktion	Sicherung von Transparenz	Bewältigung von Komplexität
Reformkoalition	US-SEC/institutionelle Investoren/Investment- banken	Staaten/global orientierte Banken
Konvergenzmechanismus	Markt	internationale Koordination

sondere in Kontinentaleuropa bestehen nach wie vor Vorbehalte bezüglich der Qualität von Rating-Urteilen und ihrer Fähigkeit, die Bonität von Schuldnern auch zuverlässig erfassen zu können. Ob Banken letztlich auch international koordinierte Sicherheitsbestimmungen befolgen, hängt nicht zuletzt deshalb entscheidend von ihrer Überwachung und gegebenenfalls auch Sanktionierung durch die heimatliche Regulierungsbehörde (»home country control«) ab.

Ähnlich wie auch im Kapitalmarktsektor spielte die *europäische Ebene* bei der internationalen Ausbreitung eines Sicherheitsstandards nicht die initiiende Rolle. Bei den treibenden Kräften des internationalen Koordinationsprozesses handelte es sich um nationale Finanzministerien, Zentralbanken und staatliche Regulierungsorgane der großen westlichen Industriestaaten, die in den 90er-Jahren stärker mit internationalen Gruppen von Global Playern auf Bankenseite kooperierten. Die Europäische Union orientierte sich in Fragen der positiven Integration des Bankengeschäftes wesentlich an den Basler Empfehlungen, baute deren Inhalte in eigene Richtlinien ein, durch die eine Verbindlichkeit für ihre Umsetzung innerhalb Europas geschaffen wurde. Weil zwischen dem Basler Komitee und der EU eine partielle Überlappung der Mitgliedschaft besteht, standen die zwischen Europäischer Kommission und den Mitgliedsstaaten ablaufenden Entscheidungsprozesse stets »im Schatten« der Basler Verhandlungen und ihrer Ergebnisse. Weil es sich

hierbei um Konsenslösungen handelt, die aus Sicht der regulierten Banken (zumindest bislang) ein »level playing field« gewährleisten, steht die EU im Allgemeinen unter erheblichem Druck, ihre entsprechenden Richtlinien schnell zu verabschieden – schließlich können wichtige Mitglieder des Basler Komitees wie die USA und Japan die Komiteebeschlüsse sofort umsetzen. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der externen Zwänge, denen die europäische Politik in diesem Sektor unterliegt, kam es auch hier zu Überlegungen, die Richtlinienformulierung stärker zu »entpolitisieren«, die Implementation von Basel II in die Hände der Komitologie zu legen und dadurch zu beschleunigen (vgl. Kapitel 4.4 und zur Illustration des Zusammenhanges von Regulierungsproblemen, Konvergenzmechanismen, Reformkoalitionen und den neuen institutionellen Regulierungslösungen Schaubild 7-1).

### 7.3 Zwischen Anpassungsdruck und institutioneller Resistenz – Reformprozesse auf nationaler Ebene

Die koordinierte oder marktgetriebene Vereinheitlichung von Sicherheitsstandards auf internationaler Ebene schafft einen Korridor für Anpassungsprozesse auf nationaler Ebene. Dieser schließt bestimmte Reformalternativen aus und gibt insofern eine Richtung für den nationalen beziehungsweise sektoralen Umbau vor, determiniert diesen aber nicht. Inwieweit nationale Systeme die internationalen Leitmodelle in Sachen Finanzmarktregulierung in sich aufnehmen, hängt davon ab, wie weit diese institutionell vom Leitmodell entfernt sind, inwieweit institutionelle Strukturen Reformen begünstigen oder hemmen und welche Akteure Mitglied oder Gegner von Reformkoalitionen sind. Damit kommen wir zum zweiten Teil der Erklärung regulativer Reformen.

Wir sahen, dass sich zwei sektoral unterschiedliche Regulierungsmodelle im Zuge von Globalisierungsprozessen durchsetzen. Im Kapitalmarktsektor zeichnet sich die Schaffung und Sicherung von Markttransparenz als übergeordnetes Ziel der Regulierung ab, die mit der wachsenden Verstaatlichung von Regulierungsaufgaben einhergeht. Im Bankensektor rückt die Differenzierung von Regulierungstechniken je nach regulierter Bankengruppe in den Mittelpunkt der Regulierungsphilosophie, die zumindest im globalisierten Marktsegment engere Kooperationsbeziehungen zwischen Aufsicht und Banken mit sich bringt.

Vor diesem Hintergrund stellt sich der *Anpassungsdruck*, dem unsere untersuchten Länder ausgesetzt waren, sehr unterschiedlich dar: Die *Vereinigten Staaten* standen, verglichen mit Großbritannien oder Deutschland sicher unter dem geringsten Reformdruck. Im Kapitalmarktsektor setzte hier ein Re-Regulierungs- und Verstaatlichungsprozess bereits in den 60er- und frühen 70er-Jahren ein, danach »exportierte« die SEC das heimische Regulierungsmodell aktiv ins Ausland. Seit Mitte der 90er-Jahre übernahmen die USA auch im Bankensektor eine regulative Vorbildfunktion, die allerdings vergleichsweise weniger ausgeprägt als im Kapitalmarktbereich war. Lediglich in den 70er- bis zu den frühen 90er-Jahren standen amerikanische Bankenregulatoren unter Druck, nationale Regulierungsstandards besser zu koordinieren und das eigene Regulierungsniveau anzuheben.

*Großbritanniens* Reformbedarf lag gemessen am jeweils international »hegemonialen« Modell schwerpunktmäßig im Kapitalmarktbereich. Staatliche Aufsicht über das Kapitalmarktgeschehen und die Schaffung von Markttransparenz im Interesse des Anlegers widersprachen der bis dahin sehr informellen, auf professionelle Selbstregulierung und Geheimhaltung von Marktpraktiken basierenden Regulierungstradition. Demgegenüber entsprach die flexible, auf Interaktion zwischen Aufsicht und Managementebene großer Banken ausgerichtete Bankenregulierung eher dem Leitmodell der 90er-Jahre.

*Deutschland* stand, verglichen mit den beiden anderen Ländern, sicher unter dem größten Anpassungsdruck. Im Kapitalmarktsektor widersprachen eine auf föderaler Selbstregulierung und Geheimhaltung von Handelspraktiken gegründete Regulationsstruktur und -philosophie fundamental dem amerikanischen Vorbild. In der Bankenregulierung stand der auf hierarchisch-legalistischen Umgang mit den Regulierten, Gleichbehandlung und verbandlich-standardisierte Überwachung basierende Regulierungsstil dem nunmehr differenzierten und auf flexible Einzellösungen ausgerichteten Leitmodell gegenüber (vgl. Schaubild 7-2).

Vergleicht man nun den objektiven Reformbedarf mit der Reichweite des tatsächlich erfolgten sektoralen Umbaus in den drei Ländern, so ist festzustellen, dass Großbritannien sicherlich die am weitesten gehenden Reformen vollzogen hat, Deutschland an zweiter Stelle einzuordnen wäre und die Vereinigten Staaten wohl die am wenigsten weit reichenden Umstrukturierungen vornahmen.

*Großbritanniens* Umbau des heimischen Regulierungsregimes ging letztlich über diejenigen Strukturelemente hinaus, die sich entweder marktvermittelt

Schaubild 7-2 Nationaler Anpassungsdruck im Banken- und Kapitalmarktsektor

		Sektor	
		Kapitalmarkt	Banken
Anpassungsdruck	hoch	Großbritannien Deutschland	USA (1970–1995) Deutschland (ab 1995)
	niedrig	USA	Großbritannien

oder in koordinierter Form international durchsetzen. So war die Verlagerung der Bankenaufsicht von der britischen Zentralbank auf eine neugegründete, unabhängige Aufsichtsbehörde mit Zuständigkeit für alle drei Subsektoren des Finanzsektors (Banken, Kapitalmarkt und Versicherungen) eine Maßnahme, die nur zum Teil durch einen externen Anpassungsdruck induziert wurde, sondern vielmehr als vorausschauend bewertet werden muss. Schließlich wird die zunehmende Integration der drei Finanzmarktsegmente bereits jetzt durch die Bündelung von Regulierungszuständigkeiten vorweggenommen. Im Kapitalmarktbereich erfolgte die Ablösung eines völlig selbstregulierten, informellen und auf Diskretion ausgerichteten Regimes durch ein ausschließlich staatliches Regulierungsmodell, in dem die Herstellung von Transparenz über das Kapitalmarktgeschehen nun zu einem zentralen Teil der eigenen Regulierungsphilosophie geworden ist. Die erhebliche Reichweite der Reformen zeigt sich daran, dass es im britischen Finanzsektor nicht nur zu einer Angleichung von Regulierungstechniken und -philosophien an das »hegemoniale Leitmodell« kam, sondern auch eine weit reichende Umgestaltung der institutionellen Kompetenzverteilung in der Regulierung erfolgte, die in puncto »Verstaatlichung« sogar das amerikanische Modell übertrifft. Wie sind diese weit reichenden Reformen erklärbar?

Letztlich können zentrale Merkmale des britischen politischen Systems wie die aus dem Mehrheitswahlrecht resultierende Möglichkeit zu klaren Regierungs- und damit auch Richtungswechseln in der Politik, die starke Position der (Einparteien-)Regierung gegenüber der parlamentarischen Opposition sowie eine unitarische Staatsstruktur als institutionelle Faktoren benannt

werden, die den Reformenerfolg begünstigten. In Großbritannien wurden diese Variablen dann entscheidend, als Fragen der Finanzmarktreform aus dem Zuständigkeitsbereich der Londoner City und damit der politischen Tabuzone herausgelöst und auf die politische Tagesordnung gesetzt wurden. Noch bis zu Beginn der 90er-Jahre verliefen Reformen in Sachen Finanzmarktregulierung sehr inkrementell und endeten mit recht halbherzigen Ergebnissen. So wurde Mitte der 80er-Jahre im Kapitalmarktsektor ein Modell »autorisierter Selbstregulierung« etabliert, bestehend aus dem Securities and Investment Board (SIB) als privater Aufsichtsbehörde, deren Führungspersonal aus Mitgliedern der Londoner City-Banken bestand sowie einer großen Zahl von Self-Regulating Organizations (SROs) mit Selbstregulierungsfunktionen. Auch im Bankensektor begann die Bank of England (BoE) ebenfalls nur sehr zögerlich, vorhandene Regulierungspraktiken zu systematisieren und transparent zu machen. Schließlich hatte der britische Finanzplatz von einem niedrigen Regulierungsniveau bislang erheblich profitiert. Auch als die britische Zentralbank nach dem Konkurs der Barings-Bank selbst unter Beschuss geriet, schien sie eine nur unzureichende Aufklärungspolitik betreiben zu wollen. Mit dem Amtsantritt der Labour-Regierung im Mai 1997 änderte sich die Situation. Hatten die Tories bis dato die Selbstregulierungskompetenz der Londoner City in Fragen der Finanzmarktregulierung nicht angetastet und deshalb dieser die Führung bei allen Reformbestrebungen selbst überlassen, so wurde die regulative Reform des britischen Finanzsektors unter Labour zum Regierungsprogramm. Die Regierung nutzte nun ihre Schlüsselposition dazu, die Stützpfeiler der neuen Allfinanzaufsicht bereits lange vor der Verabschiedung des dafür erforderlichen Gesetzes zu errichten. Im Gesetzgebungsprozess sah sich die Labour-Regierung mit Widerständen der Peers im Oberhaus konfrontiert, bei denen es sich teils um Vorstandsmitglieder alteingesessener Londoner Banken handelte. Zwar konnte das Oberhaus die Verabschiedung des Financial Services and Markets Bill nicht endgültig, sondern nur aufschiebend blockieren; gleichwohl war die Regierung Blair bestrebt, alle Widerstände durch enge Konsultation mit Mitgliedern der City auszuräumen. Insofern bemühte sich auch Labour ähnlich wie bereits die Tories um einen konsensuellen Umgang mit den Marktteilnehmern der Londoner City, überließ diesen jedoch, anders als die konservative Vorgängerregierung, nicht die Initiative bei der anstehenden Finanzmarktreform. Dort, wo die Politik dezidiert keine Führungsrolle übernehmen wollte, wie bei der Vermarktlichung und Elektronisierung des Börsenhandels, nutzten kleinere Marktakteure wie Broker und Jobber ihre Schlüsselstellung in den Entscheidungsgremien der Londoner Börse dazu,



den Privatisierungsprozess nachhaltig zu blockieren. Das Beispiel zeigt einmal mehr, dass das britische politische System die Möglichkeit zu umfassenden Reformen bietet, sofern diese von der Regierungspartei gewollt und konsequent umgesetzt werden.

