



Sony Kapoor

# Die Finanzkrise – Ursachen & Lösungen

Hans **Böckler**  
**Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

**etui.**  
european trade union institute



**FRIEDRICH  
EBERT**   
**STIFTUNG**

| BertelsmannStiftung



# **Die Finanzkrise – Ursachen & Lösungen**

Sony Kapoor  
Managing Director, Re-Define

#### **IMPRESSUM**

© Copyright 2011 by Hans-Böckler-Stiftung  
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf

Redaktion: Lothar Kamp  
Alle Rechte vorbehalten

Layout: Gaby Sylvester, Düsseldorf

Produktion: Druckerei Hachenburg GmbH  
Printed in Germany 2011  
Bestellnummer: 30365

#### **BILDNACHWEISE**

© Eisenhans, Henry Schmitt, tom – Fotolia.com

#### **BEZUGSQUELLE**

Setzkasten GmbH  
Fax: 0211-408 00 90 40  
E-Mail: mail@setzkasten.de

## INHALT

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| Vorwort der Herausgeber        | 6  |
| Danksagung                     | 8  |
| Vorwort des Autors             | 9  |
| Anstelle einer Zusammenfassung | 11 |
| Einleitung                     | 13 |

### TEIL I

|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. Was das Besondere am Finanzsystem ist                               | 23 |
| 2. Wie Banken funktionieren und warum sie störanfällig sind            | 28 |
| 3. Die Veränderungen in der Finanzwirtschaft                           | 33 |
| 4. Verstehen, was geschehen ist                                        | 39 |
| 5. Wie ungeeignete Anreize in den Mittelpunkt der Finanzkrise gerieten | 42 |
| 6. Grundsätze für die Reform des Finanzsystems                         | 50 |
| 7. Verminderung von Systemrisiken                                      | 54 |

### TEIL II

|                                                                |     |
|----------------------------------------------------------------|-----|
| 1. Der Finanzsektor benötigt einschneidende Reformen           | 65  |
| 2. Reform der Aufsichtsstrukturen                              | 70  |
| 3. Schaffung einer Aufsichtsstruktur für Systemrisiken         | 76  |
| 4. Regulierung systemischer Finanzinstitute                    | 80  |
| 5. Verbesserung von Krisenmanagement und Krisenlösung          | 87  |
| 6. Verschärfung der Kapital- und Liquiditätsanforderungen      | 92  |
| 7. Regulierung der Derivate                                    | 97  |
| 8. Regulierung der Verbriefung                                 | 102 |
| 9. Regulierung alternativer Investmentfonds                    | 105 |
| 10. Reform der Ratingagenturen                                 | 110 |
| 11. Einsatz des Steuersystems zur Regulierung der Finanzmärkte | 114 |
| 12. Resümee                                                    | 126 |

### ANHANG

|                |     |
|----------------|-----|
| Quellenangaben | 130 |
| Glossar        | 131 |
| Tabellen       | 132 |

|                                |     |
|--------------------------------|-----|
| Über die Hans-Böckler-Stiftung | 134 |
|--------------------------------|-----|

## VORWORT DER HERAUSGEBER

Das Finanzsystem steht im Mittelpunkt der modernen Marktwirtschaft. Wenn das System gut funktioniert, werden Ressourcen so verteilt, dass die Produktivität der Wirtschaft maximiert wird. Wenn hingegen das Finanzsystem ins Wanken gerät, wird die gesamte Wirtschaft davon erfasst. Weil die Finanzwirtschaft so entscheidend ist, haben die Regierungen wiederholt eingegriffen, um das System zu retten und zu stützen, wenn es erschüttert wurde. Dieses Sicherheitsnetz ist die eine Seite des Gesellschaftsvertrags, den die Gesellschaft mit dem Finanzsystem eingegangen ist. Regulierung ist die andere Seite dieses Vertrages.

Um sicherzustellen, dass das Finanzsystem die Räder der Realwirtschaft weiterhin ölt, ohne das Sicherheitsnetz ungebührlich zu strapazieren, ist es unerlässlich, dass andere Gruppen der Gesellschaft das Finanzsystem mittels gut durchdachter Regulierung in die Verantwortung nehmen. Die ursprüngliche Rolle des Finanzsystems muss wieder hergestellt werden: Kapital zur produktiven Verwendung und damit letztendlich zum Nutzen für die Gesellschaft zu vermitteln, aufzuteilen und zu transferieren.

Die Schuld an der gegenwärtigen Krise wurde auf gierige Banker und ohnmächtige Regulierungsbehörden geschoben. Sie kann jedoch genauso gut selbstgefälligen Wirtschaftsbeteiligten gegeben werden, die sich nicht die Mühe gemacht haben zu verstehen, was im Finanzsystem vorging, und von ihnen Rechenschaft zu fordern. Es war durchaus im Interesse der Beschäftigten der Finanzbranche zu behaupten, Finanzmarktfragen seien für Laien zu schwer zu verstehen. So wurden sie in Ruhe gelassen und konnten tun, was sie wollten. Außenstehende haben ihnen geglaubt und angenommen, wer Bonuszahlungen in Millionenhöhe erhält, weiß, was er tut und leistet gute Arbeit. Das war eindeutig nicht der Fall. Das Kreditrisiko darf nicht länger auf die gesamte Gesellschaft abgewälzt werden und die Banken müssen sich wieder auf ihre ursprüngliche Aufgabe besinnen.

Die Krise hat mehrere Schwachstellen in den Strukturen der Institute, den Anreizsystemen, den Regulierungen und den Aufsichtsstrukturen der Finanzmärkte aufgedeckt und deutlich gemacht, dass der Finanzsektor viel zu wichtig ist, um sich selbst überlassen zu werden. Über Reformen des Finanzsystems wird derzeit nicht nur in der Europäischen Union diskutiert, sondern auch in den USA und in internationalen Organisationen wie dem G20, dem IWF und dem Finanzstabilitätsrat.

Diese Diskussionen scheinen kompliziert und verwirrend und nichts wäre dem Finanzsektor lieber, als dass die Interessensvertreter der Gesellschaft wie Gewerkschaften, Nichtregierungsorganisationen, Verbraucherguppen und andere Gruppen der Zivilgesellschaft sich nicht aktiv an den Reformbemühungen beteiligen. Das dürfen wir nicht zulassen.

Aus diesem Grunde haben sich die Friedrich-Ebert-Stiftung, die Bertelsmann Stiftung und das Europäische Gewerkschaftsinstitut (ETUI)<sup>1</sup> sowie die Hans-Böckler-Stiftung mit Re-Define zur Veröffentlichung eines Buches zusammengeschlossen, das zur rechten Zeit mit dem Fachjargon

---

<sup>1</sup> Das ETUI wird von der Europäischen Gemeinschaft finanziell unterstützt



aufräumt und die Arbeitsweise des Finanzsystems, die Ursachen der Krise und die Konzepte und Berechtigung einer Reform des Finanzsystems in leicht verständlichen Metaphern erklärt.

Das Buch richtet sich insbesondere an Personen und Gruppen, die keine Spezialisten sind, wie Verbrauchergruppen, Gewerkschaften und NGOs, die großes Interesse daran haben, das Finanzsystem zur Rechenschaft zu ziehen und sicherzustellen, dass die Reformen, die derzeit ausgearbeitet werden, ausreichen und tatsächlich dazu führen, dass das Finanzsystem der realen Wirtschaft dient. Die in diesem Buch vorgestellten Konzepte sind auch für Politiker hilfreich, die häufig derart damit beschäftigt sind, Politik zu machen, dass sie Gefahr laufen, den Blick für das große Ganze zu verlieren. Mit der Zusammenstellung, Erläuterung und Analyse der wichtigsten bisher gemachten Vorschläge zur Reform des Finanzsektors bietet das Buch einen leicht verständlichen Überblick zum Stand vom 31. Mai 2010. Selbst wenn sich die Reformvorschläge im Detail noch ändern können, so hat die Analyse in diesem Buch doch kein Verfallsdatum.

*Andreas Botsch*  
Europäisches Gewerkschaftsinstitut

*Thomas Fischer*  
Bertelsmann Stiftung

*Andrä Gärber*  
Friedrich-Ebert-Stiftung

*Lothar Kamp*  
Hans-Böckler-Stiftung

## DANKSAGUNG

*Diese Publikation wäre ohne die Hilfe zahlreicher Personen und Institutionen nicht zustande gekommen. Mein Dank gilt Makaio Witte, wissenschaftlicher Mitarbeiter bei Re-Define, der geholfen hat, die Reformvorschläge zur Regulierung im Auge zu behalten, Jessica Townsend, Matthew Townsend und Meenoo Kapoor für ihre wertvolle Hilfe bei der redaktionellen Bearbeitung sowie Andreas Botsch und Maria Jepsen vom Europäischen Gewerkschaftsinstitut für ihre unermüdliche Unterstützung während des gesamten Schreibprozesses und der Herausgabe dieses Buches.*

*In diese Publikation ist eine Reihe von Vorträgen eingeflossen, die ich in den letzten beiden Jahren gehalten habe. Der Europäischen Kommission, dem Europäischen Parlament, den Vereinten Nationen, dem niederländischen Finanzministerium, dem norwegischen Finanzministerium, dem deutschen Finanzministerium, dem deutschen Ministerium für Entwicklungszusammenarbeit, dem Bundestag sowie anderen Finanzministerien und Zentralbanken, die mich zu Vorträgen eingeladen haben, bin ich ebenfalls zu Dank verpflichtet.*

*Ferner bedanke ich mich bei der Bank of England für die Bereitstellung von Datenmaterial. Viele der in diesem Buch verwendeten Zahlen stammen von der Bank of England.*

*Auch dem Beirat von Re-Define gebührt Dank für seine Hilfe bei der Entwicklung mancher in diesem Buch dargelegten Gedanken. Ganz besonders danke ich Avinash Persaud und Rob Johnson.*



## VORWORT DES AUTORS<sup>2</sup>

„Konservativer Banker“ klingt heute schon wie ein Widerspruch in sich, doch es gab tatsächlich einmal eine Zeit, in der Banker für ihre Vorsicht bekannt waren. Innerhalb von Jahrzehnten hat sich das Ansehen von Bankern gewandelt. Waren sie einst „Stützen der Gesellschaft“, so wird heute weitgehend über sie hergezogen.

„Kredit“ geht auf das lateinische Wort für Vertrauen (accreditivus) zurück. Mit der größten Finanzkrise innerhalb einer Generation ist gleichzeitig einer der größten Vertrauensbrüche eingeleitet.

Natürlich müssen die Regierungen weiterhin dafür sorgen, dass kurzfristig wieder Kredite in die Wirtschaft fließen. Das Vertrauen in Finanzdienstleistungen wieder herzustellen, so dass Kredite ohne staatliche Unterstützung fließen können, wird jedoch wesentlich schwieriger sein.

Dieses Vertrauen ist nur durch eine Kombination aus strukturellen Veränderungen des Bankwesens, scharfer Aufsicht, strenger Regulierung, Begrenzung der Anreize, übermäßige Risiken einzugehen, und vielleicht ein wenig Reue von Seiten der Banker wieder zu gewinnen.

Die Zeit der aufregenden Bankgeschäfte mit hohem Adrenalinausstoß, die uns in die Krise geführt haben, ist ein recht junges Phänomen. Bis Mitte der 1970er Jahre wurde eine Tätigkeit im Bankwesen als „langweilig“ angesehen. Auch die Zeit der aberwitzigen goldenen Bonuszahlungen ist neu. Im Bankwesen wurde früher zwar relativ gut gezahlt, die Vergütung der Banker war jedoch nur geringfügig höher als die anderer Berufsgruppen wie z. B. Lehrer.

*Was ist passiert? Wie sind die Banker von ihrem konservativen eher langweiligen Image zu dem Ruf gekommen, rücksichtslos, gierig und nicht vertrauenswürdig zu sein?*

*Hatte dies irgendetwas mit dem Ausbruch der größten Finanzkrise seit Menschengedenken zu tun?*

*Wie reagieren die Politiker weltweit darauf? Wird es ausreichen, den Kreditfluss und das Vertrauen in den Bankensektor wieder herzustellen? Wie können wir sicherstellen, dass sich eine solche Situation nicht wiederholt?*

Mit diesem kurzen Buch sollen nachvollziehbare, doch sicher nicht erschöpfende Antworten auf diese kritischen Fragen gegeben werden, Fragen, die zunehmend im Mittelpunkt der öffentlichen Debatte stehen und Politiker und andere politische Entscheidungsträger sowie Banker auf der ganzen Welt beschäftigen.

---

2 Sony Kapoor, Managing Director von Re-Define, ist derzeit als Experte und Berater tätig für das Europäische Parlament und war früher für Investmentbanken wie Lehman Brothers und ICICI einerseits tätig und für NGOs wie Christian Aid und Oxfam andererseits. Er war auch strategischer Berater der norwegischen Regierung und Berater verschiedener internationaler Organisationen wie der Weltbank. Sony Kapoor hat einen Abschluss in Chemical Engineering des Indischen Instituts für Technologie, einen MBA der Universität von Delhi und einen MSC in International Finance der London School of Economics.

Dieser Band von Re-Define ist der erste einer Reihe weiterer Bücher, die die öffentliche Diskussion über die wichtigsten politischen Herausforderungen der kommenden Jahre anregen sollen. Bei dem vorliegenden Band hat sich Re-Define mit vier angesehenen Institutionen zusammengeschlossen.

Wie alle unsere Publikationen ist auch dieses Buch in einer für die Allgemeinheit und den Nichtspezialisten verständlichen Weise geschrieben und bietet gleichzeitig Informationen und Gedanken, die auch für Politiker und Spezialisten nützlich sind. Wir hoffen sehr, dass es eine aktive Debatte unter politischen Entscheidungsträgern auslösen und einen fundierten Dialog zwischen Regulierungsverantwortlichen und der Öffentlichkeit ermöglichen wird, die sehr großes Interesse an einer Reform des Finanzsektors hat.

Wir hoffen, es gefällt Ihnen, und wir danken dem Europäischen Gewerkschaftsinstitut, der Friedrich-Ebert-Stiftung, der Bertelsmann Stiftung und der Hans-Böckler-Stiftung dafür, dass sie dieses Projekt ermöglicht haben.

