

## BERICHTE

BERNHARD EMUNDS

### Regulierung internationaler Finanzmärkte – eine wirtschaftsethische Reflexion

#### I. DIE AUFGABE, INTERNATIONALE FINANZMÄRKTE ZU REGULIEREN

Für die sozialwissenschaftliche Analyse und ethische Reflexion globaler Steuerungsaufgaben stellt die Regulierung internationaler Finanzmärkte aus mindestens drei Gründen ein besonders geeignetes Untersuchungsobjekt dar<sup>1</sup>.

- Für Finanzmärkte gibt es einen hohen Bedarf globaler Steuerung, weil viele institutionellen Investoren (Geschäftsbanken, Investmenthäuser, Versicherungen und Fonds) in den letzten beiden Jahrzehnten ihre grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit erheblich ausgedehnt haben und weil – wie zuletzt wieder die Asienkrise verdeutlichte – mit der Internationalisierung der Finanzbeziehungen auch die Risiken international geworden sind.
- Die Regierungen und Zentralbanken der Industrieländer haben sich bereits vor einigen Jahren zu einer kooperativen Regulierung von Finanzmärkten durchgerungen. Die besonders zügige Internationalisierung der Finanzmärkte ermöglichte es den institutionellen Investoren nämlich schon früh, Aktivitäten an kaum regulierte Standorte zu verlegen. Um von den einzelwirtschaftlichen Akteuren nicht zu einem gesamtwirtschaftlich riskanten Deregulierungswettbewerb gezwungen zu werden, begannen die staatlichen Instanzen der Industrieländer bald, für ihre nationalstaatliche Regulierung Mindestniveaus zu vereinbaren. Ein Meilenstein dieser kooperativen Regulierung war vor mehr als zehn Jahren das Baseler Abkommen, das bei den Kapitaldeckungsvorschriften für Geschäftsbanken Mindeststandards festlegte.
- Bei der Regulierung der Finanzmärkte treten die Schwierigkeiten einer Steuerung globaler Marktstrukturen besonders deutlich zu Tage. Das liegt an der Geschwindigkeit, mit der im Finanzgeschäft neue Produkte (Finanzinnovationen) und neue Verfahren (z. B. des Risikomanagements) entstehen. Weil Rechtsregeln in einem langwierigen Prozess international ausgehandelt und auf nationaler Ebene formal beschlossen werden müssen, gibt es immer wieder neue Finanzprodukte, die von den geltenden (supra-)staatlichen Regulierungen nicht erfasst werden. Ein anderes Risiko besteht darin, dass die beschlossenen Regeln die Verwendung veralteter Methoden (z. B. der Risikomessung) vorschreiben. Diese Problematik kann wahrscheinlich nur entschärft werden, wenn die

---

<sup>1</sup> Als Regulierung wird hier jede gezielte Beschränkung eines Handlungstypus einzelwirtschaftlicher Akteure bezeichnet. Finanzmärkte sind Märkte, auf denen Währungen oder künftige Zahlungsansprüche ge- und verkauft werden. Zum Folgenden vgl. z. B. *Richard J. Herring / Robert E. Litan, Financial Regulation in the Global Economy (Integrating National Economies)*, Washington DC 1995.

(supra-)staatlichen Regulierungsinstanzen die Marktteilnehmer am Prozess der Regulierungsfindung beteiligen und ihnen größere Freiräume für eine freiwillige Selbstbeschränkung einräumen (»mixed regulation«<sup>2</sup>) und wenn im Gegenzug die Marktteilnehmer darauf verzichten, jede Regulierungslücke auszunutzen.

Auch das 1997 veröffentlichte Sozialwort der Kirchen benennt die Aufgabe, den internationalen Finanzmärkten Regeln zu geben:

»Durch die schrittweise Liberalisierung der Güter- und Finanzmärkte nach dem Zweiten Weltkrieg ohne gleichzeitige Herausbildung eines sozial verpflichteten Ordnungsrahmens ist es zur Ausbildung weitgehend autonomer, weder politisch noch sozial eingebundener Wirtschaftsbeziehungen gekommen. Das gilt insbesondere für die transnationalen Unternehmen sowie für den Bereich der Finanzmärkte. Wie sich in jüngster Zeit mehrfach gezeigt hat, können von den internationalen Finanz- und Kapitalmärkten nicht nur stabilisierende, sondern auch destabilisierende Wirkungen auf nationale Volkswirtschaften ausgehen. Die hohen und ständig steigenden Summen, die fortlaufend auf den internationalen Finanzmärkten umgesetzt werden, verweisen auf die Aufgabe, diese Prozesse zu gestalten und der Entwicklung weltweiter Wohlfahrt dienlich zu machen. Eigentum ist stets sozialpflichtig, auch das international mobile Kapital.«<sup>3</sup>