In *Deutschland* und den *USA* geriet der Reformprozess hingegen immer dann ins Stocken, wenn die staatliche Zuständigkeitsstruktur fragmentiert war, was für die föderale Verteilung der Regulierungskompetenzen im deutschen Kapitalmarktsektor und im amerikanischen Bankensektor galt. In beiden Ländern führte die föderale Regulierungsstruktur dazu, dass sich die potentiellen Verlierer der angestrebten Reformen unter den Marktteilnehmern mit Teilen des Staatsapparates gegen die jeweiligen nationalen Modernisierungskoalitionen verbündeten. In Deutschland handelte es sich bei der relevanten »Vetokoalition« um ein Bündnis der um ihre Kompetenzen fürchtenden Bundesländer mit den regionalen Marktakteuren wie Regionalbörsen und den kleineren Banken gegen Bund und die Großbanken. Der schleppende Reformprozess in Fragen der Neuordnung von Aufsichtskompetenzen über den Kapitalmarktsektor war in Deutschland nicht zuletzt der Tatsache geschuldet, dass Börsenrecht zum Bereich zustimmungspflichtiger Politikbereiche zählt und die Länder aus diesem Grunde wichtige Verhandlungspartner des Bundes sind. Wie auch in anderen Politikfeldern, die durch Strukturen föderaler Politikverflechtung gekennzeichnet sind, ließen sich die Länder hier einen Kompetenzzuwachs des Bundes in Form einer neuen Bundesaufsichtsbehörde nur durch Erweiterung eigener Zuständigkeiten abkaufen. Im Unterschied zum Umbau der Regulierungsstruktur vollzog sich die zunehmende Konzentration des deutschen Börsenmarktes unter dem Dach der Deutschen Börse in Frankfurt sehr viel zielgerichteter. Der Grund dafür liegt darin, dass die deutschen Großbanken die Zentralisierung und Elektronisierung des Börsenhandels in Frankfurt aktiv vorantrieben und mit der Umwandlung des deutschen Börsenverbundes in eine Aktiengesellschaft zugleich auch die Stimmenmehrheit erhielten. Auf diese Weise wurden die Entscheidungsstrukturen zu ihren eigenen Gunsten und zu Lasten der Regionalbörsen verschoben. Prinzipiell verstärkt die Zentralisierung des Kapitalmarktes auch die Tendenz zur Bündelung von Aufsichtsfunktionen auf Bundesebene. Allerdings steht die Tatsache, dass Aufgaben der Strafverfolgung grundsätzlich in der Zuständigkeit der Bundesländer liegen, einer vollständigen Verlagerung von »Enforcement«-Kompetenzen auf das Bundesaufsichtsamt für das gesamte Kreditwesen (BAWe) beziehungsweise die zukünftige Allfinanzaufsicht entgegen.

Anders als in Deutschland war in den USA im Wesentlichen der Kongress das Forum, in dem Reformen der Bankenregulierung ausgefochten wurden. Der Kongress trat meist nach dem Bekanntwerden der in den 80er- und frühen 90er-Jahren zahlreichen Bankenzusammenbrüche und Finanzkrisen auf den Plan und führte Anhörungen durch, um etwaige Aufsichtsmängel aufzudecken. Gemäß der durch den Trennföderalismus geprägten Struktur der Bankenaufsicht verteilten sich die Regulierungszuständigkeiten sowohl auf mehrere Aufsichtsbehörden des Bundes als auch auf die Einzelstaaten. Zudem existierten je nach multinationaler, regionaler oder lokaler Ausrichtung von Geschäftstätigkeit einer Bank differenzierte Eigenkapitalstandards. Da Konkursfälle jedoch in erster Linie die international tätigen Banken betrafen, für die die Regulierungsbehörden des Bundes zuständig waren, konzentrierten sich die Reformbemühungen vorwiegend auf deren verbesserte Koordination untereinander sowie auf höhere Eigenkapitalstandards für die Gruppe internationaler Banken. Deshalb war die föderale Konfliktlinie zwischen Bund und Einzelstaaten in Regulierungsangelegenheiten nicht so ausgeprägt wie in Deutschland. Regionale Lobbygruppen wie Regionalbanken oder lokale »community banks« wirkten vermittelt durch ihre Einzelstaatenvertreter im Kongress lediglich darauf hin, bei der Anhebung von Quoten der Eigenkapitalunterlegung etwaige »Spillover«-Effekte auf die eigene Bankengruppe zu verhindern. Umgekehrt führten die »multinationals« mögliche Wettbewerbsungleichgewichte gegenüber den überregionalen Banken im Fall höherer Eigenkapitalstandards ins Feld, weil die »superregionals« einerseits im Zuge der Deregulierung des amerikanischen Bankensektors an Bedeutung gewannen, andererseits jedoch nicht den Basler Standards unterlagen. Die je nach Bankengröße und letztlich auch zwischen Bund und Einzelstaaten differenzierten Eigenkapitalbestimmungen verminderten letztlich den Bedarf an Harmonisierung von Standards innerhalb des föderalen Systems und somit auch genuin föderale Konflikte im Reformprozess. Im Zuge fortschreitender Konzentrationsprozesse auf dem amerikanischen Bankenmarkt wird die Zahl der durch Bundesregulatoren beaufsichtigten »Bank Holdings« weiter zunehmen, während die Regulierungsdomäne der Einzelstaaten durch Fusionen von »state banks« weiter schrumpfen wird. Wie auch im deutschen Börsensektor begünstigt die Konzentration der Marktstruktur damit eine stärkere Bündelung der Regulierungskompetenzen auf Bundesebene (vgl. hierzu Deeg/Lütz 2000). Eine Fusion aller Regulierungsbehörden des Bundes zeichnet sich allerdings auch weiterhin nicht ab. Insgesamt blieb die Reichweite der Umbauprozesse in beiden Ländern deutlich hinter den britischen Reformen zurück.

Schaubild 7-3 Nationale Reformblockaden und Staatsstruktur im Regulierungsfeld

		Staatsstruktur	
		unitarisch	dezentral
Reformblockade	ja		USA (Banken)  Deutschland (Kapitalmarkt)
	nein	Großbritannien (Kapitalmarkt)  Deutschland (Banken)	

Dort, wo die staatliche Zuständigkeitsstruktur eher zentralisiert war, wie im amerikanischen Kapitalmarkt- und im deutschen Bankensektor, wurden Prozesse der Re-Regulierung leichter vorangetrieben. In den USA gelang es der SEC als zuständiger Regulierungsbehörde besonders in Krisensituationen, Unterstützung im Kongress für gesetzliche Maßnahmen zu erhalten und auf diese Weise Widerstände von Marktteilnehmern zu überwinden. Zudem entwickelte sich die SEC zum Anwalt der stetig wachsenden Lobbygruppe institutioneller Anleger, die das am Erhalt des Status quo interessierte Kartell von Mitgliedern der New Yorker Börse aufbrach. Die SEC profitiert insbesondere von den Spielräumen, die das amerikanische Common Law zur inkrementellen Fortbildung des Kapitalmarktrechts bietet. Seit den 60er-Jahren inszenierte die Aufsichtsbehörde zahlreiche Präzedenzfälle, um die eigenen Kompetenzen zur Strafverfolgung (»enforcement«) gerichtlich spezifizieren zu lassen. Eine Privatisierung und Elektronisierung des Börsenhandels wird von der SEC ausdrücklich begrüßt, jedoch politisch nicht forciert. Entsprechend schleppend verläuft daher auch die Zentralisierung des amerikanischen Börsenmarktes. Allerdings profitiert die SEC vom Aufkommen elektronischer Handelssysteme und von der Nutzung des Internet zu Handelszwecken, weil sie sich dadurch neue Regulierungsdomänen erschließen kann.

Im deutschen Bankensektor koordinierte das zuständige Bundesaufsichtsamt Anpassungen der Eigenkapitalstandards zusammen mit den Bankenverbänden bis in die 90er-Jahre weitgehend problemlos. Ende der 90er-Jahre setzten zunehmender Wettbewerbsdruck und die Einführung je nach Bankengruppe differenzierter Regulierungstechniken zwar das deutsche auf kollektiven Standards basierende Regulierungsmodell unter erheblichen Reformdruck. Letztlich führen diese Entwicklungen zur wachsenden Heterogenisierung von Interessen innerhalb der drei zentralen Bankengruppen des deutschen Finanzsektors. Je nach Institutsgröße verlaufen diese nun innerhalb des Sparkassenverbundes oder der genossenschaftlichen Bankengruppe, aber auch zwischen Global Players und kleineren Regionalbanken und damit in jedem Fall quer zu den Grenzen des deutschen »Gruppenwettbewerbes«. Diese Strukturveränderungen schwächen jedoch eher die verbandlichen Kapazitäten der Interessenvermittlung und -regulierung als die des Staates. Auch oder vielleicht gerade unter zugespitztem Anpassungsdruck erwies sich das Bundesaufsichtsamt als wichtiger Akteur, der die Umsetzung von Basler Empfehlungen beziehungsweise europäischen Richtlinien auf nationaler Ebene moderierte (vgl. als Überblick zu diesem Kapitel Schaubild 7-3).

#### 7.4 Zwischen Außen und Innen – Der regulative Staat im internationalen Mehr-Ebenen-System

Festzuhalten bleibt zunächst, dass nicht alle Teile des Staates durch Globalisierung geschwächt werden. Im Politikfeld der Finanzmarktregulierung können wir im Gegenteil beobachten, dass in allen untersuchten Ländern der internationalisierte Bereich der Bundesexekutive eher gestärkt wird. Hierzu zählen Fachreferate von Finanzministerien, Staatssekretäre, Zentralbankgouverneure und vor allem Vertreter nationaler Aufsichtsbehörden des Finanzsektors. Neue Autonomiegewinne ergeben sich dadurch, dass diese Akteure und nicht etwa Außenminister oder Regierungschefs Schlüsselpositionen an der Schnittstelle zwischen verschiedenen politischen Handlungsebenen einnehmen.

*Nach außen* ist es eine spezialisierte, nationalstaatliche Bürokratie, die europäische oder internationale Koordinationsgremien besetzt und daran arbeitet, das eigene nationalstaatliche Regulierungsmodell internationalen

Standards anzupassen. In der Tat sind Nationalstaaten bei der Formulierung neuer Spielregeln für Finanzmärkte nicht mehr souverän, sondern in interdependente Strukturen eingebunden. Bei diesen »government networks« (Slaughter 2000) handelt es sich um multilaterale Koordinierungsgremien in Regulierungsfragen wie das Basler Komitee oder die International Organization of Securities Commissions (IOSCO), um bilaterale, eher auf die Koordination der Überwachungspraxis ausgerichtete Memoranda of Understanding (MoU), aber auch um europäische Entscheidungsgremien wie den Ministerrat oder die europäische Komitologie (wie der Beratende Bankenausschuss oder der neugegründete Europäische Wertpapierausschuss). Alle diese Gremien sind im Kern *intergouvernemental*; denn es geht um die Repräsentation und Koordinierung nationaler Interessen, auch wenn sich diese oftmals im Gewand von Fachdiskursen vollzieht. Der intergouvernementale Charakter von Koordinationsprozessen im Bereich der Finanzmarktregulierung liegt im Prinzip des »home country control« begründet (Kapstein 1996). So wurde die vorrangige Zuständigkeit des Heimatlandes in Fragen der Finanzmarktaufsicht sowohl vom Basler Komitee als auch von der EU anerkannt. Nationalstaaten koordinieren sich, um gemeinsame Kooperationsvorteile auszuschöpfen und sich beispielsweise besser gegen negative Externalitäten wie Finanzkrisen schützen zu können. Zwischenstaatliche Kooperation ist dabei nicht notwendigerweise konfliktfrei. Jeder Nationalstaat ist bestrebt, die eigenen Anpassungskosten im Fall regulativer Harmonisierung zu minimieren und strebt deshalb ein Regulierungsmodell an, welches dem eigenen möglichst ähnlich sieht (Lütz 1999). Dies zeigt sich auch im Kapitalmarktsektor, wo die Adaptation eines transparenzorientierten Regulierungsstandards unmittelbare Implikationen für die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines nationalen Finanzplatzes besitzt. Anders als im Bankensektor entscheidet hier weniger die Verhandlungs-, sondern die Marktmacht eines Nationalstaates darüber, wessen Regulierungsmodell als Vorbild für internationale Diffusionsprozesse dient. Entscheidungsprozesse in diesen »government networks« sind deshalb in ihren entscheidenden Phasen eher durch interessengeleitetes »bargaining« der nationalen Repräsentanten als durch problemlösungsorientierte Deliberation geprägt (zu den unterschiedlichen Entscheidungsstilen vgl. Scharpf 1989). So hat die Harmonisierung der Bankenregulierung auf Basler Ebene gezeigt, dass Koordination zwar über weite Strecken detailbezogen und daher rein technischer Natur sein kann, jedoch die Frage, welche nationalen Regulierungstraditionen bei der Harmonisierung eher begünstigt oder benachteiligt werden, eine eminent verteilungspolitische ist und zu entsprechenden Konflikten zwischen den Mit-

gliedsstaaten führt. Bislang hat der intergouvernementale Charakter der im Finanzsektor entstandenen »government networks« auch für die europäische Ebene gegolten (vgl. mit dieser These bezogen auf die EU grundsätzlich Moravcsik 1998, 1999, 2001). Ob sich durch die anstehende Straffung von Entscheidungsverfahren in Angelegenheiten des Finanzbinnenmarktes daran etwas ändern wird, ist fraglich. So hat der Ministerrat bei der Neugestaltung von Entscheidungsverfahren bewusst darauf geachtet, über die grundlegende Richtung der Harmonisierung in Form von Rahmenrichtlinien selbst entscheiden zu können und sich zudem Vetorechte in »sensiblen« Regulierungsfragen gesichert, während allein die technischen Details durch die (wiederum mit nationalen Aufsichtsvertretern) besetzte Komitologie geregelt werden sollen. Durch dieses Verfahren werden die eher politisierten Verteilungsfragen darüber, welcher Staat etwa bei der Harmonisierung begünstigt oder benachteiligt wird, von der Regelung technischer Sachfragen entkoppelt (vgl. Scharpf 1992 zu dieser klassischen Form der Bearbeitung von Verteilungskonflikten in Verhandlungssystemen). Damit wurde ein möglicherweise vielversprechender Weg zur Beschleunigung, jedoch nicht unbedingt zur Supranationalisierung von Entscheidungsverfahren in Fragen des Finanzbinnenmarktes eingeschlagen.