Im Namen des Re-Define Teams,  
*Sony Kapoor*, Managing Director  
[www.re-define.org](http://www.re-define.org)



## ANSTELLE EINER ZUSAMMENFASSUNG

Das Finanzsystem ähnelt mit seinen zahlreichen Institutionen und Kanälen zum Geldtransfer sehr dem Straßenverkehrssystem. Auf gut geführten Straßen können sich Personen und Güter schnell und ohne all zu viele Unfälle fortbewegen; ein gutes Finanzsystem transferiert ohne all zu viele Krisen Mittel zuverlässig zu den Orten, an denen sie in der Realwirtschaft gebraucht werden. Ein solches System haben wir eindeutig nicht.

Stellen wir uns Autos vor, die an einem schönen Tag auf der Straße fahren: gelegentliche Bodenschwellen zur Geschwindigkeitsreduzierung, Kameras, die die Fahrer daran erinnern, dass sie beobachtet werden, und hin und wieder eine Polizeistreife für alle Fälle. So funktionierte auch das Finanzsystem im Allgemeinen und das Bankwesen im Besonderen durch die Reformen, die die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre ausgelöst hatte. In den Jahrzehnten nach dem Zweiten Weltkrieg erlebte die Welt ein erhebliches Wirtschaftswachstum, das Finanzsystem war recht stabil.

Jetzt stellen wir uns einen Straßenverkehr vor, in dem Tanklastzüge bei dichtem Nebel die Straße hinunter fahren. Vereinzelte Polizeistreifen, mit Farbe übersprühte Kameras und abgebaute Bodenschwellen und Leitplanken vervollständigen das Bild. Das war das neue Gesicht des Finanzsystems, das sich zuerst in den 1980er Jahren zeigte.

Autos und Finanzsysteme hatten schon immer Unfälle, doch die Unfälle sind häufiger geworden, und sie sind schwerer und immer mühsamer zu beseitigen. Wir sind noch nicht aus der beispiellosen finanziellen Massenkarambolage heraus, die den Finanzverkehr fast zum Erliegen gebracht hat. Selbst als die Rettungsaktionen in vollem Gange waren und die Regierungen Maßnahmen von nie gekanntem Ausmaß ergriffen, rasten noch zu viele betrunkenen Fahrer außer Kontrolle die Straße herunter. Ein Lastwagen nach dem anderen fuhr auf die Rettungsmannschaft auf. Bear Stearns, Lehman Brothers und AIG folgten kurz auf einander – und der Finanzverkehr ist noch immer blockiert.

Bei gefährlichen Verkehrsbedingungen, täglich neuen hysterischen Unfallberichten und geringer Sicht bleiben vorsichtige Fahrer zuhause. Sie lassen ihr Auto in der Auffahrt stehen. Im übertragenen Fall behalten die Finanzakteure das Geld bei sich. Das hat dazu geführt, dass die Wirtschaft ins Stocken geriet.

Regierungen, Regulierungsbehörden und Zentralbanken ergriffen Maßnahmen, um die Trümmer der Verkehrsunfälle zu beseitigen, doch das Ausmaß der Unfälle war so groß, dass es lange dauern wird, bis die Fahrer sich wieder vertrauensvoll auf die Straße wagen.

Es ist sicher nicht mehr möglich, zu diesem System zurückzukehren. Es war viel zu gefährlich und hat seinen Zweck nicht erfüllt, die Mittel dorthin zu lenken, wo sie der Realwirtschaft am besten dienen.

Dieses Buch wirft Gedanken auf, wie das System am besten neu gestaltet werden kann.

### Wie sollte ein solches System aussehen?

Das neue System müsste wesentlich sicherer sein, ohne unwirtschaftlich zu werden. Bei einer Geschwindigkeit von 1 km/h kommt es nicht zu Unfällen, aber für die Wirtschaft ist das eindeu-

tig schlecht. Damit der Kapitalismus Erfolg hat, muss ein gewisses Risiko eingegangen werden: das treibt Unternehmertum und Produktivitätsgewinne an. Wir brauchen also Maßnahmen, die Sicherheit und Vertrauen bestmöglich erhöhen, ohne den Verkehr zu einem dünnen Rinnsal werden zu lassen.

Als nächstes müssen wir mit dem Nebel fertig werden. Die Undurchsichtigkeit des Finanzsystems rührt 1) aus dem Handel mit kaum verstandenen Derivaten, 2) der Nutzung verschwiegener Steuerparadiese und 3) dem Anwachsen eines Schatten-Bankensystems<sup>3</sup>, das sich jeder Regulierung entzieht. Das hat die Sicherheit gefährdet und das Vertrauen untergraben. Diese drei Bereiche des Finanzwesens richten durch ihre Heimlichkeit Schaden an und müssen vordringlich in Angriff genommen werden. Darüber hinaus tragen bessere Verkehrszeichen in Form von umfassender Offenlegung zweifellos dazu bei, die öffentliche Sicherheit zu erhöhen und Vertrauen wieder herzustellen.

Ferner müssen die Größe der Finanzinstitute, die „zu groß zum Scheitern“ sind, begrenzt und die Institute entflochten werden. Diese Tanklastzüge des Finanzsystems haben die Sicherheit ganzer Länder wie die Islands und der Schweiz bedroht. Auch sind mehr Bodenschwellen in Form von Finanz-Schutzschaltern sowie Transaktionssteuern notwendig, um die Geschwindigkeit der Finanzwirtschaft zu drosseln. Überwachungskameras in Form von stärkerer Aufsicht durch Regulierungsbehörden würden dafür sorgen, dass die Finanzinstitute wissen, dass sie beobachtet werden, und sie von rücksichtslosem Verhalten abhalten. Mehr Streifenwagen, d. h. mehr Regulierungsbefugnisse zur größeren Abschreckung, schnellere Rettungsdienste und härtere Strafen bei Verstößen würden dazu beitragen, dass der Finanzverkehr ruhig fließt und nicht durch gefährliche Fahrmanöver unterbrochen wird.

Außerdem sind Sicherheitsgurte und Airbags für den normalen Fahrer notwendig. Diese könnten die Form besserer Einlagensicherung und besserer sozialer Absicherung annehmen und würden die Sicherheit bei Unfällen eindeutig erhöhen, aber auch das Vertrauen der vorsichtigen Fahrer wieder herstellen. Derartige Maßnahmen müssten teilweise durch ein differenziertes Mautsystem finanziert werden: Die Lenker großer oder gefährlicher Fahrzeuge, die die Finanzsicherheit gefährden und die Straßen abnutzen, müssten höhere Versicherungsbeiträge, Steuern und Kapitalabgaben zahlen. Entsprechend wäre eine Abgabe auf die Bilanz großer Finanzinstitute denkbar.

Den Anreizen für vernünftiges Verkehrsmanagement, das gewährleistet, dass der Verkehr sich in Stoßzeiten nicht zu sehr „staut“, entsprechen antizyklische Maßnahmen im Finanzwesen. Dadurch wird sichergestellt, dass Regulierung und Steuerpolitik den Wirtschaftsschwankungen entgegenwirken, um das Entstehen von Blasen und Pleiten zu verhindern. Das Fehlen solcher Maßnahmen war in erster Linie für das Aufblähen der jüngsten spekulativen Blase der Vermögenspreise verantwortlich.

Kein Verkehrssystem kommt ohne den öffentlichen Verkehr aus, der Verbindungen in Gebiete bereitstellt, die nicht ausreichend durch private Fahrzeuge bedient werden. In ähnlicher Weise müssen die Regierungen kleine und mittlere Unternehmen, umweltfreundliche Investitionen und die Infrastrukturvorsorge unterstützen – entscheidende Aspekte der nachhaltigen Wirtschaft, die der private Finanzsektor fast immer vernachlässigt.

---

3 Mit Schattenbanksystem bezeichnet man Finanzinstitutionen jenseits der streng regulierten Banken, z. B. Investmentbanken, Hedgefonds und von Banken ausgelagerte Zweckgesellschaften. Diese Schattenbanken nehmen inzwischen einen großen Teil der Kapitalverteilungsfunktionen wahr.

## EINLEITUNG

Die Welt wurde von der größten Finanz- und Wirtschaftskrise der jüngeren Geschichte erschüttert. In vielerlei Hinsicht wurden dadurch Fehlfunktionen des Finanzsystems offenbart, die nicht nur die Instabilität der Finanzmärkte erhöht, sondern auch deren normale Funktion als Instrument zur effizienten Bereitstellung von Mitteln für die Realwirtschaft behindert haben.

Die Jahrzehnte vor der Krise waren durch exponentielles Wachstum des Finanzsektors gekennzeichnet. Die Größe der Finanzinstitute und das Volumen der Finanztransaktionen wuchsen über ein Niveau hinaus, das glaubhaft als gesellschaftlich und wirtschaftlich optimal betrachtet werden kann. Die Probleme der exzessiven Größe sind heute an der mehrere Billionen Dollar schweren Rechnung ablesbar, die den Steuerzahlern zur Rettung des Finanzsystems aufgebürdet wurde.

Die Finanzwirtschaft hat sich immer mehr auf kurzfristige Geschäfte konzentriert. Banken setzten zur Finanzierung ihrer Transaktionen auf immer kürzere Laufzeiten der Anleihen. Die Märkte wurden von Hedgefonds und transaktionsintensiven Handelsfirmen dominiert, die ihren Anlagehorizont in Millisekunden und nicht in Jahren berechneten. Diese Form der Just-in-time-Finanzierung stellte sich als höchst destabilisierend heraus und erhöhte sowohl die Geschwindigkeit als auch das Ausmaß des Übergreifens der Krise im System.

Mit Anbruch des Internet- und Informationszeitalters wurde das Finanzsystem sogar noch undurchsichtiger: mit komplexen und nicht regulierten außerbörslichen (OTC-) Derivatemärkten in Kombination mit außerbilanziellen Strukturen und einer zunehmenden Zahl von Niederlassungen in Steueroasen führten Marktakteure mehrere undurchsichtige Stufen ein. Diese Intransparenz ermöglichte es diesen, kaum verstandene exzessive Risiken im System aufzubauen und vor den neugierigen Blicken der Regulierungsbehörden zu verbergen. Sie führte aber auch dazu, dass die Finanzmarktakteure, als die erste Schockwelle das System erschütterte, das Vertrauen in ihre Partner verloren: jeder von ihnen konnte toxische Vermögenswerte führen; es war unmöglich festzustellen, wer sicher war und wer nicht. Das hat die Krise vertieft und zu deutlich höheren Verlusten geführt, als zunächst angenommen.

Die Banken haben sich reichlich Geld geliehen, im Vorfeld der Krise lag der Verschuldungsgrad mancher Banken bei 1:60 (Eigenkapital: Fremdkapital; „Leverage“). Solange alles gut lief, konnten sie dadurch Gewinne aufblähen und jedes Jahr Hunderte Milliarden Dollar Bonuszahlungen absahnen. Diese Hebelwirkung und die niedrigen Zinssätze trieben die Preise für Vermögenswerte wie Immobilien in die Höhe, so dass sie für normale Menschen unerschwinglich wurden. Stagnierende Löhne in den mittleren und unteren Einkommensschichten zwangen die Menschen zur Kreditaufnahme; das Finanzsystem hat seine Aufgabe der Unterstützung nachhaltigen Wachstums der Realwirtschaft ganz offensichtlich nicht mehr erfüllt. Auf dem Höhepunkt der Blase haben Finanzmarktakteure in den USA 40 Prozent der gesamten Unternehmensgewinne in die eigene Tasche gesteckt.

Als die Probleme dieser Arbeitsweise die Belastungsgrenze des Systems erreicht hatten, waren den Regierungen in der ganzen Welt die Hände gebunden, da viele Institute „zu groß“ bzw. „zu verflochten“ waren, um sie scheitern zu lassen. Ihr Konkurs hätte der gesamten Wirtschaft massiven Schaden zugefügt.

Für die Rettung des Finanzsektors wurden weltweit Billionen Dollar ausgegeben. Die Bank of England schätzt, dass sich die tatsächlichen Kosten der Krise im Hinblick auf den Schaden für die Volkswirtschaften auf mehrere zehn, wenn nicht Hundert Billionen Dollar belaufen.

Die Welt kann sich keine zweite Krise dieses Ausmaßes leisten. Das Finanzsystem muss von Grund auf reformiert werden, reine Schönheitsoperationen werden nicht ausreichen. Im nächsten Abschnitt stellen wir einige entscheidende Lektionen vor, die politische Entscheidungsträger bei der Neustrukturierung und Regulierung des Finanzsektors beachten sollten.

Damit diese Lektionen verständlicher werden, greifen wir die im letzten Abschnitt eingeführte Metapher des Straßenverkehrs wieder auf.

## 1. LEKTION:

### **Wir müssen uns auf das System konzentrieren, nicht nur auf einzelne Institute**

Stellen wir uns vor, die Behörden würden lediglich die Verkehrstüchtigkeit von Autos, Schienenfahrzeugen oder Flugzeugen überprüfen. Das würde noch kein gut funktionierendes Verkehrssystem gewährleisten. Straßentaugliche Autos oder flugtaugliche Flugzeuge sind zwar notwendig, aber für ein gut funktionierendes Verkehrssystem allein nicht ausreichend. Mindestens genauso wichtig ist das Zusammenspiel zwischen den Fahrzeugen oder den Fliegern.

Für die Regelung des Straßenverkehrs, für Bahnbetreiber und Fluglotsen ist von entscheidender Bedeutung die Fähigkeit, das System als Ganzes zu betrachten und erhöhte Staugefahren, Verkehrszusammenbrüche oder mögliche Kollisionen erkennen zu können, und zwar sowohl für den reibungslosen Ablauf als auch für die Sicherheit des Systems.

Im Finanzsystem lag der Schwerpunkt der Regulierung bisher fast ausschließlich auf der guten Führung und Sicherheit jedes einzelnen Institutes. Mindesteigenkapitalanforderungen, das Fundament der Bankenregulierung, waren so gestaltet, dass die Sicherheit einzelner Banken gewährleistet war, mehr aber auch nicht. Auch die Aufsichtsbehörden haben, bis auf wenige Ausnahmen, lediglich die Einhaltung der Vorschriften und die Unternehmensführung einzelner Institute überprüft. Risikomanage-

mentsysteme wurden zur Sicherung der Banken, nicht des Bankensystems eingeführt.