Wie die Aufgabe, den internationalen Finanzbewegungen einen »sozial verpflichteten Ordnungsrahmen« zu geben, heute angegangen werden kann, bleibt in dem Text der beiden kirchlichen Leitungsgremien jedoch offen. Das dürfte u. a. daran liegen, dass aktuelle Entwicklungen auf den Finanzmärkten in der christlichen Gesellschaftsethik, aber auch in anderen gesellschaftlichen Kontexten bisher kaum ethisch reflektiert wurden.

## II. DAS VON DER VOLKSWAGENSTIFTUNG GEFÖRDERTE FORSCHUNGSPROJEKT

Mit dem Forschungsprojekt »Regulierung internationaler Finanzmärkte – eine wirtschaftsethische Reflexion« möchte das Nell-Breuning-Institut anhand eines exemplarischen Regulierungsbereichs, der Portfolioinvestitionen in Schwellenländern, *einen Beitrag*<sup>4</sup> dazu leisten, diese Lücke zu schließen. Im März 1998 hat die Volkswagen-Stiftung die Förderung des auf drei Jahre angelegten Projektes im Rahmen ihres Schwerpunktes »Globale Strukturen und deren Steuerung« bewilligt. Das Projekt, das von Prof. Dr. *Friedhelm Hengsbach* SJ geleitet und vom Autor dieser Zeilen bearbeitet wird, begann am 1. Oktober 1998. Für die wissenschaftliche Begleitung der Projektarbeit wurde ein interdisziplinärer Beraterkreis geschaffen, der sich im Jahresabstand trifft. Ihm gehören Dr. *Susanne Lütz* vom Kölner Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Prof. Dr. *Jef van Gerwen* SJ und *Luc van Liedekerke* vom Centrum voor Ethiek der UFSIA in Antwerpen, Prof. Dr. *Bernhard Nagel* von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Gesamthochschule Kassel, Prof. Dr. *Hans-Balz Peter* vom Institut für Sozialethik des Schweizerischen

<sup>2</sup> Zur »mixed regulation« vgl. *Wolfgang H. Reinicke*, *Global public policy. Governing without government?*, Washington DC 1998.

<sup>3</sup> »Für eine Zukunft in Solidarität und Gerechtigkeit«. Wort des Rates der Evangelischen Kirche in Deutschland und der Deutschen Bischofskonferenz zur wirtschaftlichen und sozialen Lage in Deutschland, hg. vom Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland und vom Sekretariat der Deutschen Bischofskonferenz (*Gemeinsame Texte* 9), Bonn 1997, 66 (Zi. 162).

<sup>4</sup> Von den anderen Beiträgen sei besonders verwiesen auf: *Luc Van Liedekerck / Jef Van Gerwen / Danny Cassimon* (Hrsg.), *Explorations in Financial Ethics*, Leuven 1999.

Evangelischen Kirchenbundes in Bern sowie Prof. Dr. Reinhard H. Schmidt und Marcel Tyrell von der Merton Professur für internationales Bank- und Finanzwesen an der Frankfurter Goethe-Universität an.<sup>5</sup>

### III. SECHS ASPEKTE DER WIRTSCHAFTSETHISCHEN REGULIERUNGSREFLEXION

Wer fundiert über die Regulierung marktvermittelter Handlungen wirtschaftsethisch urteilen will, muss eine interdisziplinäre Vorgehensweise wählen. Bei der Vorbereitung des Forschungsprojekts wurden sechs Aspekte einer umfassenden wirtschaftsethischen Regulierungsreflexion identifiziert, in die sowohl eine ökonomische Analyse des Regulierungsbereichs als auch eine politologische Untersuchung des Regulierungsprozesses eingehen können. Wie stark die verschiedenen Aspekte bei der Reflexion eines konkreten Regulierungsbereiches gewichtet werden können, hängt vor allem von der vorhandenen wirtschafts- und politikwissenschaftlichen Literatur ab.