Dass erfolgreiche Koordination und Selbstbindung auf internationaler Ebene *innenpolitisch* zu einem Gewinn an Handlungsautonomie führen kann, ist mittlerweile ein bekanntes intergouvernementalistisches Argument (vgl. Moravcsik 1997). Edgar Grande hat diesen Zusammenhang treffend als »Paradox der Schwäche« bezeichnet (Grande 1996). Wenn sich Regierungen international auf eine bestimmte Lösung geeinigt haben, fällt es schwer, diese innenpolitisch wieder in Frage zu stellen. Vertreter nationaler Finanzministerien und Regulierungsbehörden, die sich an der Schnittstelle zwischen europäischer beziehungsweise internationaler Ebene und dem nationalen Territorium bewegen, können mit dem Verweis auf die nach außen »gebundenen Hände« durchaus leichter innenpolitische Widerstände überwinden. In den USA konnten sich Bundesregulatoren wie das Office of the Comptroller of the Currency (OCC) und die nationale Zentralbank Fed durch den Hinweis auf die Notwendigkeit der Einhaltung der Basler Verpflichtungen leichter gegenüber der heimischen Großbankenlobby durchsetzen, die zusammen mit ihren Koalitionspartnern im Kongress versuchte, Vorstöße zur Re-Regulierung zu blockieren (vgl. Kapitel 6.1). Der deutsche Fall zeigt, dass Autonomiegewinne nationaler Regulierungsbehörden auch in der Kontrolle von Entscheidungsprozeduren liegen können (vgl. Kapitel

6.3). Als »gatekeeper« zu den oberen Entscheidungsebenen in Basel und Brüssel überblickt das zuständige Bundesaufsichtsamt günstige Zeitpunkte für das Einbringen »nationaler Interessen« in den politischen Prozess, was seine Stellung gegenüber den nationalen Interessengruppen wie den Bankenverbänden stärkt. So kann die Regulierungsbehörde Form und Zeitpunkt verbandlicher Intervention nicht nur in den nationalen, sondern auch in den internationalen Politikprozess mitbestimmen. Umgekehrt wachsen die Autonomiegewinne des Schnittstellenmanagers gegenüber den nationalen Interessengruppen je größer der Zeitdruck ist, unter dem die Umsetzung international koordinierter Regeln auf nationaler Ebene steht. Je weniger Zeit für Anhörungen oder Konsultationen privater Interessen verbleibt, desto schwieriger wird es für diese, sich wie in Deutschland üblich, untereinander zu koordinieren, um gegenüber den staatlichen Behörden in einer stärkeren Position zu sein. Wenn Verbände es dann ohnehin schwerer haben, die zunehmend heterogenen Interessen ihrer Mitglieder zu integrieren, werden Autonomiegewinne staatlicher Akteure zusätzlich verstärkt.

Vieles spricht demnach dafür, dass eine technokratische Elite innerhalb der nationalstaatlichen Bürokratie die eigentliche Gewinnerin von Globalisierungsprozessen ist. Exklusive Außenkontakte, die Kontrolle von Zugangsmöglichkeiten zum internationalen Mehr-Ebenen-System, aber auch Wissensvorsprünge beim Umgang mit einer zunehmend spezialisierten und technischen Materie privilegieren diesen Teil der Bürokratie gegenüber dem Rest des Staatsapparates. Bedeutet dies zwangsläufig auch Verluste an demokratischer Legitimität im Fall regulativer Politik? Ob dies so sein muss, hängt nicht zuletzt davon ab, wie die Institutionen des regulativen Staates in das jeweilige nationale politische System und dessen Legitimationswege integriert sind. Im Ländervergleich zeigen sich höchst unterschiedliche Verwaltungs- und Regulierungsstrukturen; ebenso unterschiedlich sind Formen parlamentarischer oder zivilgesellschaftlicher Kontrolle von Regulierungsinstitutionen.

In *Deutschland* besteht eine lange Tradition der Existenz von Regulierungsbehörden, nicht nur im Finanzsektor, sondern auch im Kartellrecht (vgl. Thatcher/Stone Sweet 2002: 13). Im Unterschied zu den USA oder zu Großbritannien handelt es sich hierbei nicht um unabhängige Regulierungsorgane, sondern um »obere Bundesbehörden«, die in die Bundesverwaltung integriert sind und der Rechts- und Fachaufsicht eines Bundesministeriums unterstehen. Neugegründete Regulierungsorgane, wie beispielsweise das BAWe im Kapitalmarktsektor, wurden gemäß dieser Verwaltungstradition ebenfalls zu Bundesoberbehörden und unterstehen der Aufsicht des Bundes-

finanzministeriums. Dadurch sind die Institutionen des regulativen Staates verlängerter Arm der Exekutive und gegenüber dem Parlament oder Bundestagsausschüssen im Besonderen nicht rechenschaftspflichtig. Kontakte zu der eigenen Klientel umfassen Konsultationen und Anhörungen. An dieser hierarchischen und exekutivlastigen Form der Institutionalisierung von Regulierungsorganen ändert sich auch durch die anstehende Integration der bestehenden Finanzaufsichtsbehörden in eine neue »Bundesanstalt« nicht viel. Diese untersteht formal wiederum dem Bundesfinanzministerium, ist allerdings finanziell aus dem Bundeshaushalt ausgegliedert und wird ausschließlich durch die Marktteilnehmer finanziert. Eine größere zivilgesellschaftliche Kontrolle ist möglicherweise dadurch gewährleistet, dass Marktteilnehmer Sitze im Verwaltungsrat der Behörde erhalten und Verbände sowie Verbraucherschutzgruppen in einem Fachbeirat repräsentiert sind.

Die *Vereinigten Staaten* gelten als das institutionelle Vorbild für den Aufbau von Regulierungsbehörden in Europa. Die Gründung von Behörden zur Regulierung von Marktsegmenten im Zuge der New-Deal-Phase der 30er-Jahre oder auch zur Verfolgung eher sozialer Anliegen wie im Umwelt- oder Verbraucherschutz in den 70er-Jahren galt als Weg der Stärkung des Bundes gegenüber den Einzelstaaten und somit als Schlüssel des Staatsaufbaus in den USA (zur historischen Entwicklung vgl. Eisner/Worsham/Ringquist 2000: 35–57). Gleichwohl hat auch in den USA dieser »fourth branch of government« sehr vielfältige Gesichter. Neben dem Typ einer klassischen unabhängigen Regulierungsbehörde wie der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) oder auch der SEC, die legislative, exekutive und auch judikative Funktionen bündelt, existieren auch Regulierungsorgane wie das OCC, die ähnlich wie deutsche Bundesoberbehörden verlängerter Arm der Ministerialverwaltung sind (hier Department of Treasury). Im Unterschied zum deutschen Verwaltungsmodell sind jedoch alle amerikanischen Regulierungsorgane spezifischen Kontrollausschüssen im Senat und Repräsentantenhaus gegenüber rechenschaftspflichtig. Wie wir gesehen haben, reagieren diese in Krisenfällen durchaus sensibel und haben immer wieder Anstöße zur Restrukturierung von Aufsichtsstrukturen und -praktiken gegeben. Regelmäßige Anhörungen der eigenen Klientel werden in den USA formal durch Bestimmungen des Administrative Procedure Act (APA) geregelt.

In *Großbritannien* gehen Regulierungsbehörden wie etwa die im Eisenbahnsektor bereits auf das 19. Jahrhundert zurück (Thatcher 2002: 137). In den 90er-Jahren dieses Jahrhunderts wurden außer im Finanzsektor zudem eine Vielzahl von neuen Aufsichtsorganen in den vormals verstaatlichten



und jetzt privatisierten Infrastrukturektoren wie Telekommunikation, Post, Energie, Wasserwirtschaft, aber auch im Mediensektor gegründet. Hinzu kamen Aufsichtsorgane in Feldern sozialer Regulierung wie Umweltschutz und Lebensmittelsicherheit (Thatcher 2002: 128). Im Unterschied zu den unabhängigen Regulierungsbehörden amerikanischer Prägung sind die britischen Aufsichtsinstanzen Teil der Regierungsverwaltung und sowohl gegenüber dem jeweils zuständigen Ministerium als auch dem jeweiligen »Select Committee« des Unterhauses gegenüber berichtspflichtig. Behörden wie die Financial Services Authority müssen sich zusätzlich gegenüber einem Konsumenten- und Praktikerpanel verantworten. Im britischen Finanzsektor verlagerten sich auf diese Weise regulative Diskurse und Entscheidungsprozesse zunehmend aus dem Dunstkreis eines Elitennetzwerkes hinaus und hinein ins Parlament. Die demokratische Qualität des regulativen Staates kann demnach je nach Typ der nationalen Verwaltungsstruktur und ihrer Verkopplung mit dem nationalen politischen System sehr unterschiedlich sein.

Wie lässt sich das neue Gesicht des regulativen Staates nun abschließend beschreiben? Der regulative Staat ist sektoral disaggregiert und janusköpfig. Im Finanzsektor arbeitet der Staat nach außen daran mit, das eigene regulative Regime Standards anzupassen, welche über Markt- oder Koordinationsprozesse internationale Verbreitung finden. Im Zuge solch außengesteuerter *Homogenisierungsprozesse* gewinnen spezialisierte Teile der Bundesverwaltung prinzipiell an Autonomie, etwa gegenüber den Bundesländern oder Einzelstaaten oder wie im deutschen Fall auch gegenüber der ministeriellen Exekutive und dem Parlament. Die Kehrseite einer wachsenden Homogenisierung der internationalen Expertokratie ist im Finanzsektor die *Ausdifferenzierung im Innenleben nationaler und sektoraler Regulierungsmodelle*. Kollektiv standardisierte oder auch dezentral angesiedelte Arrangements der Selbstverwaltung greifen allenfalls dort, wo lokale Betroffenheiten und homogene Interessen privater Akteure vorliegen, also etwa im Bereich regionaler Börsenmärkte und in den Geschäftsbereichen kleiner und mittlerer Wertpapierhäuser, Makler, Banken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Dort aber, wo es darum geht, Kompatibilität mit globalen Standards herzustellen, zieht die nationale Expertokratie die Verantwortung an sich und schafft, wie im Bankensektor, Speziallösungen für global orientierte Institute. Regulative Staatlichkeit unterliegt damit mehr und mehr zentrifugalen Tendenzen: Der zunehmenden Integration nach außen entspricht eine wachsende Desintegration im Innern – ein Befund, der aus politikwissenschaftlicher Sicht nicht unbedingt zu beruhigen vermag.

## Literatur

- Aaronovitch, Sam, 1961: *The Ruling Class. A Study of British Finance Capital*. London: Lawrence and Wishart.
- Abelshausen, Werner, 1983: *Wirtschaftsgeschichte der Bundesrepublik Deutschland 1945–1980*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Akerlof, George A., 1970: The Market for »Lemons«: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. In: *Quarterly Journal of Economics* 84, 488–500.
- Albert, Mathias, et al., 1999: *Die Neue Weltwirtschaft. Entstofflichung und Entgrenzung der Ökonomie*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Albrow, Martin, 1998: *Abschied vom Nationalstaat. Staat und Gesellschaft im globalen Zeitalter*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Altendorfer, Christian, 1995: *Die US-amerikanische Kapitalmarktaufsicht (SEC). Ein Modell für Österreich?* Wien: Service Fachverlag.
- Althaus, Annette, 1997: *Amtshilfe und Vor-Ort-Kontrolle*. Bern: Stämpfli & Cie.
- Altwater, Elmar/Birgit Mahnkopf, 1996: *Grenzen der Globalisierung*. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Arnold, Wolfgang, 1985: Die Novelle des deutschen Kreditwesengesetzes. In: *Österreichisches Bankarchiv* 3, 87–96.
- Atkinson, Michael M./William D. Coleman, 1989: Strong States and Weak States. Sectoral Policy Networks in Advanced Capitalist Economies. In: *British Journal of Political Science* 19(1), 48–67.
- Auer, Ulrich von, 2000: Die mexikanische Pesokrise 1994. In: Christian A. Conrad/Markus Stahl (Hrsg.), *Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 91–97.
- Baehring, Bernd, 1985: *Börsen-Zeiten. Frankfurter Wertpapierbörse 1585–1985*. Frankfurt a.M.: Frankfurter Wertpapierbörse.
- Bähre, Inge Lore, 1981: Der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Bankenaufsicht von 1934 bis zur Gegenwart. In: Institut für bankhistorische Forschung e.V. (Hrsg.), *Der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Bankengesetzgebung. 7. Symposium zur Bankgeschichte am 9. Oktober 1981*. Frankfurt a.M.: Knapp, 23–37.