Kein Wunder also, dass weite Bereiche des Finanzsystems vernachlässigt wurden, während Regulierungs- und Aufsichtsbehörden über ihre Schäfchen wachten. Niemand beobachtete den Verkehrsfluss und das Entstehen eines Systemrisikos, so dass drohende Karambolagen un bemerkt blieben. Jede Bank wurde ähnlich eines Autos reguliert, das alleine auf der Straße unterwegs ist. Jeder Fahrer weiß, dass in dichtem Verkehr die tatsächliche Gefahr von den anderen Verkehrsteilnehmern ausgeht und nicht von einem Lastzug, der von der Straße abkommt und gegen einen Baum rast.

Die Schlussfolgerung lautet: für die Sicherheit wird der Überblick über das gesamte System mit zunehmender Verkehrsgeschwindigkeit immer wichtiger. In dem heutigen Finanzsystem, das größer und schneller ist als je zuvor, geht die reale Gefahr nicht so sehr von dem Zusammenbruch eines Institutes aus, als vielmehr von der möglichen Ansteckung, dem Übergreifen eines Problems auf das gesamte System.

Das zeigt deutlich, dass die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden ihre Aufmerksamkeit verlagern müssen: von der Gewährleistung der Sicherheit einzelner Institute, der so genannten „mikroprudentiellen“ Aufsicht, auf die „makroprudentielle“ Aufsicht, die die *Sicherheit und Stabilität des Finanzsystems als Ganzes im Blick hat*.



## 2. LEKTION:

### **Wir sollten uns vor allem mit dem beschäftigen, was wir nicht sehen können**

Gute Sicht beim Fahren kann gar nicht überbewertet werden. Je geringer die Sicht, desto vorsichtiger sollten wir fahren. Wer diese Maxime außer Acht lässt, läuft Gefahr, in einen Unfall verwickelt zu werden. Geringe Sicht beeinträchtigt sowohl den Fahrzeuglenker als auch die für die Verkehrsregelung zuständige Stelle.

Bei schnelleren Verkehrssystemen wie Schienen- und Luftverkehr haben unvollständige Informationen schwerere Folgen als in dem relativ langsamen Straßenverkehr. Wird nur ein Zug oder ein Flugzeug übersehen, kann das zur Katastrophe führen. Ein Flugzeug bleibt immer auf dem Radarschirm und im Ortungssystem der Fluglotsen; es verschwindet dort nur, wenn es abgestürzt ist.

Da sich unser Finanzsystem von den relativ langsamen Tagen des Straßenverkehrs weiterentwickelt hat und nach der Art der Eisenbahnnetze immer stärkere Verflechtungen aufweist und sich wie der Luftverkehr immer schneller bewegt, ist es für die Regulierungsbehörden ebenso wie für die Finanzmarktteure immer wichtiger geworden, niemals aus dem Auge zu verlieren, was um sie herum geschieht. Jede Wissens- und Verständnislücke kann fatale Folgen haben.

Diese Lücken klaffen jedoch immer stärker auf. Ganze Sektoren des Finanzmarktes wie z.B. die Hedgefonds stehen unter keinerlei Aufsicht. Produkte wie „außerbörsliche“ Derivate haben immer stärker beschleunigt. Und die Regulierungsbehörden haben dabei nur geringe Kenntnis des extremen Gefährdungspotentials. Offshore-Finanzplätze, die auf ein geringes Maß an Regulierung und Aufsicht spezialisiert sind, führten dazu, dass sich Banken dort mit zahlreichen Tochter- und Zweckgesellschaften niederließen.

Die Kombination aus unregulierten Finanzmarktteuren, undurchsichtigen Produkten und mangelnder Transparenz und Rechtssicherheit hat die Gefahren für das Finanzsystem erheblich erhöht und dafür gesorgt, dass im Falle eines schweren Unfalls die Funktionen des gesamten Finanzsystems lahm gelegt werden. Bei dichtem Nebel und geringer Sicht ist es am vernünftigsten, das Auto stehen zu lassen. Das Problem ist nur, dass ohne Finanzverkehr die gesamte Wirtschaft zum Erliegen kommt.

Transparenz ist das Fundament eines gut funktionierenden Finanzsystems. Regulierungs- und Aufsichtsbehörden müssen nicht nur wissen, was innerhalb der Finanzinstitute, sondern auch was im gesamten Finanzsystem vorgeht. Reformen des Finanzsystems müssen daher bei undurchsichtigen Derivaten ansetzen, außerbilanzielle Transaktionen unterbinden und die Verschwiegenheit der Steueroasen durchdringen. Parallel hierzu sind Bemühungen notwendig, bessere Transparenz über die Finanzbeziehungen der Vertragspartner in Finanzgeschäften herzustellen. Dies leistet einen Beitrag dazu, dass Finanzinstitute das Vertrauen zueinander behalten.

## 3. LEKTION:

### **Anreize sind von größerer Bedeutung als bisher angenommen**

Wenn uns viel Geld dafür angeboten würde, schnell zu fahren, und wir wüssten, dass wir keine körperlichen Verletzungen davontragen würden, egal was passiert, und wir nicht persönlich haften müssten, egal wie viele andere Fahrzeuge wir beschädigen, kämen wir dann nicht in Versuchung, rücksichtslos zu sein? Viele Menschen würden unter diesen Voraussetzungen immer schnell fahren.

So ähnlich ist es im Finanzsystem geschehen. Händler und Banker sind hohe Risiken



eingegangen, weil sie wussten, dass sie enorm hohe Bonuszahlungen erreichen konnten, die zum Teil das Hundertfache ihres Grundgehaltes betrug. Wenn ihre Wetten aufgingen, konnten sie solche Belohnungen einstreichen. Das Schlimmste, das ihnen passieren konnte, war, gefeuert zu werden, wenn sie die Wette verloren. In Boomzeiten hatten solche Händler aber kaum Probleme, einen anderen Arbeitsplatz zu finden. Das persönliche Risiko war minimal, wenn sie ein exzessives Risiko eingingen, die Möglichkeit einer großzügigen Belohnung jedoch sehr hoch.

Getrieben durch die Anreize ihrer Mitarbeiter haben die Finanzinstitute immer mehr Fremdkapital aufgenommen und begonnen, durch immer kurzfristigere Anleihen bei gleichzeitig langfristiger Kreditvergabe ein immer größeres Liquiditätsrisiko einzugehen.

Der zunehmende Einsatz von Fremdkapital durch die Finanzinstitute ermöglichte es ihren Managern, immer höhere Renditen zu erzielen. Dadurch erhöhten sie das Risiko eines Zusammenbruchs des Systems. Die hohen Gewinne für „schnelles“ Fahren führten dazu, dass zu viele Fahrer rücksichtslos fuhren. Es war nur noch eine Frage der Zeit, bevor es zu einer größeren Karambolage kam.

Die Anreize für die Mitarbeiter waren zweifellos unverhältnismäßig. Doch auch die Anteilseigner hatten Anreize, exzessive Risiken einzugehen. Beschränkte Haftung bedeutet, dass die Entwicklung der Aktienrendite zumindest theoretisch nach oben unbegrenzt ist, während sie nach unten gedeckelt ist. In ihrem Streben nach Gewinnen in einem durch hohe Zugangsbarrieren gekennzeichneten Finanzsystem sind auch Aktionäre „zu schnell gefahren“ und haben sich einer Kapitalrendite von 25-30 Prozent erfreut. Doch das Systemrisiko, welches sie mit ihrem Verhalten mitverursachten, brach in Form der Finanzkrise aus und fegte große Teile ihres Wohlstandes hinweg.

Anreize, die zu unangemessenem Verhalten verleiteten, sind im Vorfeld der Krise zu einem sich immer stärker ausbreitenden Problem geworden: Darlehen wurden an Kreditnehmer ausgegeben, die den üblichen Bonitätsanforderungen nicht entsprachen (subprime), die Banker sicherten sie ab und die Ratingagenturen bewerteten sie alle, da sie in Abhängigkeit des Geschäftsvolumens bezahlt wurden. Sie konzentrierten sich darauf, Volumen zu generieren und setzten dabei die Qualität aufs Spiel. So wurde der US-amerikanische Subprime-Sektor zum Auslöser der Krise.

Das Problem der Anreize im Finanzsystem zu lösen, muss dringend Teil der Reformbemühungen sein. Es würde bereits einen großen Unterschied machen, wenn Banker, die andere Institute gefährden und die Stabilität des Systems bedrohen, weniger belohnt würden, z.B. durch Deckelung ihrer Bonuszahlungen.

Parallel hierzu sollten die persönlichen Risiken erhöht werden, die mit rücksichtslosem Verhalten verbunden sind, z.B. durch eine strengere Auslegung der treuhänderischen Pflichten, Gesetze zur persönlichen Haftung und einen stärkeren Einsatz strafrechtlicher Verfolgung. Rücksichtslosen Fahrern sollte der Führerschein entzogen werden.

#### 4. LEKTION:

##### **Just-in-time-Management kann problematisch sein**

Stellen wir uns vor, wir ziehen um und haben einen neuen Anfahrtsweg zur Arbeit. Am ersten Tag fahren wir früh los, um sicher zu gehen, dass wir rechtzeitig ankommen. Wir fahren langsam, um uns nicht zu verfahren. Am nächsten Tag fahren wir ein bisschen schneller und stellen fest, dass wir die Fahrzeit um 5 Minuten verkürzen können. Am dritten Tag nehmen wir wahr, dass die Geschwindigkeitsbegren-





zung auf der Autobahn heraufgesetzt wurde und wir noch schneller fahren können. Wenn die Straße gut ist und der Verkehr vorhersehbar, verringern wir unseren Sicherheitszeitpuffer immer mehr und neigen dazu, schnell zu fahren und genau zur rechten Zeit anzukommen.

So ähnlich ist es dem Finanzsystem ergangen. Dank Liberalisierung, Deregulierung und technologischem Fortschritt wurden die Finanzströme immer schneller und Transaktionszeiten immer kürzer. Dieser kürzere Zeithorizont wurde nicht nur auf den Wertpapiermärkten offensichtlich, wo die durchschnittliche Halte-dauer von Wertpapieren allgemein sank, sondern auch im Bankwesen, wo Institute begannen, immer kurzfristigere Anleihen aufzunehmen.

Kurzfristige Anleihen sind billiger als langfristige. Das ist einfach darauf zurückzuführen, dass das Verlustrisiko mit zunehmender Laufzeit des Darlehens steigt. Mit zunehmender Liquidität der Anleihemärkte stiegen die Banken zur Gewinnsteigerung bei gleichzeitiger Kostensenkung auf immer kurzfristigere Anleihen um. 2007 finanzierten zum Beispiel britische Banken 25 Prozent ihres Kreditgeschäfts durch kurzfristige Anleihen. Northern Rock finanzierte manche Hypothekenkredite, die sie mit 30-jähriger Laufzeit an Kunden ausgab, mit Tagesanleihen. Da täglich refinanziert werden musste, setzte dieses Verhalten die kontinuierliche Verfügbarkeit billiger kurzfristiger Anleihen voraus und ließ wenig Spielraum für Irrtümer.

So wie die Just-in-time-Produktion und das Just-in-time-Fahren, so funktioniert auch der Handel mit Portfolios von Vermögenswerten und einer Eigenfinanzierung an den kurzfristigen Anleihemärkten solange, wie die Bedingungen gut sind. Das Risiko dabei ist jedoch, dass selbst ein kleines Problem eine große Störung auslösen kann, da nur sehr wenig Spielraum für Irrtümer und sehr geringe Lagerkapazitäten

und Haltungsmöglichkeiten bestehen. Es ist, als ob man auf einem Flughafen-Drehkreuz oder einem Umsteigebahnhof oder im Verkehrsstau auf der Autobahnausfahrt stecken geblieben ist, weil man zu wenig Zeit eingeplant und den Anschluss verpasst hat. Nur geht es hier um die Finanzen und die gegenwärtige Krise hat die Störanfälligkeit dieser Arbeitsweise nur allzu deutlich offenbart.

Keinen Spielraum für Irrtümer zu lassen ist unvorsichtig, ob es um Finanzen geht oder um das Fahren. Natürlich sind die Fahrbedingungen an einem schönen Tag oder außerhalb der Stoßzeiten nicht dieselben wie bei schlechtem Wetter oder im Berufsverkehr. In ähnlicher Weise bewegt sich auch das Finanzsystem in Liquiditätszyklen. Zur Verringerung der Störanfälligkeit des Systems müssen daher Puffer angelegt werden für Zeiten, in denen die Liquiditätsbedingungen auf dem Markt nicht ideal sind.

## 5. LEKTION:

### **Was schief gehen kann, wird auch fast immer schief gehen**

Egal wie gut wir planen und egal wie gut die Dinge zu laufen scheinen: Autos, Züge und Flugzeuge werden immer verunglücken. Deshalb ist es so wichtig, Notfallpläne zu haben, um den Schaden zu begrenzen, Leben zu retten und Unterbrechungen des Verkehrssystems zu vermeiden. Alle Flughäfen haben Notfallteams an der Hand, die sehr kurzfristig einberufen werden können. Auch im Straßen- und Schienenverkehr gibt es entsprechende Teams.

Dennoch hat die jüngste Bankenkrise, obwohl sie bei weitem nicht die erste war, die Finanzmarktregulierungsbehörden weitgehend unvorbereitet getroffen, sowohl im Hinblick auf den Umfang der Krise als auch in Bezug auf die Intensität des Zusammenbruchs. Wir müssen

dringend aus der beispiellosen Aktion zur Stützung der Liquidität, der Einlagensicherung und der Rekapitalisierung lernen. Größe, Kompetenzen und Kapazitäten des Notfallteams müssen wesentlich erweitert werden.

Es wurden viele neue und unkonventionelle Instrumente ausprobiert, mit mehr oder weniger großem Erfolg. Wenigstens einige dieser Instrumente sollten in das ständige Arsenal der Regulierungsbehörden aufgenommen werden, um den Schaden zu begrenzen, den Probleme in einem Finanzinstitut bei anderen Instituten anrichten können. Weiterhin haben wir gelernt, dass Mechanismen zum Umgang mit Problemen großer Institute, insbesondere jener mit erheblichen grenzüberschreitenden Geschäften, völlig fehlen. Besondere Lösungsmechanismen für genau diese Art von Notfällen sind dringend erforderlich.