- Analyse des Regulierungsbedarfs: Weil einzelwirtschaftliche Akteure stabile Erwartungen über das Verhalten ihrer Marktpartner und Konkurrenten benötigen, sind Märkte im Sinne von »Treu und Glauben« oder von Vorstellungen eines ehrbaren Kaufmannes immer schon geregelt. Auf der Grundlage der vorhandenen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur soll herausgearbeitet werden, welche Eigenschaften von Transaktionen in diesem Bereich einen weiter gehenden Regulierungsbedarf begründen.
- Analyse der Regulierungssituation: Wer reguliert gegenwärtig mit welchem Instrument Handlungen in dem untersuchten Bereich und welche Ziele verfolgt er dabei? Sind politikwissenschaftliche Studien über das Zustandekommen der geltenden Regeln verfügbar, so sollten diese hier als Grundlage für die noch vorzustellende Akteursreflexion rezipiert werden.
- Überblick über die Regulierungsdiskussion: Welche Akteure sind in der aktuellen Diskussion über notwendige Regulierungsänderungen tonangebend? Welche neuen Instrumente bzw. welchen Abbau oder Umbau bestehender Instrumente schlagen sie vor? Mit welchen Zielen und Wirkungsanalysen begründen sie ihre Vorschläge?
- Ethische Reflexion der Regulierungsziele: Die Ziele, mit denen die Akteure die Einführung, Beibehaltung oder Abschaffung bestimmter Regulierungsinstrumente begründen, werden auf ihre Verallgemeinerungsfähigkeit geprüft. In gleicher Weise sind auch die ethischen Zielvorstellungen für den Handlungsbereich Wirtschaft zu befragen, deren Verwirklichung durch die unbeabsichtigten Nebenwirkungen eines Regulierungsinstrumentes tangiert wird. Abschließend werden die ethisch begründeten Ziele gewichtet.
- Reflexion der Regulierungsinstrumente: In Anlehnung an bereits ausgearbeitete wirtschaftswissenschaftliche Positionen muss eine eigene fundierte Stellungnahme für einen bestimmten Aus-, Um- oder Abbau der Regulierung erarbeitet werden. Die abgeschätzten Folgen der vorgeschlagenen Regelkonstellation müssen die zuvor begründeten und gewichteten Ziele besser verwirklichen bzw. weniger beeinträchtigen als die wahrscheinlichen Folgen anderer Vorschläge.
- Reflexion der Regulierungsakteure: Zum einen kann untersucht werden, ob die Verfahren der Entscheidungsfindung für bestimmte Handlungsbeschränkungen legitim sind. Wenn die Entscheidungsfindung an eine öffentliche Diskussion dieser Fragen zurück-

<sup>5</sup> Weitere Informationen zum Forschungsschwerpunkt »Globale Strukturen und deren Steuerung« der Volkswagen-Stiftung und zur Arbeit des Nell-Breuning-Institutes an einer Ethik der Finanzmärkte sind im Internet zu finden:  
<http://www.volkswagen-stiftung.de/infotext/infoglob.htm> sowie  
[http://www.st-georgen.uni-frankfurt.de/nbi/nbi\\_pro\\_finanz.htm](http://www.st-georgen.uni-frankfurt.de/nbi/nbi_pro_finanz.htm).

gebunden ist, kann Legitimität unterstellt werden. Fraglich ist sie bei *supra*staatlichen Regulierungen immer dann, wenn der Kreis der von einem Regulierungsinstrument betroffenen Länder stark vom Kreis der nationalstaatlichen Regierungen, die an der Entscheidungsfindung beteiligt waren, abweicht. Zum anderen kann reflektiert werden, wie bei Anwendung und Durchsetzung bestimmter Regulierungsinstrumente die Kompetenzen zwischen den Akteuren der (supra-)staatlichen Regulierung und der Selbstregulierung (Organisationen der regulierten Marktteilnehmer) verteilt werden sollen. Dabei geht es nicht nur darum, wie Free Rider-Probleme begrenzt werden können. Vielmehr ist auch zu beachten, dass die Regulierung einerseits ausreichend stabil sein muss, damit die Handlungsbedingungen für die Marktteilnehmer kalkulierbar sind, andererseits so flexibel sein muss, wie es die Innovationsgeschwindigkeit des regulierten Handlungsberichts erfordert<sup>6</sup>.