- Bagehot, Walter, 1901: *Lombard Street. A Description of the Money Market*. London: Kegan Paul, Trench, Trübner & Co.
- Bank of England, 1997: *A Risk Based Approach to Supervision, the RATE-Framework*. A Consultative paper, March 1997. London: Bank of England.
- , 1998: *Banking Act Report 1997/1998*. London: Bank of England.
- Basel Committee on Banking Supervision, 1996: *Overview of the Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*. Basel: Basel Committee.  
<<http://www.bis.org/publ/bcbs23.pdf>>
- , 1999a: *Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basel Accord*. Working Paper No. 1. Basel: Bank for International Settlements.  
<[http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp1.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp1.pdf)>
- , 1999b: *A New Capital Adequacy Framework*. A Consultative Paper by the Basel Committee on Banking Supervision, June 1999. Basel: Basel Committee.  
<<http://www.bis.org/publ/bcbs65.pdf>>
- , 2000: *Range of Practice in Bank's Internal Rating Systems*. A Discussion Paper issued by the Basel Committee on Banking Supervision, January 2000. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.  
<<http://www.bis.org/publ/bcbs66.pdf>>
- , 2001: *Overview of the New Basel Capital Accord*. A Consultative Document issued by the Basel Committee on Banking Supervision. Basel: Basel Committee on Banking Supervision.  
<<http://www.bis.org/publ/bcbsca02.pdf>>
- Baum, Harald/Stephan Breidenbach, 1990: *Die wachsende internationale Verflechtung der Wertpapiermärkte und die Regelungspolitik der U.S. Securities and Exchange Commission: Neue Entwicklungen in der internationalen Anwendung des amerikanischen Kapitalmarktrechts*. Wertpapier-Mitteilungen, Teil 4: Wirtschafts-, Wertpapier- und Bankrecht, Sonderbeilage Nr. 6. Frankfurt a.M.
- Bayne, Nicolas, 1997: Changing Patterns at the G7 Summit. In: *G8 Governance* No. 1, May 1997.  
<<http://www.g7.utoronto.ca/g7/governance/gov1/>>
- BBA (British Bankers Association), 1999a: *Briefing Points*, 3 June 1999.  
<<http://www.bba.org.uk>>
- , 1999b: *Submission on the Financial Services and Markets Bill*.  
<<http://www.bba.org.uk/public/newsroom/35451/878>>
- Beck, Ulrich, 1997: *Was ist Globalisierung?* Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Benz, Arthur, 1997: Kooperativer Staat? Gesellschaftliche Einflußnahme auf staatliche Steuerung. In: Ansgar Klein/Rainer Schmalz-Bruns (Hrsg.), *Politische Beteiligung und Bürgerengagement in Deutschland*. Bonn: Bundeszentrale für Politische Bildung, 88–113.
- Benz, Arthur/Klaus H. Goetz, 1996: The German Public Sector: National Priorities and the International Reform Agenda. In: Arthur Benz/Klaus H. Goetz (Hrsg.),

- A New German Public Sector? Reform, Adaptability and Stability.* Aldershot: Dartmouth, 1–26.
- Bernauer, Thomas, 2000: *Staaten im Weltmarkt*. Opladen: Leske + Budrich.
- Berger, Suzanne/Ronald Dore (Hrsg.), 1996: *National Diversity and Global Capitalism*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Beyer-Fehling, Hermann/Alexander Bock, 1975: *Die deutsche Börsenreform und Kommentar zur Börsengesetznovelle*. Frankfurt a.M.: Knapp.
- Bisignano, Joseph, 1999: *Precarious Credit Equilibria: Reflections on the Asian Financial Crisis*. BIS Working Paper No. 64. Monetary and Economic Department. Basel: Bank for International Settlements.
- BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich), 1986: *Recent Innovations in International Banking*. Prepared by a Study Group established by the Central Banks of the Group of Ten Countries. Basel: BIZ.
- , *Jahresbericht*. Versch. Jahrgänge. Basel: BIZ.
- Blommestein, Hans, 1998: Impact of Institutional Investors on Financial Markets. In: OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) (Hrsg.), *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. Paris: OECD, 29–106.
- BMF (Bundesministerium der Finanzen) (Hrsg.), 1979: *Grundsatzfragen der Kreditwirtschaft. Bericht der Studienkommission*. Schriftenreihe des BMF, Heft 28. Bonn: Stollfuß.
- , 1992: *Konzept Finanzplatz Deutschland vom 6. Januar*. Unveröffentlichtes Manuskript. Bonn: BMF.
- , 2001: *Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz) (FINDAG). Entwurf und Begründung*. Drucksache 14/7033.
- , 2002: *Grünes Licht für neue integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht*. Pressemitteilung vom 22. März.
- Born, Karl-Erich, 1977: *Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert*. Stuttgart: Kröner.
- , 1978: Die Auseinandersetzung um Einführung der Bankenaufsicht (1931). In: Institut für bankhistorische Forschung e.V. (Hrsg.), *Die Banken im Spannungsfeld von Notenbank und Bankenaufsicht*. 4. Symposium zur Bankengeschichte am 19. Oktober 1977. Frankfurt a.M.: Knapp, 13–23.
- , 1983: Vom Beginn des Ersten Weltkrieges bis zum Ende der Weimarer Republik (1914–1933). In: Institut für Bankhistorische Forschung (Hrsg.), *Deutsche Bankengeschichte*, Bd. 3: *Vom Ersten Weltkrieg bis zur Gegenwart*. Frankfurt a.M.: Knapp, 17–146.
- , 1990: Banken Krisen der Zwischenkriegszeit. In: Institut für bankhistorische Forschung (Hrsg.), *Ursachen, Anlässe und Überwindung von Banken Krisen*. Drittes Wissenschaftliches Kolloquium des Instituts für bankhistorische Forschung am 10.6.1988 in Stuttgart. Frankfurt a.M.: Knapp, 22–34.

- Boyer, Robert/Daniel Drache, 1996: Introduction. In: Robert Boyer/Daniel Drache (Hrsg.), *States Against Markets: The Limits of Globalization*. London: Routledge, 1–27.
- Börsenfachministerkonferenz, 1991: *Beschluß der Börsenfachministerkonferenz am 7. Oktober 1991*. Unveröffentlichtes Manuskript. Düsseldorf.
- , 1993: *Beschluß der Börsenfachministerkonferenz am 25. Januar 1993 über die künftige Struktur der Wertpapierhandelsaufsicht*. Unveröffentlichtes Manuskript. Bonn.
- Braithwaite, John/Peter Drahos, 2000: Financial Regulation. In: John Braithwaite/Peter Drahos, *Global Business Regulation*. Cambridge: Cambridge University Press, 88–142.
- Bremer, Heinz, 1976: *Die Börsensachverständigenkommission 1968–1975. Aufgaben und Ergebnisse*. Berlin: De Gruyter.
- Breuer, Rolf-E., 1992a: Die Deutsche Terminbörse – Vorreiter einer Börsenlandschaft der 90er Jahre? In: Wolf-Rüdiger Heilmann (Hrsg.), *Geld, Banken und Versicherungen. Beiträge zum 5. Symposium Geld, Banken und Versicherungen an der Universität Karlsruhe vom 12.–15. Dezember 1990*. Karlsruhe: Verlag Versicherungswirtschaft (VWV), 3–15.
- , 1992b: Europa und Börse. In: Arbeitsgemeinschaft deutscher Wertpapierbörsen (Hrsg.), *Europa und Börse*. Frankfurt a.M.: Selbstverlag, 10–22.
- , 1992c: Die Bedeutung des Rating am Kapitalmarkt. In: Wolfram Engels (Hrsg.), *Anlegerschutz und Vertrauensbildung an Finanzmärkten*. Frankfurt a.M.: Knapp, 75–89.
- , 2000: Die fünfte Gewalt. In: *Die Zeit*, 27. April 2000, 21–22.
- Brown, Philip, 1997: The Politics of the EU Single Market for Investment Services: Negotiating the Investment Services and Capital Adequacy Directives. In: Geoffrey R.D. Underhill (Hrsg.), *The New World Order in International Finance*. London: Macmillan, 124–143.
- Bundesratsdrucksache 290/1/1987 vom 7. Dezember 1987: Empfehlungen der Ausschüsse zum Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte. KOM (87)111.
- Bundestagsdrucksache 11/2358 vom 24. Mai 1988: Beschlußempfehlung und Bericht des Finanzausschusses zum Vorschlag für eine Richtlinie des Rates zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte. KOM (87)111.
- Burghof, Hans-Peter/Bernd Rudolph, 1996: *Bankenaufsicht. Theorie und Praxis der Regulierung*. Wiesbaden: Gabler.
- Busch, Andreas/Thomas Plümper (Hrsg.), 1999: *Nationaler Staat und internationale Wirtschaft. Anmerkungen zum Thema Globalisierung*. Baden-Baden: Nomos.
- Büschgen, Hans E., 1993: *Bankbetriebslehre. Bankgeschäfte und Bankmanagement*. 4. überarb. Aufl. Wiesbaden: Gabler.
- Caporaso, James A., 1997: Across the Great Divide: Integrating Comparative and International Politics. In: *International Studies Quarterly* 41, 563–592.

- Carruthers, Bruce G., 1996: *City of Capital. Politics and Markets in the English Financial Revolution*. Princeton: Princeton University Press.
- Cerny, Philip G., 1993: The Deregulation and Reregulation of Financial Markets in a More Open World. In: Philip G. Cerny (Hrsg.), *Finance and World Politics. Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*. Aldershot: Brookfield, 51–86.
- , 1994: Money and Power: The American Financial System From Free Banking to Global Competition. In: Grahame Thompson (Hrsg.), *Markets*. Sevenoaks/Milton Keynes: Hodder & Stoughton/Open University, 175–213.
- Cieleback, Marcus, 2000: Entstehungsursachen der Asienkrise. In: Christian A. Conrad/Markus Stahl (Hrsg.), *Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 65–71.
- Clementi, David, 1999: Speech Given at the Financial Services Authority Conference, 2 December 1999, London. In: *BIS-Review* 132. <<http://www.bis.org/review/r991206b.pdf>>
- Coen, David/Mark Thatcher (Hrsg.), 2000: *Utilities Reform in Europe*. Current Politics and Economics of Europe (CPEE) 9(4), Special Edition.
- Coleman, William D., 1994: Keeping the Shotgun Behind the Door. Governing the Securities Industry in Canada, the United Kingdom and the United States. In: Joel Rogers Hollingsworth/Philippe Schmitter/Wolfgang Streeck (Hrsg.), *Governing Capitalist Economies. Performance and Control of Economic Sectors*. Oxford: Oxford University Press, 244–269.
- , 1996: *Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change*. London: Macmillan/St. Martin's Press.
- Coleman, William D./Geoffrey R.D. Underhill, 1998: Globalization, Regionalism and the Regulation of Securities Markets. In: William D. Coleman/Geoffrey R.D. Underhill (Hrsg.), *Regionalism and Global Economic Integration. Europe, Asia and the Americas*. London: Routledge, 223–248.
- Cooke, Peter, 1990: International Convergence of Capital Adequacy Measurement and Standards. In: Edward P.M. Gardener (Hrsg.), *The Future of Financial Systems and Services. Essays in Honour of Jack Revell*. Basingstoke: Macmillan, 310–335.
- Cordewener, Karl-Friedrich, 1990: Internationale Gremien für Bankenaufsichtsfragen. In: *Die Sparkasse* 11, 505–511.
- Cox, Andrew (Hrsg.), 1986: *State, Finance and Industry: A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*. Worcester: Wheatsheaf Books.
- Crouch, Colin/Wolfgang Streeck (Hrsg.), 1997: *Political Economy of Modern Capitalism. Mapping Convergence and Diversity*. London: Sage.
- Cutler, A. Claire/Virginia Haufler/Tony Porter (Hrsg.), 1999: *Private Authority and International Affairs*. New York: State University of New York Press.