## 6. LEKTION: Netzwerkübergreifende Zusammenarbeit

Stellen wir uns ein System vor, in dem zwei Länder gemeinsame Grenzen im Luftraum haben (es können auch zwei Nachbarstaaten mit einer gemeinsamen Eisenbahnverbindung sein oder zwei Nachbargemeinden mit Verbindungsstraßen) und einem hohen grenzüberschreitenden Verkehrsaufkommen. Wenn es keine kontinuierliche, ständige und genaue Kommunikation und Zusammenarbeit zwischen den Fluglotsen beider Länder gibt, kann es sehr schnell zur Katastrophe kommen.

Genau das ist im Vorfeld der Krise geschehen: Die Kommunikation und der Informationsaustausch zwischen den internationalen Regulierungsbehörden konnte einfach nicht mit der Realität der wesentlich höheren grenzüberschreitenden Finanzströme Schritt halten. Die Regulierungsbehörden des einen Hoheitsgebietes haben ihre Informationen nicht gebün-

delt und mit anderen Regulierungsbehörden ausgetauscht. Zu den Problemen, die dies mit sich brachte, kam noch erschwerend hinzu, dass sich Steueroasen darauf spezialisiert haben, Informationen vor den Behörden anderer Länder zu verbergen, so dass das Ausmaß der Gefährdung des Finanzsystems unbemerkt blieb und es kaum eine Möglichkeit der Koordinierung und kein Vertrauen mehr gab, als die Katastrophe eintraf.

Stellen wir uns ein anderes Szenario vor, in dem Fluglotsen des Sitzlandes, in dem die Fluggesellschaft registriert ist, nur dafür verantwortlich sind, den Flugplan einzuhalten und zu regeln. Je weiter sich das Flugzeug von seinem Heimat-Luftraum entfernt, desto schwieriger wird es natürlich für die Fluglotsen am Heimatstandort, es zu überwachen.

Aus Sicht des Gastlandes (d. h. des Landes, in dessen Luftraum das Flugzeug fliegt) sind drei Dinge Anlass zu ernster Besorgnis:

- 1) die gelockerte Kontrolle durch das Sitzland,
- 2) die Tatsache, dass das Flugzeug bei einem Absturz großen Schaden im Gastland anrichten würde und 3) die mangelnde Kontrolle darüber, was das Flugzeug in seinem Luftraum tut, sowie der Dominoeffekt auf seine eigene Flotte.

Genau so wurden Finanzinstitute häufig reguliert, wenn in erster Linie das Sitzland für die Regulierung verantwortlich war. Die meisten kümmerten sich zu allererst um das, was die großen grenzüberschreitenden Institute, die sie regulierten, in ihrem Heimatmarkt taten. Ausländische Tochtergesellschaften, Filialen und andere Aspekte der Geschäftstätigkeit interessierten sie bestenfalls zweitrangig. Die Regulierungsbehörden schienen nicht viel aus dem Zusammenbruch von BCCI gelernt zu haben, einer internationalen Bank, die kriminelle Tätigkeiten in erster Linie deshalb finanzieren konnte, weil die Regulierungsbehörde jedes Landes, in dem sie Geschäfte machte, annahm, eine der anderen Behörden würde sie überwachen.



Gastländer müssen eindeutig eine stärkere Rolle in der Finanzaufsicht spielen, sowohl in ihrem eigenen Interesse, als auch als Beitrag zur allgemeinen Verbesserung der Aufsichtsqualität.

## 7. LEKTION:

### **Fahr mit Gottvertrauen, aber immer mit Sicherheitsgurt**

Der Mensch ist von Natur aus Optimist. Wir glauben, die Dinge gehen meistens gut. Das heißt jedoch nicht, dass wir keine Vorkehrungen treffen. Wenn wir ins Auto steigen und losfahren, ist die Wahrscheinlichkeit, in einen Unfall verwickelt zu werden, sehr gering, doch die meisten Menschen legen trotzdem einen Sicherheitsgurt an. Auch hier, im Falle der Autos, spielt die Regulierung auf zwei Ebenen eine Rolle: erstens gilt es sicherzustellen, dass in jedem Fahrzeug jeder Sitz mit einem Sicherheitsgurt ausgestattet ist, und zweitens, dass das Anlegen der Gurte Pflicht ist.

Heutzutage werden Autos nach immer strengeren Spezifikationen gebaut und rigorosen Crashtests unterzogen, bevor sie für den Straßenverkehr zugelassen werden. Auch Finanzinstitute müssen sich jetzt immer strengeren Stresstests unterziehen. Diese ergaben, dass viele der Institute nicht verkehrstüchtig sind. Es hat sich jedoch herausgestellt, dass die regelmäßigen Untersuchungen der Verkehrstüchtigkeit nicht streng genug durchgeführt wurden.

Regulierung in Form von besseren Strukturen, Risikomanagement, Governance und Sicherheitsmerkmale wie Liquiditäts- und Kapitalniveaus müssen auf Vordermann gebracht werden, so dass jedes Institut gehalten ist, strengere Normen einzuhalten. Dies macht es belastbarer und unfallsicherer. Ähnlich der jährlichen Verkehrstüchtigkeitskontrollen müssen häufiger tiefgreifende, regelmäßige Überprüfungen

durch die Aufsichtsbehörden durchgeführt und strengere Maßstäbe angelegt werden.

Wichtig ist auch die übergeordnete Sorge um die Tauglichkeit und Sicherheit des Verkehrssystems selbst. Das System der Sicherheitsvorkehrungen besteht aus Folgendem: Verkehrszeichen und Ampeln, Straßenschwellen, Leitplanken, Überwachungskameras und Streifenwagen, die dafür sorgen sollen, dass die Fahrer nicht rücksichtslos fahren und die Sicherheit anderer nicht gefährden. Dieses System hat sich in der Krise als vollkommen unzulänglich herausgestellt. Es muss von Grund auf modernisiert werden, damit es seinen Zweck erfüllen kann. Wir brauchen mehr Verkehrszeichen, größere Straßenschwellen, bessere Kameras und ganze Flotten neuer Streifenwagen, um einen reibungslosen Finanzverkehr zu gewährleisten.

Es müssen Schranken eingeführt werden, die sicherstellen, dass bestimmte Finanzinstitute nur das tun, wofür sie zugelassen wurden. Ein Problem im Vorfeld der Krise war, dass Banken versuchten, wie Hedgefonds zu sein. Und Hedgefonds begannen, sich wie Banken zu verhalten. Sie machten das System dadurch anfälliger für Unfälle. Mehr Verkehrsampele in Verbindung mit einer besseren Aufsicht könnten dazu beitragen, dass sich dies nicht wiederholt. Bodenschwellen und ihr Äquivalent im Finanzsystem, antizyklische Kapitalanforderungen und Rücklagen für Kreditausfälle sollen Institute bremsen, wenn sie die Geschwindigkeit überschreiten oder das System in anderer Weise gefährden.

Trotz bester Absichten schlafen Verkehrsregulierer manchmal während der Arbeit ein oder sind anderweitig abgelenkt und können nicht alle Unfälle verhindern. Manchmal nehmen sie es nicht so genau, weil sie auf andere Ziele konzentriert sind. Regulierungsbehörden leisten ihre Arbeit manchmal nicht ganz korrekt, vor allem wenn sie nicht über voll-

ständige Informationen verfügen. Sie stehen auch unter politischem Druck, einen Boom nicht zu stören, der Politikern dabei helfen könnte, wiedergewählt zu werden.

Aus diesem Grunde haben Flugzeuge eingebaute Sensoren, die eindringlich warnen, wenn sich ein anderes Flugzeug zu sehr nähert, so dass ein Ausweichmanöver eingeleitet werden kann. Eisenbahnsysteme sind oft mit Notausschaltern ausgestattet, die Alarm auslösen und gegebenenfalls den Stromkreis unterbrechen, wenn der Zug ein rotes oder gelbes Signal überfährt. Die Autohersteller haben begonnen, Autos zu bauen, die automatisch die Geschwindigkeit drosseln, wenn ein Sensor feststellt, dass der Fahrer gefährlich schnell fährt oder am Lenkrad eingeschlafen ist.

Auch im Finanzsystem brauchen wir Mittel, die automatisch eingreifen, um Schaden zu begrenzen und Risiken zu verringern, sobald kritische Schwellen erreicht sind, wenn ein Finanzinstitut oder das Finanzsystem einen maximalen Verschuldungsgrad über- oder Mindestkapitalanforderungen unterschreiten.

Die Regulierungsbehörden brauchen eine strukturierte Sammlung von Reaktionsmöglichkeiten. Am Anfang, beim ersten Verstoß eines Finanzinstitutes, sollten die Regulierungsbehörden einen Ermessensspielraum haben.

Erste Anzeichen der Geschwindigkeitsüberschreitung durch ein Finanzinstitut sollten Alarm auslösen und die Befugnis der Aufsicht zur Durchsetzung der Bestimmungen erhöhen. Greifen diese ersten Maßnahmen nicht und löst das Institut auch auf der nächsten Stufe eine Gefahrenmeldung aus, könnten automatisch spezielle Maßnahmen eingeleitet werden, die das Institut im Finanzsystem isolieren, so dass sein Ausfall nicht zu einem völligen Erliegen des Verkehrs führt, so wie ein Fahrzeug von einem Streifenwagen aus dem Verkehr gezogen werden kann.

Aber Gefahren können auch durch die Vernetzung im Finanzsystem entstehen. Selbst wenn es sehr viel schwieriger umzusetzen ist, müssen auch auf der Ebene des Finanzsystems als Ganzem Gefahren überwacht werden, die heute auch dann auftreten können, wenn sich kein bestimmtes Institut besonders rücksichtslos verhält. Frühwarnsysteme bei Gefahren, die das gesamte System betreffen, wie der exzessive Einsatz von Fremdkapital oder Laufzeitinkongruenzen, sollten Korrekturmaßnahmen in Form herabgesetzter Geschwindigkeitsbegrenzungen auslösen. Diese können z.B. durchgesetzt werden durch höhere Eigenkapitalanforderungen oder Liquiditätspolster.



TEIL I





## 1. Was das Besondere am Finanzsystem ist

### Finanzgeschäfte haben langfristige Folgen

Es gibt ein neues Café in der Stadt und wir gehen hin und kaufen uns einen Kaffee. Wenn der Kaffee gut ist, werden wir wahrscheinlich wiederkommen, nicht aber, wenn er schlecht war. Das Schlimmste, was passieren kann, wenn wir ein neues Café ausprobieren, ist, dass wir einen schlechten Geschmack im Mund behalten und drei Euro vergeudet haben. Die Marktwirtschaft beruht auf dem Grundsatz des „caveat emptor“ oder „Käufer, nimm Dich in Acht“. Dieser Grundsatz funktioniert, wenn Käufer und Verkäufer wiederholt Geschäfte machen. Gute Verkäufer werden belohnt und diejenigen, die keinen guten Gegenwert bieten, geben ihr Geschäft auf.

Finanzmärkte funktionieren anders. Wenn wir Sparprodukte wie Rentenpapiere kaufen oder andere Finanzprodukte wie Versicherungen, ist das etwas anderes, als einen Kaffee zu kaufen. Dass die gekaufte Versicherung nicht angemessen war, stellen wir erst fest, wenn das Haus abgebrannt ist, und dann ist es zu spät.

### Eine Probefahrt mit Finanzprodukten ist nicht möglich

Würden wir einen Gebrauchtwagen kaufen, ohne zuvor eine Probefahrt zu machen? Die meisten Menschen würden das nicht tun. Wenn wir ein Fernsehgerät kaufen, haben wir ungefähr einen Monat Zeit herauszufinden, ob es gut funktioniert und uns gefällt. Wenn nicht, können wir es zurückgeben.

Bei Finanzprodukten ist eine Probefahrt nicht möglich. Bis wir merken, dass der Rentenfonds, in den wir investieren, nur halb so viel bringt, wie wir im Ruhestand zum Überleben brauchen, ist es wahrscheinlich schon zu spät, etwas daran zu ändern.

### Vertrauen steht im Mittelpunkt des Finanzsystems

Wir kaufen einen Stuhl und können ihn betrachten, fühlen, ihn anfassen und ausprobieren. Das ist bei Finanztransaktionen natürlich nicht möglich. Schlimmer noch: Die Anteilsscheine, Sparbücher und Scheckbücher wurden durch Computereinträge ersetzt, die irgendwo im virtuellen Raum existieren. Unser persönlicher Bankberater ist wahrscheinlich nur eine Telefonstimme am anderen Ende der Welt. Unter diesen Umständen ist Vertrauen von allergrößter Bedeutung. Deshalb wurden Banker als „Stützen der Gesellschaft“ angesehen.

### Der Finanzsektor ist systemisch<sup>4</sup>

Wenn vier Lebensmittelhändler im Markt sind und einer sein Geschäft aufgibt, ist das gut für die drei übrigen. Dieses Prinzip lässt sich nicht von der Realwirtschaft auf die Finanzwirtschaft übertragen. Fällt eine von drei Großbanken aus, kann das einen Ansturm auf die übrigen Banken auslösen. Wenn eine Bank ausfällt, ist das nicht zwangsläufig positiv für die anderen Banken.

---

<sup>4</sup> Systemisch bedeutet hier, dass die einzelnen Akteure, Produkte und Beziehungen im Finanzsystem in Wechselprozessen aufeinander reagieren und dabei eine Dynamik entwickeln können, die das gesamte System gefährden. Man muss zur Einschätzung von Gefahren das System als Ganzes mit seinen Wechselwirkungen verstehen.



Dafür gibt es zwei Gründe:

Finanzinstitute sind erheblich mit einander verflochten, zum Beispiel am Interbankenmarkt, selbst wenn sie im Wettbewerb zu einander stehen. Konkurrierende Lebensmittelhändler handeln kaum untereinander und können sich so nicht unmittelbar Schaden zufügen. Weil bei den meisten Finanzgeschäften Banken Vertragspartner (Gegenparteien) sind, ist alles bei ihnen anders. Sie können sich gegenseitig große Verluste bescheren.

Weil es in der Finanzwirtschaft vor allem auf Vertrauen und Zuversicht ankommt, kann der Ausfall einer Bank dazu führen, dass das Vertrauen in das gesamte System bröckelt. Wenn andere Banken ein ähnliches Geschäftsmodell wie die gescheiterte haben, kann das Vertrauen in diese schwinden; es kommt zu Ansteckungseffekten.