#### IV. DER EXEMPLARISCHE REGULIERUNGSBEREICH: PORTFOLIOINVESTITIONEN IN SCHWELLENLÄNDERN

Die Analyse und ethische Reflexion beziehen sich in dem Forschungsprojekt auf einen derzeit viel diskutierten Regulierungsbereich: auf Portfolioinvestitionen in Schwellenländern. Portfolioinvestitionen werden von ausländischen Direktinvestitionen und internationalen nicht handelbaren Bankkrediten abgegrenzt. Sie umfassen alle grenzüberschreitenden Käufe handelbarer Geld- und Rentenmarktpapiere, sowie jene Aktienkäufe, durch die der auswärtige Investor keinen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftspolitik des emittierenden Unternehmens gewinnt. Schwellenländer werden vor allem dadurch gekennzeichnet, dass sie nicht nur Rohstoffe und Agrargüter, sondern auch Fertigprodukte in Industrieländer exportieren. Für die Fragestellung des Forschungsprojekts sind besonders die asiatischen Tigerstaaten sowie Argentinien, Brasilien, Chile und Mexiko von Bedeutung. Während in den 80er Jahren die Finanzbeziehungen zwischen den Industrie- und Entwicklungsländern unter dem Eindruck der Schuldenkrise standen, importierten einige asiatische und lateinamerikanische Schwellenländer seit Beginn der 90er Jahre wieder in großem Umfang Kapital – und zwar durch den Zufluss von Portfolioinvestitionen. Einige Ökonomen verbanden mit diesen Finanzströmen weit reichende Hoffnungen<sup>7</sup>: Die Kapitalnehmerländer auf der einen Seite finanzierten mit ihnen zusätzliche Investitionen, so dass sich deren Wachstum beschleunigte. Auf der anderen Seite besserten die privaten Rentenversicherungen in den Kapitalgeberländern mit den Erfolg versprechenden Wertpapieren aus den »emerging markets« ihre Renditen auf, so dass sich nun ein Umsteigen vom Umlage- aufs Kapitaldeckungsverfahren lohnen werde.

Nach der Mexikokrise (1994/95) und vor allem seit der Asienkrise (1997/98) stößt diese optimistische Sicht von Portfolioinvestitionen in Schwellenländern unter Wirtschaftspolitikern und Ökonomen kaum noch auf Zustimmung. In diesen Krisen fielen die Währungen der betroffenen Ländern nämlich auch deswegen ins Bodenlose, weil die Portfolioinvestoren ihre Finanzanlagen blitzschnell liquidierten und aus den Krisenländern abzogen. Deshalb spielt die Forderung, die Bewegungen des kurzfristigen Finanzkapitals zu gestalten und insbesondere den Zufluss von Portfolioinvestitionen in Entwicklungsländer zu be-

<sup>6</sup> Vgl. *Daniel Kivvit / Stefan Voigt*, Überlegungen zum institutionellen Wandel unter Berücksichtigung des Verhältnisses interner und externer Institutionen, in: *Ordo* 46 (1995), 117-148, hier 118-121.

<sup>7</sup> Vgl. z.B. *Helmut Reisen*, Alterssicherung, Pensionsfonds und die aufstrebenden Aktienmärkte, in: *Dieter Duwendag* (Hrsg.), *Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik* (Schriften des Vereins für Socialpolitik NF 242), Berlin 1996, 169-190.

grenzen, in der aktuellen Diskussion über eine neue internationale Finanzarchitektur eine zentrale Rolle<sup>8</sup>.

In dem Forschungsprojekt wird diese Diskussion verfolgt und wirtschaftsethisch ausgewertet. Eine Leitfrage der Rezeption ist, mit welcher Integration in die internationalen Finanzmärkte Schwellenländer ihre Entwicklungschancen verbessern können. So muss z. B. ein Entwicklungsland, das mit seiner Entwicklungsstrategie systematisch auf eine externe Kapitalaufnahme in Form von Portfolioinvestitionen setzt, seine Wertpapiermärkte stark ausbauen. Da ein solcher Pfad der Finanzsektorentwicklung einerseits zu einem breiten Angebot an Finanzprodukten führt, das den Bedürfnissen nur einer relativ kleinen, wohlhabenden Bevölkerungsschicht entspricht, andererseits den heimischen Bankensektor schwächen kann, müssen bei der Frage nach der richtigen Integration der Schwellenländer in die Finanzmärkte auch Verteilungsaspekte berücksichtigt werden.

Bernhard Emunds, Dipl. theol, Dipl. Volkswirt, ist Mitarbeiter am Nell-Breuning-Institut in Sankt Georgen / Frankfurt a. M. und Mitglied der Sachverständigengruppe »Weltwirtschaft und Sozialethik«.

---

<sup>8</sup> Eine erste Sichtung und persönliche Einordnung der diversen Diskussionsbeiträge bietet: *Barry Eichengreen, Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda*, Washington DC 1999.