- Czada, Roland, 1992: *Administrative Interessenvermittlung*. Habilitationsschrift. Konstanz: Universität Konstanz.
- Czada, Roland/Gerhard Lehbruch (Hrsg.), 1998: *Transformationspfade in Ostdeutschland. Beiträge zur sektoralen Vereinigungspolitik*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Czada, Roland/Susanne Lütz (Hrsg.), 2000: *Die politische Konstitution von Märkten*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Czada, Roland/Susanne Lütz/Stefan Mette, 2002: *Regulative Politik. Zähmungen von Markt oder Technik*. Reihe Grundwissen Politik, Bd. 28. Opladen: Leske + Budrich, im Erscheinen.
- DAI (Deutsches Aktieninstitut), 1999: *DAI-Factbook 1999. Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen*. Frankfurt a.M.: DAI.
- Davies, Howard, 1998a: *Building the New Regulatory Structure*. Speech given at the CII Annual Conference, 8 October 1998, London.  
< <http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp15.html>>
- , 1998b: Lecture given at the Chartered Institute of Bankers, 24 November 1998, Bristol.  
< <http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp16.html>>
- , 1998c: Speech given at the Institute of International Bankers Annual Conference, 2 March 1998, Washington, DC.  
< <http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp06.html>>
- , 1999: *Dealing With Volatility: The Role of Risk Management*. Speech given at the IMF/World Bank Seminar, 25 September 1999.  
< <http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp29.html>>
- Deeg, Richard, 1999: *Finance Capitalism Unveiled. Banks and the German Political Economy*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Deeg, Richard/Susanne Lütz, 2000: Internationalization and Financial Federalism – The United States and Germany at the Crossroads? In: *Comparative Political Studies* 33, 374–405.
- Deutsche Börse AG, 1993: *Organisation und Arbeitsweise*. Frankfurt a.M.: Selbstverlag.
- Deutsche Bundesbank, 1986: Innovationen im internationalen Bankgeschäft. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 38(4), 25–35.
- , 1991: Der Wertpapierverkehr der Bundesrepublik Deutschland mit dem Ausland in der zweiten Hälfte der 80er Jahre. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 43(4), 14–27.
- , 1992a: Die Einlagensicherung in der Bundesrepublik Deutschland. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 44(7), 30–38.
- , 1992b: Finanzplatz Deutschland – Rahmenbedingungen und neuere Entwicklungen. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 44(3), 23–31.
- , 1993a: Die Vierte Novelle des Kreditwesengesetzes – Ein weiterer Schritt zum europäischen Bankenmarkt. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 45(1), 35–42.

- , 1993b: Bilanzunwirksame Geschäfte deutscher Banken. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 45(10), 47–69.
- , 1998a: Strukturveränderungen am deutschen Kapitalmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 50(4), 55–70.
- , 1998b: Entwicklung des Bankensektors und Marktstellung der Kreditinstitutionsgruppen seit Anfang der neunziger Jahre. In: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank* 45(3), 33–47.
- Dieter, Heribert, 2000: Nach den Krisen der 90er Jahre: Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte? In: *PROKLA* 118(1), 39–61.
- Dombret, Andreas, 1987: Securitization. In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 8, 326–330.
- Doty, James R., 1992: The Role of the Securities and Exchange Commission in an Internationalized Marketplace. In: *Fordham Law Review* 6(5), S77–S90.
- Dyson, Kenneth, 1986: The State, Banks and Industry: The West German Case. In: Andrew Cox (Hrsg.), *State, Finance and Industry. A Comparative Analysis of Post-War Trends in Six Advanced Industrial Economies*. Brighton: Wheatsheaf Books, 118–142.
- (Hrsg.), 1992a: *The Politics of German Regulation*. Aldershot: Dartmouth.
- , 1992b: Theories of Regulation and the Case of Germany: A Model of Regulatory Change. In: Kenneth Dyson (Hrsg.), *The Politics of German Regulation*. Aldershot/Brookfield: Dartmouth, 1–28.
- Eatwell, John/Lance Taylor, 2000: *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*. New York: The New Press.
- Eberle, Dagmar, 2001: *Regulative Politik in Nordamerika*. Analysen und Berichte Nr. 11. Augsburg: Institut für Kanada-Studien der Universität Augsburg.
- Eichener, Volker, 1996: Die Rückwirkungen der Europäischen Union auf nationale Politikmuster. In: Markus Jachtenfuchs/Beate Kohler-Koch (Hrsg.), *Europäische Integration*. Opladen: Leske + Budrich, 249–280.
- Eichengreen, Barry, 1999: *Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Eising, Rainer, 2000: *Liberalisierung und Europäisierung. Die regulative Reform der Elektrizitätsversorgung in Großbritannien, der Europäischen Gemeinschaft und der Bundesrepublik Deutschland*. Opladen: Leske + Budrich.
- Eisner, Marc Allen/Jeff Worsham/Evan J. Ringquist, 2000: *Contemporary Regulatory Policy*. Boulder, CO: Lynne Rienner.
- Europäische Kommission, 1985: *Vollendung des Binnenmarktes. Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat*. Luxemburg: Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften.



- Everling, Oliver, 1991: *Credit Rating durch internationale Agenturen. Eine Untersuchung zu den Komponenten und instrumentalen Funktionen des Rating*. Wiesbaden: Gabler.
- Evans, Peter, 1997: The Eclipse of the State? Reflections on Stateness in an Era of Globalization. In: *World Politics* 50(1), 62–87.
- EWG (Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, Kommission), 1966: *Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes*. Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe. Brüssel.
- , 2000: *Institutional Arrangements for the Regulation and Supervision of the Financial Sector*. Internal Market Directorate General. Unveröffentlichtes Manuskript. Brüssel: Europäische Kommission.
- Fed (Board of Governors of the Federal Reserve System): *Annual Report*. Jahrgänge 1995–1999. Washington, DC.  
<<http://www.federalreserve.gov/>>
- Feick, Jürgen, 1983: Internationale Vergleichbarkeit staatlicher Interventionsprogramme – konzeptionelle und methodische Probleme. In: Renate Mayntz (Hrsg.), *Implementation politischer Programme II*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 197–220.
- Fertig, Peter, 1981: *Der Euro-Dollar-Markt*. Frankfurt a.M.: Barudio und Hess.
- Finanzausschuß des Deutschen Bundestages, 1994: Stenographisches Protokoll der Öffentlichen Anhörung zu dem Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 2. März 1994 in Bonn. Drucksache 12/6679.
- Fischer, Reinfrid, 1976: KWG-Novelle mit Augenmaß. In: *Die Sparkasse* 93(2), 43–44.
- Fischman, James J., 1993: *The Transformation of Threadneedle Street. The Deregulation and Reregulation of Britain's Financial Services*. Durham: Carolina Academic Press.
- Fraenkel, Ernst, 1981: *Das amerikanische Regierungssystem*. 4. Aufl. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Frankfurter Wertpapierbörse AG, 1992: *Insider-Regeln*. Frankfurt a.M.
- Frenkel, Michael/Lukas Menkhoff, 2000: *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*. Berlin: Springer.
- FSA (Financial Services Authority), 1998a: *The Open Approach to Regulation*, July 1998. London: FSA.
- , 1998b: *Financial Services Regulation: Enforcing the New Regime*. Consultation Paper No. 17. London: FSA.  
<<http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp17.pdf>>
- , 1998c: *Annual Report*. London: FSA.
- , 1999a: *Annual Report*. London: FSA.
- , 1999b: *The FSA Forecasts a Flexible Future for Financial Regulation*. FSA/PN/126/99 from 2 December 1999.

- , 1999c: Minutes of the First Meeting of the Advisory Group on the Review of the Capital Adequacy Framework, held 7 September 1999 at the FSA.
- , 2000: *Plan and Budget 2000/2001*. London: FSA.
- FSF (Financial Stability Forum), 1999: Background Brief Made Available to the Press at the 2nd Meeting of the Financial Stability Forum on 15 September 1999. <<http://www.bis.org/press/p990916.htm>>
- Gall, Lothar, 1995: Die Deutsche Bank von ihrer Gründung bis zum Ersten Weltkrieg 1870–1914. In: Lothar Gall et al., *Die Deutsche Bank 1870–1995*. München: Beck, 1–135.
- Garrett, Geoffrey, 1998: *Partisan Politics in the Global Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Genschel, Philipp, 2002: *Steuerharmonisierung und Steuerwettbewerb in Europa*. Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln, Bd. 44. Frankfurt a.M.: Campus.
- Genschel, Philipp/Thomas Plümper, 1997: Regulatory Competition and International Cooperation. In: *Journal of European Public Policy* 4, 626–642.
- Gerschenkron, Alexander, 1962: *Economic Backwardness in Historical Perspective*. New York: Praeger.
- Gleske, Leonhard, 1987: Liberalisierung des Kapitalverkehrs und Integration der Finanzmärkte. In: Ernst-Joachim Mestmäcker et al. (Hrsg.), *Eine Ordnungspolitik für Europa*. Baden-Baden: Nomos, 131–152.
- Glüder, Dieter, 1995a: Die Sechste KWG-Novelle kommt. Teil I. In: *Bank-Magazin* 11/1985, 58–61.
- , 1995b: Die Sechste KWG-Novelle kommt. Teil II. In: *Bank-Magazin* 12/1985, 45–47.
- Goodhart, Charles, et al., 1998: *Financial Regulation. Why, How and Where Now?* London: Routledge.
- Gömmel, Rainer, 1992: Entstehung und Entwicklung der Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914. In: Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*. Frankfurt a.M.: Knapp, 135–207.
- Gourevitch, Peter, 1978: The Second Image Reversed: The International Sources of Domestic Politics. In: *International Organization* 32, 881–912.
- , 1986: *Politics in Hard Times*. London: Cornell University Press.
- Grande, Edgar, 1996: Das Paradox der Schwäche. Forschungspolitik und die Einflußlogik europäischer Politikverflechtung. In: Markus Jachtenfuchs/Beate Kohler-Koch (Hrsg.), *Europäische Integration*. Opladen: Leske + Budrich: 373–401.
- Grande, Edgar/Burkard Eberlein, 1999: Der Aufstieg des Regulierungsstaates im Infrastrukturbereich. In: Roland Czada/Helmut Wollmann (Hrsg.), *Von der Bonner zur Berliner Republik*. Leviathan-Sonderheft 19. Opladen: Westdeutscher Verlag, 631–651.

- Grande, Edgar/Thomas Risse, 2000: Bridging the Gap. Konzeptionelle Anforderungen an die politikwissenschaftliche Analyse von Globalisierungsprozessen. In: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 7, 235–266.
- Grant, Alan, 1994: *The American Political Process*. 5. Aufl. Aldershot: Dartmouth.
- Greenspan, Alan, 1999: *The Evolution of Bank Supervision*. Remarks before the American Bankers Association, 11 October 1999, Phoenix, Arizona.  
<<http://www.bog.frb.fed.us/BoardDocs/speeches/1999/19991011.html>>
- Greider, William, 1997: *One World, Ready or Not. The Manic Logic of Global Capitalism*. New York: Simon & Schuster.
- Groenfeldt, Tom, 1995: The Great Rating Debacle. In: *Risk* 8(9), 90–93.
- Gröschel, Ulrich, 1993: Von der 4. zur 7. KWG-Novelle. In: *Die Sparkasse* 110(5), 225–230.
- Group of Thirty, 1982: *Risks in International Bank Lending*. New York: Group of Thirty.
- , 1997: *Global Institutions, National Supervision and Systemic Risk: A Study Group Report*. Washington, DC: Group of Thirty.
- Gruner-Schenk, Petra, 1995: *Harmonisierung des Bankaufsichtsrechts*. Berlin: Erich Schmidt.
- Haas, Peter M., 1992: Introduction: Epistemic Communities and International Policy Coordination. In: *International Organization* 46, 1–35.
- Habermas, Jürgen, 1998: *Die postnationale Konstellation*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Hall, Maximilian J.B., 1993: *Banking Regulation and Supervision. A Comparative Study of the UK, USA and Japan*. Aldershot: Edward Elgar.
- , 1999: *Handbook of Banking Regulation and Supervision in the United Kingdom*. 3. Aufl. Cheltenham: Edward Elgar.
- Hall, Peter A., 1986: *Governing the Economy. The Politics of State Intervention in Britain and France*. Cambridge: Polity Press.
- Hall, Peter A./David Soskice, 2001a: An Introduction to Varieties of Capitalism. In: Peter A. Hall/David Soskice (Hrsg.), *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press, 1–68.
- (Hrsg.), 2001b: *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hardach, Gerd, 1995: Zwischen Markt und Macht: Die deutschen Banken 1908–1934. In: Wilfried Feldenkirchen (Hrsg.), *Wirtschaft, Gesellschaft, Unternehmen. Festschrift für Hans Pohl zum 60. Geburtstag*. Stuttgart: Steiner, 914–938.
- Hartmann, Philipp, 1996: A Brief History of Value-at-Risk. In: *The Financial Regulator* 1(3), 37–40.
- Helleiner, Eric, 1994a: From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down. In: Richard Stubbs/Geoffrey R.D. Underhill (Hrsg.), *Political Economy and the Changing Global Order*. New York: St. Martin's Press, 163–175.
- , 1994b: *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