### **Finanzmärkte verhalten sich prozyklisch und neigen zum Herdenverhalten**

Stellen wir uns vor, der Preis für eine Tasse unseres Lieblingskaffees steigt. Insgesamt wird die Nachfrage fallen, da Leute mit einem knappen Budget weniger davon kaufen werden. Das umgekehrte Verhältnis zwischen Preis und Nachfrage ist für das Funktionieren der Märkte für reale Güter wesentlich und führt zu einem Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage.

Dieser Grundsatz ist nicht so leicht auf Finanzmärkte zu übertragen. Wenn die Immobilienpreise steigen, reagieren die Menschen darauf nicht einfach mit einer geringeren Nachfrage. Andere Phänomene können den ausgleichenden Effekt überlagern. Wenn wir aufgrund unserer Beobachtungen mit einem weiteren Anstieg der Immobilienpreise rechnen, könnten wir den Zeitpunkt für unseren geplanten Hauskauf sogar vorziehen, da wir nicht das Risiko eingehen wollen, über die Preise aus dem Markt gedrängt zu werden, weil wir zu lange gewartet haben. Viele Andere haben möglicherweise denselben Gedanken, und wir werden durch das Vorziehen unserer Kaufentscheidung wahrscheinlich die Preise weiter antreiben und möglicherweise noch mehr Menschen dazu bringen, dieselbe Entscheidung zu treffen.

Oder: Wenn wir feststellen, dass die Immobilienpreise über einen längeren Zeitraum kontinuierlich steigen, entscheiden wir möglicherweise, ein Haus zu kaufen, obwohl das eigentlich gar nicht beabsichtigt war. Ein solcher Kauf wäre spekulativ, getrieben von der Erwartung eines weiteren Preisanstiegs und der Aussicht auf schnelles Geld.

Während in der Realwirtschaft Preiserhöhungen die Nachfrage drücken, ist das auf den Finanzmärkten also nicht unbedingt der Fall. Eine Preiserhöhung kann zur Steigerung der Nachfrage führen und dadurch einen weiteren Anstieg der Preise stimulieren. Diese Prozyklizität ist einer der Faktoren, der die Finanzmärkte so schwanken lässt. Diese Märkte fördern ein Herdenverhalten, denn wenn wir sehen, dass unser Nachbar großen Erfolg an der Börse hat, ist es eher wahrscheinlich, dass wir am Ende auch spekulieren werden.

### **Die Finanzwirtschaft ist in sich unbeständig und krisenanfällig.**

#### **Das kann jedoch gemildert werden**

Es mag viele verschiedene Gründe für einen Aktienkauf geben, doch in der Wirtschaftstheorie wird Folgendes angenommen: Wir treffen die Kaufentscheidung erst nach sorgfältiger Berechnung des potentiellen Gewinns von IBM im Laufe der nächsten 100 Jahre. Diesem stellen wir die nach Abzug der in diesem Zeitraum wahrscheinlich geltenden Zinssätze gegenüber. Auf diesem Wege berechnen wir den heutigen Nettowert.





Weil Finanzprodukte langlebig sein können, reagieren diese Berechnungen sehr empfindlich auf die zugrunde gelegten Annahmen. Ändert sich der Diskontsatz der Zentralbank um 10 Prozent, wird sich der Preis der Aktie höchstwahrscheinlich um 20 bis 30 Prozent ändern. Selbst sehr geringfügige Änderungen der Annahmen oder der wirtschaftlichen Umstände können erhebliche Auswirkungen auf den aktuellen Preis eines Finanztitels haben. Es ist nicht möglich, den „wahren“ Wert eines solchen Titels zu ermitteln. Überdies wäre ein solcher „wahrer“ Wert in Anbetracht seiner Anfälligkeit für kleinste Veränderungen der wirtschaftlichen Variablen und Annahmen höchst schwankungsanfällig (volatil).

Die Tatsache, dass Finanzgeschäfte 1) langfristige Folgen haben, 2) von Vertrauen abhängen und 3) prozyklisch und unsicher sind, macht das Finanzsystem aus sich selbst heraus unbeständig. Deshalb können wir zwar über die Stabilisierung des Finanzsystems oder die Verringerung der Krisenhäufigkeit reden, wir können sie aber nie völlig beseitigen. Krisen begleiten das Finanzsystem seit frühesten Zeiten und werden uns auch in Zukunft plagen.

Das heißt nicht, dass wir völlig hilflos sind. Es kann viel getan werden, um die unbeständige Natur der Finanzwirtschaft zu mildern und die Schwere von Finanzkrisen abzufedern.

#### **Der Mensch neigt von Natur aus zur Fortschreibung bisheriger Trends. Das wirkt prozyklisch**

Die daraus sich ergebende Instabilität des Finanzsektors wird durch typisch menschliche Verhaltensmuster verstärkt. Unsere Neigung, ausgehend von jüngsten Beobachtungen Prognosen für die Zukunft aufzustellen, macht uns anfällig für prozyklisches Verhalten. Wenn wir sehen, dass der Preis einer Aktie steigt, erwarten wir einen weiteren Anstieg und entscheiden uns vielleicht, ein Gebot für den Kauf abzugeben. Das verstärkt den ursprünglichen Preisanstieg und führt zu größeren Schwankungen der Aktienpreise, als es sonst der Fall gewesen wäre.

#### **Wir neigen auch zu einer verzerrten Zuschreibung von Ergebnissen.**

##### **Dies verleitet uns, exzessive Risiken einzugehen**

Der Mensch ist ein optimistisches Wesen mit einer starken Tendenz, seine eigenen Fähigkeiten zu überschätzen. Das erklärt, weshalb in Studien in verschiedenen Kulturen 80 bis 90 Prozent der Befragten sich bei einer Reihe positiver Parameter wie Fahrkenntnisse, Intelligenz und Fitness als überdurchschnittlich einschätzen.

Eine so positive Selbsteinschätzung ist zwar sehr hilfreich, um mit den Schicksalsschlägen des Lebens fertig zu werden, auf den Finanzmärkten kann sie aber gefährlich werden. Händler schreiben erfolgreiche Handelsgeschäfte oft ihrem eigenen überlegenen Können zu, während sie schlechte Geschäfte häufig mit ungünstigen Marktbedingungen erklären. Das Selbstvertrauen wird asymmetrisch verstärkt – Gewinne werden dem eigenen Können zugeschrieben, Verluste hingegen Faktoren, die sich der eigenen Kontrolle entziehen. Dieser unbegründete Glaube in die eigenen Fähigkeiten führt bei vielen Finanzmarktteilnehmern dazu, dass sie größere Risiken eingehen, als optimal wäre.

#### **Unsere Neigung zu Herdenverhalten verstärkt die Schwankungen auf den Finanzmärkten**

Wird sind soziale Wesen. Massenphänomene wie lynchender Mob und Panik, die zu Massenflichten in Stadien führen, sind gut dokumentiert.

Solche Phänomene treten auf Finanzmärkten noch häufiger auf. Dort kann unser innerstes biologisches Bedürfnis, zur Herde zu gehören, durch einen „größeren Narren“ und eine Vernunft zweiter Ordnung noch verstärkt werden. Das heißt, dass wir zwar versucht sind, eine Aktie zu kaufen, über die jeder spricht, unsere rationale Seite aber möglicherweise erkennt, dass sie überbewertet ist, und uns davon abhält, uns der Herde anzuschließen. Eine Vernunft zweiter Ordnung, die erkennt, dass, obwohl eine Aktie tatsächlich überbewertet ist, ein größerer Narr kommen und einen noch höheren Preis dafür zahlen könnte, kann nun ihre Chance bekommen.

### **Das Finanzsystem tendiert dazu, immer komplexere Produkte zu schaffen**

Ein weiterer Unterschied zwischen der Welt der Finanzen und der Realwirtschaft ist, dass Finanzprodukte anders als Produkte anderer Branchen, wie z.B. Arzneimittel, nicht durch Patente geschützt sind. Jedes Produkt, das eine Bank, eine Investmentbank oder ein Fondsmanager heute verkauft, könnte, zumindest theoretisch, bereits am nächsten Tag von einem Konkurrenten angeboten werden.

Sobald der Wettbewerb beginnt, schrumpfen die Gewinnspannen der Produkte. Die Finanzinstitute nehmen zur Maximierung der Rentabilität daher Zuflucht in die ständige „Innovation“ von neuen Produkten. Komplexere Produkte sind schwerer zu rekonstruieren bzw. zu durchschauen und damit nicht ganz so leicht zu kopieren. Dadurch werden Finanzprodukte mit der Zeit immer komplizierter. Das Aufkommen von Computern hat den Innovationsrhythmus beschleunigt und den Umgang mit Komplexität erleichtert. Das hat die Entwicklung des Finanzsystems zu immer größerer Komplexität beschleunigt.

Je komplizierter ein Produkt, desto größer sind die Verständnisunterschiede zwischen dem verkaufenden Institut und einem Käufer, der nicht aus dem Finanzsektor kommt. Diese Asymmetrie im Hinblick auf Verständnis und Information erlaubt es den Finanzinstituten, größere Gewinne herauszuschlagen; sie bildet einen großen Anreiz, Finanzprodukte immer komplizierter zu gestalten und sie unbedarften Anlegern zu verkaufen.

Eine dritte Motivation für hohe Produktkomplexität ist, dass dadurch die Möglichkeit steigt, die Regulierungsbehörden zu täuschen. Produkte, die zur Senkung der Steuerzahlungen geschaffen wurden, beruhen auf ähnlichen Strategien.

### **Das Finanzsystem ist immer undurchsichtiger geworden**

Parallel zu diesem Trend hin zu größerer Komplexität hat sich eine Bewegung hin zu weniger Transparenz vollzogen. Kurz vor Ausbruch der aktuellen Krise hatte das Schattenbankensystem von Hedgefonds, besonderen Anlageinstrumenten und von Banken finanzierten außerbilanziellen Zweckgesellschaften, sog. „Conduits“, eine Größe erreicht, die mit dem regulären Bankensystem in den USA vergleichbar ist. Ein großer Teil dieses Schattenbankensystems war der Regulierung und der Aufsicht fast vollkommen entzogen. In Kombination mit der Neigung zur Geheimniskrämerei seitens Hedgefonds und anderer, wie außerbilanzielle Zweckgesellschaften, führte diese mangelnde Aufsicht zu einem großen Transparenzverlust des Finanzsystems.

Selbst streng regulierte Finanzinstitute griffen immer häufiger auf bilanzexterne Finanzierungsinstrumente zurück, wie es schon bei Enron der Fall war, so dass Anleger, Analysten, Kontrahenten und Regulierer es immer schwerer hatten, ihren wahren Wert zu bestimmen.



In den letzten zwei Jahrzehnten schossen Märkte für außerbörsliche Derivate, die weder transparent noch reguliert waren, wie Pilze aus dem Boden. Das Derivaterisiko wurde zu einem immer größeren Teil des gesamten Kreditrisikos von Finanzunternehmen.

Diese Trends gingen mit einer zunehmenden Internationalisierung der Finanzwirtschaft und der weit verbreiteten Nutzung von Steueroasen durch Finanzinstitute zur Senkung ihrer Steuerschuld einher. Citicorp hatte nachgewiesenermaßen 427 Tochtergesellschaften in Steueroasen<sup>5</sup>.

Die Kombination aus intransparenten Produkten, zunehmender Verwendung von außerbilanziellen Instrumenten und dem Wildwuchs von Tochtergesellschaften in Steueroasen hat die Transparenz des Finanzsystems verringert.

Wir haben ein in sich unbeständiges Finanzsystem, dessen Instabilität durch Veränderungen in jüngerer Zeit wie zunehmende Komplexität und Intransparenz noch vergrößert wurde. Bemerkenswert an diesem System ist nicht, wie oft es zusammenbricht, sondern wie selten. Diese Störanfälligkeit des Finanzsystems muss uns stets bewusst sein, wenn wir uns an die Reform der Finanzmärkte machen.

---

5 New York Times unter: <http://www.nytimes.com/2009/01/17/business/17tax.html>

## 2. Wie Banken funktionieren und warum sie störanfällig sind

Die Banken stehen im Mittelpunkt des Finanzsystems. Ohne Bankeninfrastruktur können Kapitalmärkte, Versicherungen und Vermögensverwalter nicht funktionieren. Das rasche Wachstum des Nichtbanken-Segments im Finanzsystem einschließlich der „Schattenbanken“ hatte die Aufmerksamkeit von den Banken abgelenkt. Durch die Finanzkrise, die die Bankensysteme der ganzen Welt getroffen hat, rückte die zentrale Rolle der Banken wieder ins Bewusstsein.

Die Komplexität von Produkten wie forderungsbesicherte zweitverbriefte Schuldverschreibungen (CDOs)<sup>6</sup>, die Intransparenz von Derivaten, das risikoreiche Schattenbankensystem und zahllose andere Probleme werden als unmittelbare Ursachen der Finanzkrise genannt. Das alles ist richtig, doch dürfen wir nicht vergessen, dass dies nicht die erste Bankenkrise ist, sondern eher die hundertste. Bankenkrisen gab es auch schon vor der Zeit der CDOs, komplexer Derivate und des Schattenbankensystems. Deshalb ist es zwar wichtig, spezielle Lehren aus dieser Krise zu ziehen, jedoch ohne das Gesamtbild aus den Augen zu verlieren, dass der Bankensektor eine störanfällige Angelegenheit ist.

Einige Faktoren, die zur Instabilität des Finanzsystems beitragen, wurden bereits erwähnt. Die politischen Maßnahmen zur Verbesserung des Bankensystems dürfen jedoch nicht nur an der allgemeinen Instabilität des Finanzsystems ansetzen, sondern müssen vor allem das Problem der Störanfälligkeit der Banken lösen. Dabei sind auch die spezifischen Ursachen der aktuellen Krise und die allgemeine Entwicklung der Bankpraktiken in den letzten Jahrzehnten zu berücksichtigen.