- , 1999: Sovereignty, Territoriality, and the Globalization of Finance. In: David A. Smith/Dorothy J. Solinger/Steven C. Topik (Hrsg.), *States and Sovereignty in the Global Economy*. London: Routledge, 138–157.
- Henning, Friedrich-Wilhelm, 1992: Börsenkrisen und Börsengesetzgebung von 1914 bis 1945 in Deutschland. In: Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*. Frankfurt a.M.: Knapp, 209–290.
- Héritier, Adrienne, et al., 1994: *Die Veränderung von Staatlichkeit in Europa. Ein regulativer Wettbewerb: Deutschland, Großbritannien, Frankreich in der Europäischen Union*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Herring, Richard, J./Robert E. Litan, 1995: *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington, DC: The Brookings Institution.
- Hilferding, Rudolf, 1910: *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*. Wien: Brand & Co.
- Hirsch, Joachim, 1995: *Der nationale Wettbewerbsstaat. Staat, Demokratie und Politik im globalen Kapitalismus*. Berlin: Edition ID-Archiv.
- Hirst, Paul/Grahame Thompson, 1999: *Globalization in Question*. 2. Aufl. Cambridge: Polity Press.
- HM Treasury, 1998: *Treasury News Release 199*, 24 November 1998, London.  
<[http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom\\_and\\_speeches/press/1998/press\\_199\\_98.cfm](http://www.hm-treasury.gov.uk/newsroom_and_speeches/press/1998/press_199_98.cfm)>
- Hoening, Thomas M., 1996: Rethinking Financial Regulation. In: *The Financial Regulator* 1(1), 22–30.
- Holtfrerich, Carl-Ludwig, 1995: Die Deutsche Bank vom Zweiten Weltkrieg über die Besatzungsherrschaft zur Rekonstruktion 1945–1957. In: Lothar Gall et al., *Die Deutsche Bank 1870–1995*. München: Beck, 409–578.
- Hopt, Klaus J., 1991: Europäisches und deutsches Insiderrecht. In: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1/1991, 17–73.
- Huffschmid, Jörg, 1999: *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA-Verlag.
- Hütz, Gerhard, 1990: *Die Bankenaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland und in den USA*. Berlin: Duncker und Humblot.
- Ingham, Geoffrey, 1984: *Capitalism Divided? The City and Industry in British Social Development*. London: Macmillan.
- International Monetary Fund, 1997: *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*. November. Washington, DC: IMF.
- , 1998: *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*. November. Washington, DC: IMF.
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions), 1994: *Annual Report 1994*. Montreal: IOSCO.
- James, Harold, 1996: *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*. Oxford: Oxford University Press.

- Jann, Werner, 1983: *Staatliche Programme und »Verwaltungskultur«*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Jentsch, Werner, 1989: EG-Insiderrichtlinie vor der Verabschiedung. In: *Die Bank* 10/1989, 536–538.
- , 1993: Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie – Entstehungsgeschichte und Inhalt. In: *Wertpapier-Mitteilungen* 47(50), 2189–2232.
- Jessop, Bob, 1997: Die Zukunft des Nationalstaates: Erosion oder Reorganisation? Grundsätzliche Überlegungen zu Westeuropa. In: Steffen Becker (Hrsg.), *Jenseits der Nationalökonomie? Weltwirtschaft und Nationalstaat zwischen Globalisierung und Regionalisierung*. Berlin: Argument-Verlag, 50–95.
- Jimenez, Pamela, 1990: International Securities Enforcement Cooperation Act and Memoranda of Understanding. In: *Harvard International Law Journal* 31(1), 295–311.
- Joerges, Christian/Jürgen Neyer, 1997: Transforming Strategic Interaction Into Deliberative Problem-Solving: European Comitology in the Foodstuffs Sector. In: *Journal of European Public Policy* 4(4), 609–625.
- Johnson, Nevil, 1977: *In Search of the Constitution. Reflections on State and Society in Britain*. Oxford: Pergamon Press.
- , 1983: *State and Government in the Federal Republic of Germany. The Executive at Work*. 2. Aufl. Oxford: Pergamon Press.
- Johnson, Nevil, 1997: Law as the Articulation of the State in Western Germany: A German Tradition Seen From a British Perspective. In: Klaus H. Goetz (Hrsg.), *Germany*, Vol. I. Aldershot: Ashgate, 149–162.
- Junne, Gerd, 1976: *Der Eurogeldmarkt. Seine Bedeutung für Inflation und Inflationsbekämpfung*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Kagan, Robert A., 2001: *Adversarial Legalism. The American Way of Law*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Kagan, Robert A./Lee Axelrad (Hrsg.), 2000: *Regulatory Encounters. Multinational Corporations and American Adversarial Legalism*. Berkeley: University of California Press.
- Kapstein, Ethan B., 1989: Resolving the Regulator's Dilemma: International Coordination of Banking Regulation. In: *International Organization* 43, 323–347.
- , 1992: Between Power and Purpose: Central Bankers and the Politics of Regulatory Convergence. In: *International Organization* 46, 265–287.
- , 1996: *Governing the Global Economy. International Finance and the State*. 2. Aufl. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Katzenstein, Peter J., 1978: Conclusion: Domestic Structures and Strategies in Foreign Economic Policy. In: Peter Katzenstein (Hrsg.), *Between Power and Plenty. Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States*. Madison, WI: University of Wisconsin Press, 295–336.
- , 1985: *Small States in World Markets. Industrial Policy in Europe*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

- , 1987: *Policy and Politics in West Germany. The Growth of a Semisovereign State*. Philadelphia, PA: Temple University Press.
- Kay, John/John Vickers, 1988: Regulatory Reform in Britain. In: *Economic Policy* 8, 285–351.
- Kelman, Steven, 1981: *Regulating America, Regulating Sweden: A Comparative Study of Occupational Safety and Health Policy*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Keohane, Robert O./Helen V. Milner (Hrsg.), 1996: *Internationalization and Domestic Politics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kerwer, Dieter, 2000: *Governance by Standardisation: The Case of Credit Rating Agencies*. Unveröffentlichtes Manuskript. Bonn: Max-Planck Projektgruppe Recht der Gemeinschaftsgüter.
- Khademian, Anne M., 1996: *Checking on Banks. Autonomy and Accountability in Three Federal Agencies*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- , 1998: Securities Market Regulation and Investor Protection. In: Kenneth M. Meier/E. Thomas Garman/Lael R. Kaiser (Hrsg.), *Regulation and Consumer Protection: Politics, Bureaucracy and Economics*. 3. Aufl. Houston, TX: Dame Publ., 367–384.
- Khoury, Sarkis Joseph, 1997: *U.S. Banking and its Regulation in the Political Context*. Lanham: University Press of America.
- Kindleberger, Charles P., 1984: *A Financial History of Western Europe*. London: Allen & Unwin.
- Kingdom, John, 1999: *Government and Politics in Britain. An Introduction*. 2. Aufl. Cambridge: Polity Press.
- Kitschelt, Herbert, et al. (Hrsg.), 1999: *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Knill, Christoph, 1995: *Staatlichkeit im Wandel. Großbritannien im Spannungsfeld innenpolitischer Reformen und europäischer Integration*. Wiesbaden: DUV-Verlag.
- , 2001: *The Europeanisation of National Administrations. Patterns of Institutional Change and Persistence*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Kohler-Koch, Beate (Hrsg.), 1989: *Regime in den internationalen Beziehungen*. Baden-Baden: Nomos.
- König, Klaus/Angelika Benz (Hrsg.), 1997: *Privatisierung und staatliche Regulierung*. Baden-Baden: Nomos.
- König, Klaus/Nicolai Dose (Hrsg.), 1993: *Instrumente und Formen staatlichen Handelns*. Köln: Carl Heymans.
- Krasner, Stephen D. (Hrsg.), 1983: *International Regimes*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Krägenau, Henry, 1989: Binnenmarktstrategie – Vom Weissbuch bis heute. In: Otto Mayer/Hans-Eckhart Scharrer/Hans-Jürgen Schmahl (Hrsg.), *Der Europäische Binnenmarkt*. Hamburg: Weltarchiv, 15–56.

- Kreile, Michael, 2000: Deutschland und die Reform der internationalen Finanzarchitektur. In: *Aus Politik und Zeitgeschichte* vom 8. September 2000, B37–38, 12–20.
- Kuntze, Wolfgang, 1986: Zur Entwicklung des Kreditwesengesetzes aus Sicht der Bankenaufsicht. In: Bernd Rudolph (Hrsg.), *Bankpolitik nach der KWG-Novelle*. Frankfurt a.M.: Knapp, 11–25.
- Kutzer, Hermann, 1993: Deutsche Börse AG: Gemeinsam in die europäische Zukunft. In: *Bankinformation und Genossenschaftsforum* 1, 52–54.
- Landeszentralbank in Hessen 1994: *Frankfurter Finanzmarkt-Bericht Nr. 19*. Frankfurt: LZB.
- Large, Andrew, 1997: *Regulation and Reform*. Speech delivered to the Society of Merchants Trinity House, Tower Hill, 20 May 1997, London.
- Laurence, Henry, 1996: Regulatory Competition and the Politics of Financial Market Reform in Britain and Japan. In: *Governance* 9(3), 311–341.
- Lehne, Richard, 2001: *Government and Business. American Political Economy in Comparative Perspective*. New York: Chatham House Publ.
- Lovitt, Arthur, 1994: *Putting Investors First*. Speech given at the Plenary Session I of the 19th Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions, 16–21 October 1994, Tokio.
- Levine, Theodore A./W. Hardy Callcott, 1989: The SEC and Foreign Policy: The International Securities Enforcement Cooperation Act of 1988. In: *Securities Regulation Law Journal* 17(2), 115–150.
- Linder, Peter, 1968: *Verbände der privaten Banken und der Sparkassen Deutschlands*. Dissertation. Freiburg: Universität Freiburg (CH).
- Litan, Robert E./Jonathan Rauch, 1998: *American Finance for the 21st Century*. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Loriaux, Michael, et al., 1997: *Capital Ungoverned. Liberalizing Finance in Interventionist States*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Lowi, Theodore, 1964: American Business, Public Policy, Case-Studies, and Political Theory. In: *World Politics* 16, 677–715.
- , 1979: *The End of Liberalism: The Second Republic of the United States*. 2. Aufl. New York: Norton.
- Ludwig, Eugene A., 1997a: Testimony before the Subcommittee on Capital Markets, Securities and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Banking and Financial Services of the U.S. House of Representatives, 5 March 1997.
- , 1997b: Testimony before the Subcommittee on Financial Institutions and Regulatory Relief of the Banking, Housing and Urban Affairs Committee of the United States Senate, 1 May 1997.
- Lukas, Klaus, 1972: *Der Deutsche Genossenschaftsverband. Entwicklung, Struktur und Funktion*. Berlin: Duncker & Humblot.

- Lütz, Susanne, 1997: Die Rückkehr des Nationalstaates? Kapitalmarktregulierung im Zeichen der Internationalisierung von Finanzmärkten. In: *Politische Vierteljahresschrift* 38(3), 475–498.
- , 1999: Zwischen Regime und kooperativem Staat. Bankenregulierung im internationalen Mehr-Ebenen-System. In: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 6(1), 9–40.
- , 2000a: From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition. In: *German Politics* 9(2), 149–171.
- , 2000b: Globalisierung und die politische Regulierung von Finanzmärkten. In: *PROKLA* 30(1), 61–83.
- Majone, Giandomenico, 1994: The Rise of the Regulatory State in Europe. In: Wolfgang C. Müller/Vincent Wright (Hrsg.), *The State in Western Europe – Retreat or Redefinition?* Newbury Park: Frank Cass, 77–100.
- , 1996: *Regulating Europe*. London: Routledge.
- Mann, Michael, 1997: Hat die Globalisierung den Siegeszug des Nationalstaates beendet? In: *PROKLA* 27(1), 113–141.
- Mann, Michael D./Joseph G. Mari/George Lavdas, 1994: *Developments in International Securities Law Enforcement and Regulation*. Unveröffentlichtes Manuskript. Washington, DC: Securities and Exchange Commission of the United States.
- March, James/Johan Olsen, 1989: *Rediscovering Institutions. The Organizational Basis of Politics*. London: Macmillan.
- Mayer, Helmut, 1981: *Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*. Düsseldorf: Droste.
- Mayntz, Renate, 1983: Implementation regulativer Politik. In: Renate Mayntz (Hrsg.), *Implementation politischer Programme II. Ansätze zur Theoriebildung*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 50–74.
- Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), 1995a: *Gesellschaftliche Selbstregulierung und politische Steuerung*. Frankfurt a.M.: Campus.
- , 1995b: Der Ansatz des akteurorientierten Institutionalismus. In: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), *Gesellschaftliche Selbstregulierung und politische Steuerung*. Frankfurt a.M.: Campus, 39–72.
- McCahery, Joseph, 1997: Market Regulation and Particularistic Interests: The Dynamics of Insider Trading Regulation in the US and Europe. In: Geoffrey R.D. Underhill (Hrsg.), *The New World Order in International Finance*. Houndsmills: Macmillan, 50–75.
- McKenzie, Richard/David Lee, 1991: *Quicksilver Capital: How the Rapid Movement of Wealth Has Changed the World*. New York: The Free Press.
- Meerscham, David M., 1991: *Breaking Financial Boundaries. Global Capital, National Deregulation and Financial Service Firms*. Boston, MA.: Harvard Business School Press.