### 2.1 Was tun Banken und warum sind sie so wichtig?

Das Wort „Bank“ wird locker gebraucht und kann sehr unterschiedliche Institute umfassen wie 1) Geschäftsbanken, 2) Investmentbanken oder 3) Entwicklungsbanken, doch für die Zwecke dieser Publikation und für die meisten Regulierungsbehörden ist der Begriff „Bank“ mit einigen besonderen Funktionen verbunden. Alle „Banken“ nehmen in gewisser Weise folgende Aufgaben wahr:

#### **Laufzeiten- bzw. Fristentransformation**

Die Banken nehmen Einlagen von Sparern an, garantieren die Rückzahlung auf Verlangen – und verwenden diese Einlagen, um langfristige

Darlehen auszugeben. Dadurch ist es den Banken möglich, kurzfristige Spareinlagen in langfristige Investitionen umzuwandeln und die Produktivität der Wirtschaft anzukurbeln. Die Sparer wollen ihr Geld jederzeit zurückfordern können, während die Investoren wollen langfristig bereitgestellte Mittel wünschen, um längerfristige Investitionen tätigen zu können. Dadurch, dass sich die Bank zwischen die Sparer und die Anleger stellt, ermöglicht sie produktivitätssteigernde Investitionen.

#### **Kreditschöpfung**

Die Banken nutzen ein Teilreservesystem, bei dem jede 100 Dollar Einlage in zwei Teile aufgeteilt wird. Ein Teil – im Allgemeinen rund 10 Dollar – bleibt als Reserve in der Bank für den

<sup>6</sup> siehe Glossar



Fall, dass die Sparer einen Teil ihres Geldes kurzfristig zurückfordern, doch 90 Dollar werden einer Privatperson oder einem Unternehmen überlassen. Dieser Kunde zahlt nun das geliehene Geld auf sein Bankkonto ein, wobei die Bank 9 Dollar behält und die übrigen 81 Dollar an einen anderen Kunden ausleiht und so weiter ... Das heißt, eine ursprüngliche Spareinlage von 100 Dollar kann in einen wesentlich höheren Kreditbetrag umgewandelt werden. Das ist entscheidend, denn damit werden die Räder der Wirtschaft in vielfältiger Weise angetrieben, z. B. in Form eines Geschäftskredites oder von Betriebskapital. Einzelne Banken können zwar keine „Kredite schöpfen“, doch das Bankensystem als Ganzes tut genau das.

### Kreditvergabe

Die Kreditnachfrage ist häufig höher als der Betrag, der durch das „magische“ Teilreserve-system geschaffen werden kann, so dass die Banken den Kredit rationieren müssen. Selbst wenn eine solche Rationierung nicht notwendig ist, müssen die Banken sorgfältig überlegen, wem sie Kredit gewähren, da mit jedem Darlehen Risiken verbunden sind.

Der Entscheidungsprozess hinter der Kreditvergabe umfasst typischerweise Fragen wie

- a. Was macht der Kunde mit dem Geld?
- b. Welches Risiko ist mit diesem Vorhaben verbunden?
- c. Welcher Ertrag ist geplant?
- d. Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Kunde das Geld vollständig zurückzahlen wird?

Die gebotene Sorgfalt, die sich in der Abarbeitung dieser Fragen ausdrückt, ist entscheidend für den langfristigen Erfolg in der heutigen Wirtschaft. In dieser spielen de facto Banken und Finanzmärkte die Rolle der „zentralen Planung“ und nicht mehr die Regierungen. Die

Qualität der Entscheidung über die Kreditvergabe ist für die Dynamik der gesamten Wirtschaft von zentraler Bedeutung.

Das Bankensystem erfüllt noch eine weitere zentrale Rolle, von der der gesamte Finanzsektor und die übrige Wirtschaft abhängig sind: die Bereitstellung der Infrastruktur für den Zahlungsverkehr.

Alle genannten Dienstleistungen können weitgehend unter der Kategorie „kommerzielle Bankgeschäfte“ zusammengefasst werden.

Zunehmend üben Banken zusätzlich zu den beschriebenen „Kernfunktionen“ weitere Funktionen aus.

Hierzu zählen unter anderem

- a. Beratungsdienstleistungen zum Finanzbedarf von Unternehmen und Privatkunden
- b. Beratung bei Transaktionen wie Fusionen und Übernahmen
- c. Maklertätigkeit im Börsenhandel
- d. Händlerdienste am Kapitalmarkt, wie z. B. bei Börseneinführung und Market Making
- e. Versicherungsdienstleistungen und andere Finanzprodukte für Kunden
- f. Vermögensverwaltungsdienste einschließlich der Investition von Kundengeldern

In jüngster Zeit haben immer mehr Banken den Eigenhandel in ihre Tätigkeiten aufgenommen. Bei diesen handeln sie auf Finanzmärkten auf eigene Rechnung.

Je mehr dieser Dienstleistungen die Banken übernehmen, desto näher kommen sie dem unter den großen europäischen Banken vorherrschenden Modell der „Universalbanken“. In den USA wurde 1993 mit dem Glass Steagall Act eine rechtliche Trennung zwischen den Tätigkeiten von Geschäftsbanken und Investmentbanken vorgenommen, doch die Rücknahme dieser Gesetze 1999 hat der Verbreitung des Universalbankenmodells auch dort wieder die Türen geöffnet.

In einem der nachfolgenden Kapitel wird aufgezeigt, dass sich das Bankgeschäft in den letzten zwei Jahrzehnten wesentlich geändert hat. Die Größe und der Leistungsumfang der Banken sowie die Art ihrer Führung haben sich so sehr verändert, dass sie kaum wiederzuerkennen sind.

## 2.2 Die Störanfälligkeit von Banken und die Erneuerung des Gesellschaftsvertrages mit dem Bankensektor

Banken sind störanfällige Einrichtungen, das haben die verschiedenen Bankenkrisen im Laufe der Geschichte deutlich gezeigt. Das ist weitgehend unvermeidlich und eine unmittelbare Folge der Kernfunktionen, die sie in der Wirtschaft ausüben. Im Gegenzug zur Wahrnehmung dieser Kernfunktionen und als Sicherung gegen ihre ihnen innewohnende Störanfälligkeit hat die Gesellschaft die Banken mit verschiedenen sozialen Sicherungsmechanismen ausgestattet; auf diese soll in diesem Abschnitt kurz eingegangen werden.

### Liquiditäts- und Solvenzrisiken

Wenn Banken kurzfristige Einlagen in langfristige Ausleihen umwandeln, setzen sie sich der Gefahr aus, dass viele Sparer ihr Geld gleichzeitig zurückfordern. Die Bank, die langfristig ausgegebene Darlehen nicht zurückrufen kann, ist dann möglicherweise nicht in der Lage, zu zahlen. Diese Fristeninkongruenz zwischen Einlagen und Ausleihungen der Banken ist der Hintergrund des „Bank Runs“ (Bankensturms), bei dem Anleger in Panik geraten und jeder versucht, als erster sein Geld zurückzubekommen, weil er weiß, dass die Bank nicht genügend Liquidität besitzt, um alle Anleger auszuzahlen.

Traditionell wurde von den Banken erwartet, dass sie sich als Schutz vor diesem Risiko einen Puffer in Form einer gesetzlichen Mindest-Liquidität sowie einer Barreserve zulegen. Doch dieser Puffer wurde in den letzten Jahrzehnten abgeschafft. Die britischen Banken z.B. hielten vor dreißig Jahren noch 30 Prozent ihres Vermögens in Form von Liquidität, 2007 war dieser Anteil auf unter 1 Prozent gesunken<sup>7</sup>.

Der zweite Schutzwall gegen dieses Risiko sind die Liquiditätsfenster der Zentralbanken. Mit diesen werden solventen Banken, die sich in einem vorübergehenden Liquiditätsengpass befinden, Mittel in Form von Krediten zur Verfügung gestellt.

In der aktuellen Krise wurden diese Liquiditätsfenster erheblich vergrößert und verbreitert, wodurch die Zentralbanken ihren Banksystemen weltweit Billionen von Dollar an Liquiditätshilfe zur Verfügung gestellt haben.

Das Teilreservesystem der Banken ist sehr effizient für die Kreditschöpfung. Die Tatsache, dass jede Bank nur einen Teil der Einlagen behält und den Rest ausleiht, macht die Banken sehr anfällig für das Risiko, dass die Kreditnehmer ihre Kredite nicht zurückzahlen können. Sparer können jederzeit ihr Geld zurückfordern; aber Kreditnehmer sind nicht immer in der Lage oder Willens, das der Bank geschuldete Geld zurückzuzahlen.

Da nie alle Kredite zurückgezahlt werden und jede Bank unternehmensspezifische Kreditausfälle erwartet, verlangen die Regulierungsbehörden von den Banken, dass sie ein Mindestkapitalpolster bereithalten. Dabei geht man davon aus, dass diese Polster, zusammen mit den Vorkehrungen der Banken gegen wahrscheinliche Ausfälle, zum Ausgleich von Verlusten ausreichen und die Sparer kein Geld verlieren.

<sup>7</sup> Statistik der Bank of England

Angesichts der Unsicherheit, ob eine Bank 1) liquide genug oder 2) solvent genug ist, ihnen ihr Geld auszuzahlen, wenn sie es wollen, neigen Sparer bei dem geringsten Anzeichen von Problemen zu Panikabhebungen. Diese Runs bekommen einen Selbstlauf und können sogar solide Banken in Schwierigkeiten bringen.

Zum Schutz vor dieser Panik haben die Regulierungsbehörden der meisten Länder Einlagensicherungsinstrumente eingeführt, die die Rückzahlung aller Bankeinlagen bis zu einer bestimmten Höhe garantieren. Generell wird diese Versicherung durch eine Gebühr auf alle Bankeinlagen finanziert und von der zentralen Regierung garantiert.

### **Systemrisiko**

Risikoübernahme ist ein zentrales Element der modernen Wirtschaft. Ohne Personen, die bereit sind, Risiken zu übernehmen, gäbe es keinerlei unternehmerische Wirtschaftstätigkeit. Risiken können vielerlei Formen annehmen. Als Hauptkategorien lassen sich jedoch nennen: 1) Liquiditätsrisiko, 2) Kreditrisiko und 3) Marktrisiko.

Ein Finanzsystem funktioniert dann gut, wenn die Risiken von den Instituten getragen werden. Denn diese sind am besten dafür gerüstet.

Ist das übernommene Gesamtrisiko zu groß oder so verteilt, dass einzelne Finanzmarktakteure Risiken übernehmen, für die sie weniger gerüstet sind, ist die Stabilität des gesamten Systems gefährdet. Wenn dem Bankensystem als Ganzem massive Einbußen drohen, ist das Risiko systemisch und muss auf der Ebene des Bankensystems behandelt werden, wie in der aktuellen Krise geschehen.

Bei einem solchen Systemrisiko fallen die Werte der Vermögensgegenstände von Banken. Eine Diversifizierung von Vermögenswerten ist nun nicht mehr sinnvoll, da viele Teile der Wirtschaft sich nun gleichzeitig abwärts entwickeln

und daher ein „Ausweichen“ in „bessere“ Titel nicht mehr möglich ist. Deshalb benötigte das Bankensystem in den meisten entwickelten Ländern massive Kapitalspritzen der Regierungen.

Wie die aktuelle Krise deutlich gezeigt hat, besaßen die Regulierungsbehörden nur wenige Möglichkeiten, diesem Risiko zu begegnen. Daher mussten in zahlreichen Ländern die Zentralbanken und die Regierungen einschreiten, um in einer Ad-hoc-Aktion das Bankensystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren.

Das hat zur Ausweitung des Sicherheitsnetzes für den Bankensektor geführt, so dass jetzt Liquiditäts-, Einlagen- und Kapitalsicherung de facto Teil des Sicherheitsnetzes sind.

Die Ergänzung zur Bereitstellung dieses Sicherheitsnetzes ist die traditionelle Regulierung. Die Ausweitung des Sicherheitsnetzes fand in einem Moment statt, als sich gerade eine Welle von Deregulierungen durchsetzte. Die Notwendigkeit strengerer Regulierung liegt also auf der Hand. Die Gesellschaft muss ihren Gesellschaftsvertrag mit den Banken in sehr viel strengerer Form neu gestalten. Dazu gehören eine strengere Regulierung und eine größere Beteiligung der Banken an den Kosten der Sicherungssysteme.

### **2.3 Warum der Ausfall einer Bank negative Auswirkungen auf andere Banken hat**

Banken sind systemische Wesen mit extremer Verflechtung. Auch wenn jedes einzelne Institut sicher dasteht, kann das System als Ganzes durch die Verbindungen der Institute untereinander störanfällig sein. Erschütterungen eines Teils des Systems können sich schnell im System ausbreiten und dieses dominoartig zum Einsturz bringen.

Da die Nachhaltigkeit von Banken ganz entscheidend vom Vertrauen der Sparer abhängt, ihre Gelder zurückzubekommen, ist der Erhalt



dieses Vertrauens für das Überleben einzelner Banken und die Stabilität des Bankensystems von entscheidender Bedeutung. Im Unterschied zu anderen Wirtschaftsbereichen, in denen der Ausfall eines Wettbewerbers normalerweise gut fürs Geschäft ist, kann im Bankensektor der Ausfall einer Bank eine ernste Vertrauenskrise in anderen Banken auslösen und Auswirkungen auf das ganze System haben.

Hierfür gibt es verschiedene Gründe:

- Weil Banken häufig umfangreiche Verbindlichkeiten gegenüber anderen Banken haben, kann der Ausfall einer Bank den anderen Banken große Verluste bescheren.
- Weil Banken häufig ähnliche Systeme nutzen und auf gleichartigen Märkten operieren, kann der Ausfall einer Bank zu der Erwartung führen, dass andere Banken dasselbe Problem haben werden. Die Banken sind sich ähnlicher geworden denn je zuvor, so dass diese Ähnlichkeit die Ansteckungsgefahr erhöhen und zum Ursprung eines Systemrisikos werden kann.
- Banken sind immer stärker in die Finanzmärkte eingebunden. Der Ausfall einer Bank kann die Märkte, auf denen sie operiert, drücken, weil sie zum Verkauf von Vermögenswerten und Sicherheiten gezwungen ist. In der aktuellen Krise geschah dies massenhaft, als die durch Forderungen aus Hypothekendarlehen unterlegten Wertpapiere, in die Banken weltweit investiert hatten, an Wert verloren und eine Welle von Zwangsverkäufen und Wertverlusten auslösten.
- Sparer nehmen vielleicht an, ihre Bank sei nicht aufgrund eigener Risiken, sondern infolge eines Systemrisikos zusammengebrochen, das auch andere Banken betrifft.

Die Politik muss sich darauf konzentrieren, einen Bankenzusammenbruch zu verhindern. Denn mit diesem sind Kosten für andere Banken sowie für die breitere Wirtschaft verbunden. Und wenn ein Ausfall unvermeidlich ist, muss die Politik die systemischen Folgen für andere Institute minimieren.