- Meier, Johann Christian, 1992: *Die Entstehung des Börsengesetzes vom 22. Juni 1896*. St. Katharinen: Scripta Mercaturae.
- Meisel, Bernd Stefan, 1992: *Geschichte der deutschen Wirtschaftsprüfer*. Dissertation. Köln: Universität Köln.
- Meyer, Laurence H., 1998: *Mergers and Acquisitions in Banking and Other Financial Services*. Testimony before the Committee on the Judiciary, U.S. House of Representatives, 3 June 1998.  
< <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1998/19980603.htm> >
- , 1999a: *Moving Forward into the 21st Century*. Remarks before the Conference of State Bank Supervisors, 3 June 1999, Williamsburg, Virginia. In: *BIS-Review* 67.  
<<http://www.bis.org/review/r990610b.pdf>>
- , 1999b: *Issues on the Fed's Agenda for Banking Supervision and Regulation*. Remarks before the Institute of International Bankers Annual Breakfast Dialogue, 27 September 1999 in Washington, DC. In: *BIS-Review* 102.  
<<http://www.bis.org/review/r990929b.pdf>>
- Milner, Helen V./Robert O. Keohane, 1996: Internationalization and Domestic Politics. An Introduction. In: Robert O. Keohane/Helen V. Milner (Hrsg.), *Internationalization and Domestic Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 3–24.
- Moran, Michael, 1981: Finance Capital and Pressure-Politics in Britain. In: *British Journal of Political Science* 11, 381–404.
- Moran, Michael, 1986: *The Politics of Banking. The Strange Case of Competition and Credit Control*. 2. Aufl. London: Macmillan.
- , 1987: An Outpost of Corporatism: The Franchise State on Wall Street. In: *Government and Opposition* 22(2), 206–223.
- , 1989: A State of Inaction: The State and Stock Exchange Reform in the Federal Republic of Germany. In: Simon Bulmer (Hrsg.), *The Changing Agenda of West German Public Policy*. Aldershot: Dartmouth., 110–128.
- , 1990: Regulating Britain, Regulating America: Corporatism and the Securities Industry. In: Colin Crouch/Ronald Dore (Hrsg.), *Corporatism and Accountability. Organized Interests in British Public Life*. Oxford: Clarendon Press, 103–124.
- , 1991: *The Politics of the Financial Services Revolution: The USA, UK and Japan*. New York: St. Martin's Press.
- Moravcsik, Andrew, 1997: Warum die Europäische Union die Exekutive stärkt. In: Klaus Dieter Wolf (Hrsg.), *Projekt Europa im Übergang? Probleme, Modelle und Strategien des Regierens in der Europäischen Union*. Baden-Baden: Nomos: 271–294.
- , 1998: *The Choice for Europe. Social Purpose and State Power From Messina to Maastricht*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- , 1999: A New Statecraft? Supranational Entrepreneurs and International Cooperation. In: *International Organization* 53, 267–306.
- , 2001: Federalism in the European Union: Rhetoric and Reality. In: Kalypso Nicolaidis/Robert Howse (Hrsg.), *The Federal Vision. Legitimacy and Levels of*

- Governance in the United States and the European Union*. Oxford: Oxford University Press, 161–187.
- Müller, Armin, 1986: Börsenreform dringend vonnöten. Erster Schritt vollzogen: Neuordnung der Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wertpapierbörsen. In: *Die Sparkasse* 9, 378–380.
- Münch, Richard, 2000: Kulturen der Demokratie: Historische Gestaltung und aktuelle Herausforderungen. In: Richard Münch/Christian Lahusen (Hrsg.), *Regulative Demokratie. Politik der Luftreinhaltung in Großbritannien, Frankreich, Deutschland und den USA*. Frankfurt a.M.: Campus, 297–397.
- Münch, Richard/Christian Lahusen (Hrsg.), 2000: *Regulative Demokratie. Politik der Luftreinhaltung in Großbritannien, Frankreich, Deutschland und den USA*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Nadelmann, Ethan A., 1993: *Cops Across Borders. The Internationalization of U.S. Criminal Law Enforcement*. University Park, PA: Pennsylvania State University Press.
- Narr, Wolf-Dieter/Alexander Schubert, 1994: *Weltökonomie. Die Misere der Politik*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Noack, Peter Q., 1987: West German Bank Secrecy: A Barrier to SEC Insider-Trading Investigations. In: *U.C. Davis Law Review* 20(3), 609–642.
- Nölke, Andreas, 2000: Regieren in transnationalen Politiknetzwerken? In: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 7(2), 331–358.
- O'Brien, Mike, 1996: Regulatory Change – Revolution or Reform? In: *The Financial Regulator* 3, 17–20.
- O'Brien, Richard, 1992: *Global Financial Integration: The End of Geography*. New York: Council on Foreign Relations Press.
- OCC (Office of the Comptroller of the Currency), 1995: *The Comptroller and Bank Supervision. A Historical Appraisal*. Washington, DC: OCC.
- , 1997: *Strategic Plan. 1997–2002*. Washington, DC: OCC.
- Ohmae, Kenichi, 1990: *The Borderless World. Power and Strategy in the Interlinked Economy*. New York: Harper Business.
- , 1995: *The End of the Nation-State. The Rise of Regional Economies*. New York: The Free Press.
- Onderka, Günther, 1987: Die Umsetzung der EG-Börsenrichtlinien in das deutsche Börsenrecht. In: Walther Hadding/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Beiträge zum Börsenrecht*. Frankfurt a.M.: Knapp, 9–22.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development), 1983: *The Internationalisation of Banking*. Paris: OECD.
- , 1992: *Risk Taking in the Financial Services Industry*. Paris: OECD.
- , 1995: *Securitization. An International Perspective*. Paris: OECD.
- , 1996: *Financial Market Trends* No. 65, November. Paris: OECD.
- , 1998: *Financial Market Trends* No. 69, February. Paris: OECD.
- , 2000: *Financial Market Trends* No. 75, March. Paris: OECD.

- Pauly, Louis W., 1988: *Opening Financial Markets. Banking Politics on the Pacific Rim*. London: Cornell University Press.
- Pecchioli, Rinaldo M., 1989: *Bankenaufsicht in den OECD-Ländern: Entwicklungen und Probleme*. Nomos: Baden-Baden.
- Pellens, Bernhard, 1997: *Internationale Rechnungslegung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Perez, Sofia A., 1997: *Banking on Privilege. The Politics of Spanish Financial Reform*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Perrish, Michael E., 1970: *Securities Regulation and the New Deal*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Phillips, Susan, 1996: The Federal Reserve's Approach to Risk Management. In: *Journal of Lending and Credit Risk Management* 6, 30–36.
- Pohl, Hans, 1993: Banken und Bankgeschäfte bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts. In: Hans Pohl (Hrsg.), *Europäische Bankengeschichte*. Frankfurt a.M.: Knapp, 196–217.
- Pohl, Manfred, 1982: Festigung und Ausdehnung des deutschen Bankwesens zwischen 1870 und 1914. In: Institut für bankhistorische Forschung (Hrsg.), *Deutsche Bankengeschichte*, Bd. 2. Frankfurt a.M.: Knapp, 258–261.
- , 1993: Bankensysteme und Bankenkonzentration von den 1850er Jahren bis 1918. Allgemeine Entwicklungslinien. In: Hans Pohl (Hrsg.), *Europäische Bankengeschichte*. Frankfurt a.M.: Knapp, 218–233.
- Pöhl, Karl-Otto, 1989: Frankfurt im Konkurrenzkampf der Finanzplätze. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24. Juni 1989, 15.
- Porter, Tony, 1993: *States, Markets and Regimes in Global Finance*. Basingstoke: Macmillan.
- Przeworski, Adam/Henry Teune, 1970: *The Logic of Social Inquiry*. New York: Wiley.
- Rawnsley, Judith, 1995: *Der plötzliche Bankentod. Barings – Die Insider-Geschichte*. Düsseldorf: Metropolitan Verlag.
- Reid, Margaret, 1988: *All-Change in the City. The Revolution in Britain's Financial Sector*. Houndsmills: Macmillan.
- Reiner, Matthias, 1993: *Bankenregulierung in den USA. Defizite des Aufsichtsrechts*. Wiesbaden: Gabler.
- Reinicke, Wolfgang H., 1995: *Banking, Politics and Global Finance. American Commercial Banks and Regulatory Change 1980–1990*. Aldershot: Edward Elgar.
- , 1998: *Global Public Policy. Governing Without Government?* Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Reiter, Werner, 1967: *Das Bundesanleihekonsortium im Zusammenhang mit Gesamtwirtschaft, Staat, Banken und Kapitalmarkt*. Wiesbaden: Gabler.
- Richardson, Jeremy (Hrsg.), 1982: *Policy Styles in Western Europe*. London: Allen & Unwin.

- Rittberger, Volker (Hrsg.), 1993: *Regime Theory and International Relations*. Oxford: Oxford University Press.
- Roberts, Richard/David Kynaston (Hrsg.), 1995: *The Bank of England. Money, Power and Influence 1694–1994*. Oxford: Clarendon Press.
- Rodrik, Dani, 1997: *Has Globalization Gone Too Far?* Washington, DC: Institute for International Economics.
- Ronge, Volker, 1979: *Bankpolitik im Spätkapitalismus*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Rose-Ackerman, Susan, 1995: *Controlling Environmental Policy. The Limits of Public Law in Germany and the United States*. New Haven, CT: Yale University Press.
- Rosen, Rüdiger Freiherr von, 1973: *Der Zentrale Kapitalmarktausschuß. Ein Modell freiwilliger Selbstkontrolle der Kreditinstitute*. Frankfurt a.M.: Knapp.
- Rosenau, James N., 1995: Governance in the Twenty-first Century. In: *Global Governance* 1, 13–43.
- Rosenau, James N./Ernst-Otto Czempiel (Hrsg.), 1992: *Governance Without Government: Order and Change in World Politics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Rosenbluth, Frances McCall, 1989: *Financial Politics in Contemporary Japan*. Ithaca: Cornell University Press.
- Röllr, Wolfgang, 1986: Neuorganisation des deutschen Börsenwesens. In: *Die Bank* 8, 392–395.
- Rotberg, Eugene H., 1992: Risk Taking in the Financial Services Industry. In: OECD (Hrsg.), *Risk Management in Financial Services*. Paris: OECD, 9–42.
- Rudolph, Bernd, 1992: Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945. In: Hans Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*. Frankfurt a.M.: Knapp, 291–375.
- Rudzio, Wolfgang, 2000: *Das politische System der Bundesrepublik Deutschland*. 5. Aufl. Opladen: Leske + Budrich.
- Ruggie, John Gerard, 1982: International Regimes, Transactions and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order. In: *International Organization* 36, 379–415.
- Sailer, Albert, 1968: *Die Verbände der Westdeutschen Kreditwirtschaft*. Dissertation. München: Universität zu München.
- Sassen, Saskia, 2000: *Machtbeben. Wohin führt die Globalisierung?* Stuttgart: Deutsche Verlags-Anstalt.
- Schapiro, Mary L., 1997: Comments at the NASD Regulation Fall Securities Conference, 6 November 1997, Phoenix, Arizona.  
<[http://www.nasdr.com/1420/schapiro\\_09.htm](http://www.nasdr.com/1420/schapiro_09.htm)>
- Scharpf, Fritz W., 1987: *Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa: Das Modell Deutschland im Vergleich*. Frankfurt a.M.: Campus.
- , 1989: Decision Rules, Decision Styles and Policy Choices. In: *Journal of Theoretical Politics* 1(2), 149–176.

- , 1991: Die Handlungsfähigkeit des Staates am Ende des zwanzigsten Jahrhunderts. In: *Politische Vierteljahresschrift* 32(4), 621–634.
- , 1992: Zur Theorie von Verhandlungssystemen. In: Arthur Benz/Fritz W. Scharpf/Reinhard Zintl, *Horizontale Politikverflechtung*. Frankfurt a.M.: Campus, 11–28.
- , 1996: Politische Optionen im vollendeten Binnenmarkt. In: Markus Jachtenfuchs/Beate Kohler-Koch (Hrsg.), *Europäische Integration*. Opladen: Leske + Budrich, 109–140.
- , 1998: Globalisierung als Beschränkung der Handlungsmöglichkeiten nationalstaatlicher Politik. In: Karl-Ernst Schenk et al. (Hrsg.), *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie*, Bd. 17: *Globalisierung, Systemwettbewerb und nationalstaatliche Politik*. Tübingen: Mohr, 41–66.
- , 1999: *Regieren in Europa. Effektiv und demokratisch?* Frankfurt a.M.: Campus.
- , 2000: *Interaktionsformen. Akteurzentrierter Institutionalismus in der Politikforschung*. Opladen: Leske + Budrich.
- , 2001: *What Have We Learned? Multilevel Problem Solving in European Public Policy*. MPIfG Working Paper 01/4. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Scharpf, Fritz W./Bernd Reissert/Fritz Schnabel, 1976: *Politikverflechtung*. Königstein/Ts.: Athenäum.
- Scharpf, Fritz W./Vivien A. Schmidt (Hrsg.), 2000: *Welfare and Work in the Open Economy*, Vol. 1: *From Vulnerability to Competitiveness*. Oxford: Oxford University Press.
- Schlicht, Herbert, 1973: Schwerpunktverlagerungen am europäischen Kapitalmarkt? In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 1, 26–31.
- Schmidt, Georg Andreas, 1990: *Sparkassenverbände im intermediären Raum zwischen Ökonomie und Politik*. Köln: Müller Botermann.
- Schmidt, Hartmut, 1992: Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen. Teil II. In: *Kredit und Kapital* 2, 233–258.
- Schmidt, Susanne K., 1998: *Liberalisierung in Europa. Die Rolle der Europäischen Kommission*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Schmidt, Vivien A., 2000: Still Three Models of Capitalism? The Dynamics of Economic Adjustment in Britain, Germany and France. In: Roland Czada/Susanne Lütz (Hrsg.), *Die politische Konstitution von Märkten*. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag, 38–72.
- Schneider, Uwe H., 1984: Die Entwicklung des Bankenaufsichtsrechts. In: DSGV (Hrsg.), *Standortbestimmung. Entwicklungslinien der deutschen Kreditwirtschaft*. Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 83–111.
- Schubert, Klaus, 1989: *Interessenvermittlung und staatliche Regulation*. Opladen: Westdeutscher Verlag.