Die Regulierung des Bankensektors muss die folgenden grundlegenden Aspekte umfassen: 1) die Gewährleistung der Solidität der einzelnen Institute gegenüber unternehmensspezifischen Risiken, 2) Minimierung der Auswirkungen der Probleme einer Bank auf das gesamte Bankensystem und 3) Gewährleistung der Solidität des Bankensystems gegenüber Systemrisiken.

Bisher lag der Schwerpunkt der Regulierung in erster Linie auf Punkt 1 – Verringerung des Risikos des Ausfalls einzelner Institute. Die Krise lehrt uns aber, dass die Regulierung sich stärker auf Punkt 2 – Minimierung der Ansteckungsgefahr und Punkt 3 – Verringerung des Systemrisikos konzentrieren muss. Diese Fragen werden in den nachfolgenden Kapiteln behandelt.



### 3. Die Veränderungen in der Finanzwirtschaft

Großmütter und Professoren für Finanzwissenschaft mahnen auf die gleiche Art und Weise zur Vorsicht: „Leg nicht alle Eier in den gleichen Korb“. Übertragen auf den Markt heißt das, dass die Streuung des Risikos auf verschiedene Finanzmarktsegmente zur Verringerung des Risikos beiträgt. Die Wahrscheinlichkeit, Geld zu verlieren, ist geringer, wenn man sowohl Apple- als auch Microsoft-Aktien gekauft hat, als nur eine von beiden. Dieses einfache Prinzip liegt der Finanzwirtschaft zugrunde, von der ein großer Teil maximale Diversifizierung anstrebt.

Finanzexperten und Regulierungsbehörden gehen davon aus, dass Anlageportfolios von Vermögensverwaltern und Banken immer diversifizierter geworden sind und sich ihr Verlustrisiko auf einem bestimmten Finanzmarkt oder in einer bestimmten Vermögenskategorie dadurch wesentlich verringert hat.

Diese Art des Risikos, das als Verlustrisiko oder als Unterbrechungsrisiko interpretiert werden kann, wenn Probleme in einem bestimmten Marktsegment oder einem bestimmten Finanzinstitut auftreten, gilt als unternehmensspezifisches Risiko. Die Globalisierung hat in der Tat zur Verringerung dieses Risikos beigetragen. Was die politischen Entscheidungsträger allerdings übersehen haben, ist, dass parallel zur Verringerung des unternehmensspezifischen Risikos das Systemrisiko gestiegen ist – das Risiko, dass das gesamte Finanzsystem und nicht nur einzelne seiner Teile auf einen Schlag zusammenbricht, so wie es in der aktuellen Finanzkrise geschah.

Dies war vor allem auf zwei Entwicklungen zurückzuführen: 1) große Anleger hatten in fast alle verschiedenen Anlageklassen und in verschiedenen Ländern investiert, die unterschiedliche Märkte darstellten. So haben die Anleger dazu beigetragen, dass sich Erschütterungen von einem Markt auf den anderen ausbreiteten. 2) Die meisten Großbanken wurden einander immer ähnlicher und die meisten großen Anleger gingen ähnliche Risiken ein. Indem die natürliche Vielfalt der Finanzinstitute auf diese Weise immer weiter abnahm, wurden die Institute immer anfälliger für ähnliche Risikofaktoren.

In früheren Zeiten haben Kapitalsteuerung, Marktsegmentierung und strenge Begrenzung der Art von Investitionen, die Firmen tätigen konnten, dafür gesorgt, dass es unterschiedliche Märkte gab, die nur locker mit einander verbunden waren. Das hat sich im Zuge der technologischen und wirtschaftlichen Globalisierung geändert. Die Kontrollen durch Kapitalsteuerung wurden abgebaut. Marktsegmente wurden für alle Arten von Anlegern geöffnet. Die Deregulierung und der Fortschritt in der Informationstechnologie haben den Finanzinstituten wesentlich mehr Handlungsfreiheit beschert. Institute schlossen sich zusammen und wurden größer und hinterließen im Streben nach Diversifizierung ihre Spuren in nahezu allen Anlagenklassen und weltweiten Finanzmärkten. Ehemals verschiedene Märkte (oder Körbe) waren nun mit einander verflochten, so dass das Systemrisiko drastisch stieg.

Anstelle mehrerer unterschiedlicher kleiner Körbe hatten wir am Ende nur noch einen einzigen Riesenkorb.

Die Deregulierung des Finanzsektors in Kombination mit den erheblichen Fortschritten der Kommunikationstechnologie führte zu einem Anschwellen der grenzüberschreitenden Finanzströme. Kredite an Akteure in anderen Ländern, ausländische Direktinvestitionen, internationale

Anlageportfolios sowie Devisenhandel breiteten sich in immer höherer Geschwindigkeit aus. Die Globalisierung der Finanzwirtschaft war eröffnet.

Fortschritte in der elektronischen Datenverarbeitung ermöglichten es den Finanzinstituten, immer komplexere Derivate zu schaffen. Anfangs waren diese zur Risikoabsicherung bestimmt, doch schon bald wurden sie zu bevorzugten Finanzinstrumenten der Spekulanten. Die ursprünglich relativ kleinen Derivatemärkte schwollen innerhalb von nur drei Jahrzehnten auf mehr als das 50fache des weltweiten Bruttoinlandsproduktes an<sup>8</sup>.

Parallel zur Zunahme wechselseitiger Verbindlichkeiten der Finanzinstitute und zur Verflechtung ehemals verschiedener Finanzmärkte sorgte die Verbreitung des Internet dafür, dass Finanztransaktionen und Finanzströme wesentlich schneller wurden. Die Zeiten der Ticker-Notierungen und Taschenrechner waren vorbei, Transaktionen an der Börse werden heute in Nanosekunden automatisch von Computern ausgeführt.

Das Finanzsystem ist also in jüngster Zeit sehr schnell gewachsen, die Transaktionen haben sich wesentlich beschleunigt und die Komplexität der Instrumente hat erheblich zugenommen.

### **3.1 Entscheidungen, die für einzelne vernünftig sind, können für die Gemeinschaft verheerend sein**

Die gegenwärtige Regulierung beruht auf der Annahme, dass die Gewährleistung der Solidität der einzelnen Institute automatisch die Solidität des Systems nach sich zieht. Doch das ist ein fataler Trugschluss. Diese Annahme verschlimmert das Systemrisiko eher noch.

Wenn der Marktpreis für einen Vermögenswert zu sinken droht, ist es für jede Bank, die sich um ihre Solidität sorgt, vernünftig, diese Anlage so schnell wie möglich zu verkaufen. Damit wird sie den Marktpreis jedoch weiter drücken, was anderen Banken, die denselben Vermögenswert führen, Verluste einbringen wird, so dass sie ihrerseits gezwungen sein werden, auch andere Anlagen zu verkaufen, um ihr Gesamtrisiko unter Kontrolle zu bringen und so weiter ... Entscheidungen, die für einzelne Banken vernünftig sind, können also verheerende Folgen für das System haben. Daher kann es notwendig sein, die Verbindungen zwischen einzelnen Instituten zu trennen und politische Maßnahmen zur Gewährleistung

der Solidität der Institute und des Systems zu ergreifen.

### **3.2 Das Streben nach Diversifizierung führt zur Vereinheitlichung**

Wie bereits beschrieben, strebt jede Bank traditionell nach Diversifizierung, um nicht alle Eier in den gleichen Korb zu legen und Geld an unterschiedliche Kreditnehmer in verschiedenen Wirtschaftsbereichen und Regionen auszuleihen. Mit der Globalisierung der Finanzwirtschaft ist das Bündel der potentiellen Anlagemöglichkeiten wesentlich größer geworden, so dass die Banken ein vielfältigeres Angebot haben als je zuvor. Ein oberflächlicher Blick in ihre Bücher bestätigt diesen Eindruck und ist in höchstem Maße enttäuschend.

Mit dem Aufkommen von Verbriefung, grenzüberschreitenden Finanzströmen, Lockerung der Beschränkungen für Banken und hochentwickelter Informationstechnologien hat sich der Zugang der Banken zu den verschiedenen Anlagen schneller entwickelt als die Vielfalt der Anlagen. Da die Banken alle auf dieselben

<sup>8</sup> Statistik der BIS [www.bis.org](http://www.bis.org)

Korrelationsdaten zugreifen, sowie ähnlichen Regulierungssystemen, Marktpreisen und Risikomanagementsystemen unterliegen, haben sie sich immer mehr über dieselben Anlagen diversifiziert.

Am deutlichsten wird diese Problematik in der extremen Situation, in der alle Banken in dem Streben nach maximaler individueller Diversifizierung letzten Endes bei allen Anlagen Risiken eingegangen sind und einander fast identisch geworden sind. Das Streben nach Diversifizierung hat zur Vereinheitlichung geführt und das Bankensystem in höchstem Maße anfällig gemacht, da sich Störungen in einer Anlageklasse oder Probleme in einem Institut nun sehr schnell in den Märkten und Instituten ausbreiten können.

### **3.3 Marktgestützte und ordnungspolitische Anreize machen das System prozyklisch**

In Zeiten der Hochkonjunktur stehen die Banken unter dem Druck, die Kreditvergabe zu erhöhen. Diese verspricht nun, sehr rentabel zu sein; die Kreditausfälle sind sehr gering. Das Ansteigen der Besicherungswerte lässt die Banken noch zuversichtlicher werden. Sie treffen riskantere Kreditvergabeentscheidungen, die erforderliche Eigenkapitalunterlegung sinkt. Bei steigenden Vermögenspreisen müssen die Banken wesentlich weniger Risikokapital beithalten, so dass sie mehr Kredite in die Wirtschaft pumpen. Immer mehr Geld ist auf der Jagd nach denselben Anlagen, die Vermögenspreise steigen immer weiter ... bis unvermeidlich etwas schiefeht und die ganze schöne Fassade zusammenbricht.

Banken, die sich in Zeiten der Hochkonjunktur zur Vorsicht entscheiden, werden durch die Börsen abgestraft, so wie die HSBC im Vorfeld der aktuellen Krise, und der Druck, mit dem Strom zu schwimmen, wird immer höher.

Chuck Prince von Citicorp hat das genau erfasst, als er sagte, man müsse tanzen, solange die Musik spielt. Das ist für den Einzelnen vernünftig. Aber jede Bank versucht, als erste den Raum zu verlassen, sobald die Musik verstummt. Manche Banken hatten es rechtzeitig geschafft, doch liegt es in der Natur des Spiels, dass andere stecken blieben und das gesamte Bankensystem aufgrund seines systemischen Wesens große Verluste erleiden wird.

Nach der geltenden Regulierung durch das Baseler Abkommen ist die Höhe des Eigenkapitals, das Banken halten müssen, abhängig von der Risikobewertung der Anlagen einer Bank zu einem Stichtag. Dadurch sinken die Kapitalanforderungen in Zeiten der Hochkonjunktur, wenn die Wirtschaft blüht. Umgekehrt sind Banken fast immer knapp an Kapital, wenn der Abschwung eintritt. Die Hochkonjunktur erlaubt den Banken darüber hinaus, ihr Kapital durch Aufnahme von Fremdkapital zu erhöhen. Das vergrößert die Gewinne bei steigenden Preisen, funktioniert aber auch umgekehrt und vergrößert die Verluste, wenn die Vermögenspreise anfangen zu fallen.

Im Abschwung sehen sich die Banken sinkenden Besicherungswerten und sinkenden Vermögenspreisen gegenüber. Sparer verlieren nun leicht ihr Vertrauen in das Banksystem. Auf einen starken Boom folgt oft eine Bankenkrise, weil in der Hochkonjunktur systemische Risiken aufgetürmt werden.

Aus Wettbewerbsgründen ist es für Banken schwer, nicht in die Falle des prozyklischen Verhaltens zu gehen, wie die Tanz-Metapher von Chuck Prince verdeutlicht. Auch Marktdisziplin, das heißt, dass Marktteilnehmer die Anhäufung von Risiken bei ihren Partnern überwachen und sanktionieren, ist prozyklisch, so dass die einzige Möglichkeit, das Auftürmen des Systemrisikos und die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise einzudämmen, darin besteht, dass die Regulierungsbehörden Disziplin von

außen durchsetzen. Das Problem ist nur, dass auch die Regulierungsbehörden geneigt sind, die Dinge lockerer zu sehen, wenn alles gut läuft, und so Gefahr laufen, in dieselbe Falle prozyklischen Verhaltens zu tappen.

### 3.4 Systemrisiken haben in den letzten Jahren zugenommen

Die oben beschriebenen Entwicklungen zeigen, dass das Bankensystem heute schwerwiegende Systemrisiken auf sich vereinigt.