- Schulz, Wolfgang, 1994: *Das deutsche Börsengesetz. Die Entstehungsgeschichte und wirtschaftlichen Auswirkungen des Börsengesetzes von 1896*. Frankfurt a.M.: Peter Lang.
- SEC (U.S. Securities and Exchange Commission), 1998: *Annual Report 1998*.
- , 1999: *Levitt Calls for Greater Competition and Innovation as Markets Adapt and Respond to New Technologies*. Press Release 99–120, September 23, 1999.  
<<http://www.sec.gov/news/press/pressarchive/1999/99–120.txt>>
- Seidel, Martin, 1990: Die Freiheit des Kapitalverkehrs in der Europäischen Gemeinschaft. In: Hans E. Büschgen/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Der europäische Binnenmarkt 1992. Auswirkungen für die deutsche Finanzwirtschaft*. Frankfurt a.M.: Wertpapier-Mitteilungen, 209–227.
- Seligman, Joel, 1995: *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. 2., neu bearb. Aufl. Boston: Northeastern University Press.
- Shah, Atul K., 1996: The Credit Rating of Banks. In: *Journal of International Banking and Financial Law* 11(8), 361–364.
- Shonfield, Andrew, 1965: *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*. Oxford: Oxford University Press.
- Slaughter, Anne-Marie, 2000: Governing the Global Economy Through Government Networks. In: Michael Byers (Hrsg.), *The Role of Law in International Politics*. Oxford: Oxford University Press, 177–205.
- Sobel, Andrew C., 1994: *Domestic Choices, International Markets. Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Sombart, Werner, 1969: *Der moderne Kapitalismus*. Bd. II, 1: Das europäische Wirtschaftsleben im Zeitalter des Frühkapitalismus. Berlin: Duncker & Humblot.
- Soros, George, 1998: *Die Krise des globalen Kapitalismus*. Berlin: Alexander Fest Verlag.
- Soskice, David, 1999: Globalisierung und institutionelle Divergenz: Die USA und Deutschland im Vergleich. In: *Geschichte und Gesellschaft* 25, 201–225.
- Steuber, Ursel, 1977: *Internationale Banken Kooperation. Deutsche Banken in internationalen Gruppen*. Frankfurt a.M.: Knapp.
- Stockheim, Ulrich, 2000: *Inside Wall Street. Im Machtzentrum des Kapitalismus*. Wiesbaden: Gabler.
- Stonham, Paul, 1987: *Global Stock Market Reforms*. Aldershot: Gower.
- Storck, Ekkehard, 1995: *Euromarkt: Finanz-Drehscheibe der Welt*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Story, Jonathan/Ingo Walter, 1997: *Political Economy of Financial Integration in Europe. The Battle of the Systems*. Manchester: Manchester University Press.
- Strange, Susan, 1986: *Casino Capitalism*. Oxford: Basil Blackwell.
- , 1994: *States and Markets*. 2. Aufl. London: Pinter.

- , 1996: *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- , 1998: *Mad Money. When Markets Outgrow Governments*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Streeck, Wolfgang, 1998: Industrielle Beziehungen in einer globalisierten Wirtschaft. In: Ulrich Beck (Hrsg.), *Politik der Globalisierung*. Frankfurt a.M.: Campus, 169–202.
- Streeck, Wolfgang/Philippe C. Schmitter, 1985: Community, Market, State, and Associations? In: *European Sociological Review* 2, 119–137.
- Strulik, Torsten, 2000: *Risikomanagement globaler Finanzmärkte. Herausforderungen und Initiativen im Kontext der Bankenregulierung*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Sturm, Roland, 1997: *Großbritannien. Wirtschaft – Gesellschaft – Politik*. 2., völlig überarb. und erw. Aufl. Opladen: Leske + Budrich.
- Teubner, Gunther/Helmut Willke, 1984: Kontext und Autonomie: Gesellschaftliche Selbststeuerung durch reflexives Recht. In: *Zeitschrift für Rechtssoziologie* 6(1), 4–35.
- Thatcher, Mark, 2002: Delegation to Independent Regulatory Agencies: Pressures, Functions and Contextual Mediation. In: *West European Politics* 25(1), 125–147.
- Thatcher, Mark/Alec Stone Sweet, 2002: Theory and Practice of Delegation to Non-Majoritarian Institutions. In: *West European Politics* 25(1), 1–22.
- The Financial Regulator, 1996a: *The Arthur Andersen Report* 2, 34–38.
- , 1996b: *The SIB – An Unusual Animal* 3, 11–15.
- Thelen, Kathleen/Sven Steinmo, 1992: Historical Institutionalism in Comparative Politics. In: Sven Steinmo et al. (Hrsg.), *Structuring Politics. Historical Institutionalism in Comparative Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press, 1–32.
- Thompson, Grahame, 1977: The Relationship Between the Financial and Industrial Sector in the United Kingdom Economy. In: *Economy and Society* 6, 235–284.
- Tiedeken, Rolf, 1999: *Die Entwicklung der staatlichen Regulierung des Wertpapiermarktes in den USA*. Regensburg: Roderer.
- Tietmeyer, Hans, 1999: Internationale Zusammenarbeit und Koordination auf dem Gebiet der Aufsicht und Überwachung des Finanzmarktes. In: *Deutsche Bundesbank Monatsberichte* 46(5), 5–14.
- Tilly, Richard H., 1967: Germany (1815–1870). In: Rondo Cameron et al., *Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History*. New York: Oxford University Press, 151–182.
- , 1989: Banking Institutions in Historical and Comparative Perspective: Germany, Great Britain and the United States in the Nineteenth and Early Twentieth Century. In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145(1), 189–209.
- Trouvain, Franz-Josef/Herbert Wolf, 1974: Die europäische Bankenkooperation. Gruppenbildung und Gemeinschaftsinstitute. In: Rudolf Regul/Herbert Wolf (Hrsg.), *Das Bankwesen im größeren Europa*. Baden-Baden: Nomos, 551–596.

- Underhill, Geoffrey R.D., 1995: Keeping Governments out of Politics: Transnational Securities Markets, Regulatory Cooperation and Political Legitimacy. In: *Review of International Studies* 21, 251–278.
- , 1997: The Making of the European Financial Area: Global Market Integration and the EU Single Market for Financial Services. In: Geoffrey R.D. Underhill (Hrsg.), *The New World Order in International Finance*. Houndsmills: Macmillan, 101–123.
- Unger, Laura, 1999: *The Internet – Will It Be the End of the Stock Market as We Know It?* Remarks at the Business Week Panel, National Press Club, 22 June 1999, Washington, DC.  
<<http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1999/spch288.htm>>
- Visser, Jelle/Anton Hemerijk, 1998: *Ein holländisches Wunder? Reform des Sozialstaates und Beschäftigungswachstum in den Niederlanden*. Frankfurt a.M.: Campus.
- Vogel, David, 1986: *National Styles of Regulation. Environmental Policy in Great Britain and the United States*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- , 1995: *Trading Up. Consumer and Environmental Regulation in a Global Economy*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- , 2001: Environmental Regulation and Economic Integration. In: Daniel C. Esty/Damien Gerardin (Hrsg.), *Regulatory Competition and Economic Integration*. Oxford: Oxford University Press, 330–347.
- Vogel, Steven K., 1996: *Freer Markets, More Rules. Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Voigt, Rüdiger (Hrsg.), 1995: *Der kooperative Staat*. Baden-Baden: Nomos.
- Waarden, Frans van, 1993: Über die Beständigkeit nationaler Politikstile und Politiknetzwerke. In: Roland Czada/Manfred Schmidt (Hrsg.), *Verhandlungsdemokratie, Interessenvermittlung und Regierbarkeit*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 191–212.
- , 1995: Persistence of National Policy Styles: A Study of their Institutional Foundations. In: Brigitte Unger/Frans van Waarden (Hrsg.), *Convergence or Diversity? Internationalization and Economic Policy Response*. Aldershot: Avebury, 333–371.
- Walch, Joachim, 1979: »Wohlverhaltensregeln« für die europäischen Börsen. In: *Die Sparkasse* 7, 256–257.
- Wandel, Eckhart, 1982: Die deutsche Bankengesetzgebung vom Beginn der Industrialisierung bis zur Weltwirtschaftskrise in ihren zeitgeschichtlichen Zusammenhängen. In: Institut für bankhistorische Forschung e.V. (Hrsg.), *Der Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Bankengesetzgebung. 7. Symposium zur Bankengeschichte, Frankfurt a.M., 9. Oktober 1981*. Frankfurt a.M.: Knapp, 13–23.
- Weaver, R. Kent, 1986: The Politics of Blame Avoidance. In: *Journal of Public Policy* 6(4), 371–398.



- Weber, Max, 1896: *Die Börse*, Bd. 2. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Welter, Pierre, 1990: Die Maßnahmen der Europäischen Gemeinschaften im Bereich der Insider-Geschäfte. In: Hans E. Büschgen/Uwe H. Schneider (Hrsg.), *Der europäische Binnenmarkt 1992*. Frankfurt a.M.: Wertpapier-Mitteilungen, 315–328.
- White, Eugene N., 1992: *The Comptroller and the Transformation of American Banking, 1960–1990*. Washington, DC: Comptroller of the Currency.
- White, William R., 1999: Paper Presented at the Conference on »Asia and the Future of the World Economic System«, organised by the Royal Institute of International Affairs, 17–18 March 1999, London. In: *BIS-Review* No. 36.  
<<http://www.bis.org/review/r990331a.pdf>>
- Willke, Helmut, 2001: *Atopia. Studien zur utopischen Gesellschaft*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Wilson, Graham K., 1985: *The Politics of Safety and Health*. Oxford: Clarendon Press.
- Winkler, Heinrich August (Hrsg.), 1974: *Organisierter Kapitalismus. Voraussetzungen und Anfänge*. Göttingen: Vandenhoeck & Ruprecht.
- Wirtschaftsprüferkammer, 1996: *Die Wirtschaftsprüferkammer. Organisation der beruflichen Selbstverwaltung der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer*. Düsseldorf: Selbstverlag.
- Wolf, Herbert, 1998: Vom Großbankengesetz bis zur »Normalisierung« (1953–1958). In: Hans Pohl (Hrsg.), *Geschichte der deutschen Kreditwirtschaft seit 1945*. Frankfurt a.M.: Knapp, 111–147.
- Wolfe, Alan, 1977: *The Limits of Legitimacy. Political Contradictions of Contemporary Capitalism*. New York: The Free Press.
- Yergin, Daniel/Joseph Stanislaw, 1998: *The Commanding Heights. The Battle Between Government and the Marketplace that is Remaking the Modern World*. New York: Simon & Schuster.
- Zänsdorf, Kurt, 1937: *Verfassung und Organisation der deutschen Börsen im Lichte der rechtsgeschichtlichen Entwicklung*. Dissertation. Halle (Saale): Universität Halle-Wittenberg.
- Zarb, Frank G., 1999: *The Coming Global Digital Stock Market*. Remarks before the National Association of Securities Dealers before the National Press Club, 23. Juni 1999, Washington, DC.  
<<http://www.nasdaqnews.com/views/speech/digmarkets.html>>
- Zaring, David, 1998: International Law by Other Means: The Twilight Existence of International Financial Regulatory Organizations. In: *Texas International Law Journal* 33, 281–314.
- Zürn, Michael, 1992: Jenseits der Staatlichkeit: Über die Folgen der ungleichzeitigen Denationalisierung. In: *Leviathan* 20(4), 490–513.
- , 1998: *Regieren jenseits des Nationalstaates*. Frankfurt a.M.: Suhrkamp.
- Zysman, John, 1983: *Governments, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change*. Oxford: Martin Robertson.