Einige Gründe hierfür sind:

- Immer mehr Banken haben heute ähnliche Geschäftsmodelle und ähnliche Anlageportfolios; sie unterliegen ähnlicher Regulierung und nutzen ähnliche Risikomanagementsysteme, so dass die Vielfalt innerhalb des Systems verringert wurde. Diese Ähnlichkeit bedeutet auch, dass Sparer und Kontrahenten das Scheitern einer Bank möglicherweise schneller als ein Zeichen dafür interpretieren, dass sich auch in anderen Banken aufgrund ähnlicher Versäumnisse im Risikomanagement Unheil zusammenbraut.
- Die zunehmende Praxis des Syndizierens, d. h. der Aufteilung eines Kredites auf mehrere Banken, reduziert zwar das Risiko für die einzelnen beteiligten Banken, setzt sie jedoch alle dem gleichen Risiko aus. Die Verbriefung, bei der Kredite zusammengefasst und in börsengängige Wertpapiere umgewandelt werden, hat ähnliche Folgen. So tragen insbesondere viele der großen Banken ähnliche Risiken.
- Die Banken sind in hohem Maße und immer stärker untereinander verflochten und durch wechselseitige Verbindlichkeiten miteinander verbunden, insbesondere über den Interbankenmarkt zur (gegenseitigen) Refinanzierung, so dass das Scheitern einer Bank hohe Verluste für die anderen nach sich ziehen kann. Diese kurzfristigen Finanzierungsquellen wurden im Vorfeld der Krise immer wichtiger und finanzierten z. B. ganze 25 Prozent der Anlagen in Großbritannien<sup>9</sup>.
- Informationen sind billiger geworden und die Technologie immer hochentwickelter. Immer mehr Banken verlassen sich auf standardisierte Verfahren zur Prüfung der Kreditwürdigkeit und verwenden Risikomesszahlen für Privatkunden sowie entsprechende Ratings für Firmenkunden. Das traditionelle Modell des Aufbaus einer langfristigen Beziehung zwischen der Bank und dem Kunden ist fast verschwunden und wurde durch ein unpersönliches, automatisiertes und standardisiertes System ersetzt. Das hat zu einem Verlust von „kundenspezifischen Informationen“ geführt und zu einer Verringerung der angemessenen Sorgfalt, mit der die Banken ihre Kreditgeschäfte prüfen müssen. Heutzutage haben alle Banken Zugang zu denselben Standard-Kreditbewertungsverfahren und treffen häufig dieselben Entscheidungen. Auch das hat die Vielfalt des Finanzsystems reduziert.
- Das Bankensystem handelt zunehmend marktorientiert, Banken vergeben nicht mehr nur Kredite, um sie bis zum Ende der Laufzeit zu halten, sondern handeln zunehmend auf eigene Rechnung mit Finanzmarktinstrumenten und Wertpapieren und arbeiten aktiv mit Handelsbüchern, in denen sie verbrieft Kredite halten. Sie nutzen auch immer häufiger Marktpreise, Bonitätsbewertungen und Kreditausfallderivate einerseits für Anlageentscheidungen, aber

<sup>9</sup> Statistik der Bank of England



auch, um zu entscheiden, wie viel Kapital sie halten wollen. Banken reagieren daher wesentlich sensibler auf Marktschwankungen und verhalten sich stärker prozyklisch, wodurch sich sowohl ihr Beitrag zum Systemrisiko als auch ihre Störanfälligkeit erhöht haben.

Darüber hinaus betreiben die Banken jetzt wesentlich mehr Eigenhandel, wodurch sie von den Marktschwankungen abhängig werden. Sie finanzieren immer mehr den Ankauf langfristiger Anlagen mit kurzfristigen Verbindlichkeiten und setzen sich so dem Risiko versiegender Liquidität in den Anlage- oder den Finanzierungsmärkten aus. Ihre Fremdverschuldung ist stark gestiegen, was ihre Widerstandsfähigkeit gegen Erschütterungen schwächt und sie darüber hinaus sogar bei leichten Abschwüngen und geringen Vermögenspreistrückgängen störanfälliger macht.

Aus all diesen Gründen ist die Anfälligkeit des Finanzsystems für Systemrisiken gestiegen.

### 3.5 Die „Evolution“ der Risikomanagementsysteme

Einer der Hauptgründe, weshalb die Regulierungsbehörden zugelassen haben, dass die Banken ihre Polster für schlechte Zeiten erheblich abgebaut haben, ist, dass sie auf die neu-modischen „hochstrukturierten“ Risikomanagementsysteme vertraut haben, die die Banken unter Nutzung der Fortschritte der Informationstechnologie aufgebaut hatten. Kern dieser Modelle war der sog. Value-at-Risk (VaR)-Ansatz zur Berechnung des Risikopotentials. Mit diesem Ansatz wird unter Verwendung historischer Daten eine Zahl berechnet, die den größtmöglichen Verlust einer Bank an 99 von 100

Tagen unter normalen Marktbedingungen erfasst. Diese Zahl wird dann zur Berechnung des Kapitals eingesetzt, das die Bank zur Deckung ihrer Anlagen benötigt, ohne ihre Zahlungsfähigkeit aufs Spiel zu setzen. Der VaR-Ansatz war für die Bewertung von Marktrisiken eingeführt worden. Zur Bewertung von Kreditrisiken wurden ähnliche Modelle entwickelt.

Diese Modelle warfen von Anfang an drei große Probleme auf: Erstens können sie nicht zuverlässig vorhersagen, wie viel die Bank an dem einen von 100 Tagen, die das VaR-Modell nicht erfasst, verlieren könnte. Ein solcher Verlust könnte groß genug sein, die ganze Bank auszulöschen. Die Modelle machten keinen Unterschied zwischen dem Verhalten der Finanzmärkte und der Verteilung der Bevölkerung nach Größe und Gewicht. Die wohlbekannte Tatsache, dass das Finanzmarktverhalten mit diesen Modellen nicht genau erfasst werden kann und dass Marktpreise typischerweise häufiger extremere Werte aufweisen als natürliche Verteilungen, blieb dabei völlig außer Acht.

Kein Wunder, dass der Finanzvorstand von Goldman Sachs bei den ersten Anzeichen der Finanzkrise im August 2007 sagte, der Markt erlebe gerade eine 25-fache Standardabweichung, und das an mehreren Tagen hintereinander<sup>10</sup>. Hätte das dem VaR-Management zugrunde liegende Modell Recht gehabt, wäre dies ein wahres Wunder gewesen, denn eine 25-fache Standardabweichung hat eine Eintrittswahrscheinlichkeit von nahezu Null, selbst bezogen auf die Lebenszeit des gesamten Universums, und erst Recht an mehreren Tagen hintereinander. Die wesentlich einleuchtendere Erklärung ist, dass die zur Berechnung des Risikopotentials verwendeten Modelle falsch sind.

Das zweite Problem hängt mit der Abhängigkeit dieser Modelle von historischen Daten zusammen. Daraus ergeben sich Probleme auf

10 Financial Times <http://www.ft.com/cms/s/0/22278cc4-4f7e-11dc-b485-0000779fd2ac.html>

zwei Ebenen: Erstens, kann ein VaR-Modell, das sich auf historische Daten stützt, nichts erfassen, was noch nicht geschehen ist. Dies schränkt seinen Nutzen als Instrument für das Risikomanagement erheblich ein. Und zweitens sinkt das Risiko, das in Zeiten der Hochkonjunktur mit VaR auf der Grundlage jüngerer historischer Daten gemessen wird, was den Banken einen höheren Fremdkapitalanteil erlaubt. Alle Firmen tun dasselbe und tragen damit zu einem noch stärker prozyklischen Verhalten des Finanzsystems und der Erhöhung des Systemrisikos bei.

Das dritte Problem ist, dass VaR nur unter normalen Marktbedingungen gilt. Man braucht nur eine Minute nachzudenken und es wäre jedem klar gewesen, dass wir von einem Risikomanagementmodell ja nicht erwarten, dass es unter normalen Marktbedingungen gut funktioniert, sondern gerade dann, wenn die Märkte in Aufruhr sind. Eine wohlbekannte Verschiebung, die eintritt, wenn die Märkte nicht mehr normal funktionieren, ist der starke Anstieg der Korrelationen zwischen verschiedenen Vermögenswertklassen, also das Ausmaß, in dem sie sich gemeinsam auf- und abbewegen. Das ist leicht zu erklären.

Wenn eine Bank in einem Teil ihres Portfolios Verluste hinnehmen muss, versucht sie, dasjenige Risiko, das mit dem Rest der Bilanz

verbunden ist, zu reduzieren, um nicht unter das erforderliche Mindestverhältnis von Eigenkapital zu Gesamtrisiko zu fallen. Sie muss nun andere als die verlustreichen Vermögenswerte verkaufen, weil letztere schwerer zu verkaufen sind. Der Verkauf der weniger verlustreichen Werte drückt jedoch auf deren Preis. Und das hat zweierlei Auswirkungen: die Preisschwankungen der beiden Vermögenswerte, die beide einen Rückgang verzeichnet haben, sind dann mit einander verbunden (korreliert), selbst wenn sie es vorher nicht waren.

Daraus folgt erstens, dass die Annahmen, auf denen VaR-Systeme fußen, keinen Bestand mehr haben. Die zweite Folge ist, dass die fallenden Preise Verluste im Portfolio weiterer Institute nach sich ziehen, die dadurch gezwungen sind, zusätzliche Vermögenswerte zu verkaufen. Ist die ursprüngliche Erschütterung groß genug, kann daraus schnell ein Teufelskreis werden. Genau das geschah in der aktuellen Krise. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein solcher Teufelskreis ausbricht, hängt von dem Maß an Vielfalt im Finanzsystem ab. In vorangegangenen Kapiteln wurde dargelegt, dass das Finanzsystem viel seiner natürlichen Vielfalt eingebüßt hat, so dass ein solcher Teufelskreis als Ausdruck des Systemrisikos sehr viel wahrscheinlicher geworden ist.





## 4. Verstehen, was geschehen ist

### 4.1 Die schnelle Ausweitung des Finanzsystems

Die Globalisierung der Finanzwirtschaft hat ein größeres, schnelleres und internationaleres Finanzsystem hervorgebracht. Der Umsatz auf Finanzmärkten ist von rund dem 15-fachen des weltweiten BIP 1990 auf fast das 70fache des weltweiten BIP im Jahr 2007, kurz vor Ausbruch der Krise, gewachsen<sup>11</sup>. Verantwortlich dafür war eine Erhöhung der Transaktionsgeschwindigkeit und der gesamten im Umlauf befindlichen Werte. Nach Angaben der BIS hat allein das Derivategeschäft vom 10-fachen des weltweiten BIP in 1990 auf über das 55-fache des weltweiten BIP bis heute zugenommen.

Auch die Bilanzen der Banken haben sich schnell vergrößert, obwohl hier der Expansionsprozess bereits in den 1970er Jahren begonnen hatte. Die Bank of England zeigt auf, dass das Verhältnis der britischen Bankenbilanzen zum BIP von rund 50 Prozent in den 1970er Jahren auf über 600 Prozent kurz vor Ausbruch der Krise gestiegen war<sup>12</sup>. Vor den 1970er Jahren war das Verhältnis fast ein Jahrhundert lang relativ konstant. Banken wie Kaupthing in Island und UBS in der Schweiz haben international ein exponentielles Wachstum erfahren. Zum Zeitpunkt des Zusammenbruchs hielt Kaupthing Vermögenswerte in Höhe von 623 Prozent des isländischen BIP und ihr Zusammenbruch brachte die isländische Wirtschaft zum Einsturz. Die USB konnte sich einer Bilanzsumme von 484 Prozent des BIP der Schweiz rühmen<sup>13</sup>. Die gesamten von den größten Banken der Welt gehaltenen Ver-

mögenswerte haben sich von 2003 bis 2008 nahezu verdoppelt, die Fremdverschuldung der britischen Banken stieg in demselben Zeitraum im Schnitt um zwei Drittel<sup>14</sup>.

Ein weiterer Aspekt des Anwachsens und der Internationalisierung der Banken war das schnelle Wachstum ihrer Tochtergesellschaften. Die Citibank ist in über 100 Ländern tätig und verfügte bei der letzten Zählung über 2.435 Tochtergesellschaften. Die Deutsche Bank, die weit weniger international aufgestellt ist, kommt auf 1.954 Tochtergesellschaften. Berücksichtigt man die zahlreichen anderen Rechtspersonen wie die von solchen Banken eingerichteten Zweckgesellschaften, ist die Zahl der juristischen Personen noch um ein Vielfaches höher und liegt bei der Citibank bei rund 10.000<sup>15</sup>.

Dieses schnelle Wachstum der Finanzmärkte und des Bankensystems ging mit einer enormen Zunahme ihrer Tätigkeiten einher. Die europäischen Banken hatten bereits Ende der 1980er Jahre damit begonnen, ihre Tochtergesellschaften für das Investmentbanking auszubauen, die USA taten es ihnen gleich, sobald die gesetzlichen Beschränkungen des Glass Steagall Act 1999 aufgehoben worden waren.

Die Eigenkapitalquote und der Liquiditätsgrad fielen in den westlichen Bankensystemen auf einen historischen Tiefstand. Seit Anfang des 20. Jahrhunderts war die Eigenkapitalquote in den USA und Großbritannien um den Faktor 5 gesunken. Nach Angaben der Bank of England hielten die britischen Banken bei Ausbruch der Krise lediglich ein Prozent ihrer Vermögenswerte an Liquidität bereit, während es bis Ende der 1960er Jahre noch 30 Prozent waren.

11 [www.bis.org](http://www.bis.org)

12 Bank of England Statistics

13 Wie in der Financial Times berichtet

14 Bank of England

15 The Oxford Handbook of Banking, Allen N. Berger, Phillip Molyneux, John Wilson, Kap. 8, S. 209

Das Bankensystem der westlichen Welt war 2007 bei Ausbruch der Krise größer als je zuvor, operierte mit rekordverdächtig niedrigen Eigenkapitalquoten und Liquiditätsraten und war deutlich internationaler und komplexer geworden.

Für viele Außenstehende war es offensichtlich, dass das System reif für den Zusammenbruch war, doch Insider, Regulierungsbehörden und Regierungen waren dem Mythos erlegen, dass es dieses Mal anders sei, und glaubten, dass die neuen Technologien, Produkte und Managementsysteme die Risiken aufgelöst hätten und die Banken, die sie überwachten und leiteten, sicherer seien. Sie versäumten es, einfache Fragen zu stellen, wie die, wo das Risiko geblieben sei. Sie konzentrierten sich einzig und allein auf unternehmensspezifische Risiken und waren blind für das Systemrisiko, das sich vor ihren Augen, zum Teil mit ihrer Erlaubnis, auf Rekordniveau aufgetürmt hatte.

## 4.2 Was ist geschehen?

Das Bankensystem der reichen Länder, insbesondere in den USA und Europa, konnte nur durch beispiellose Unterstützung der Regierungen vor dem Zusammenbruch gerettet werden. Nach Angaben des IWF belief sich das Rettungspaket für das Finanzsystem insgesamt auf rund 15 Billionen Dollar, das waren etwa 25 Prozent des weltweiten BIP. Die Intervention war nicht nur umfangreich, sondern auch einfallsreich und umfasste Liquiditäts- und Kapitalspritzen, Bürgschaften, die Ausweitung der Einlagensicherung und den Ankauf von faulen Krediten. Viele betroffene Länder hatten keinerlei Erfahrung oder rechtliche Vorkehrungen für eine Intervention dieses Ausmaßes im Finanzsektor und machten Politik im Laufschrift, manchmal übers Wochenende.

Die tatsächlichen volkswirtschaftlichen Kosten in Form von 1) direkten Kosten für die Rettung des Finanzsektors, 2) Anstieg des Steuerdefizits und 3) Rückgang des Wirtschaftswachstums wurden von der Bank of England eine Größenordnung höher angegeben<sup>16</sup>.

Wir wissen bereits, dass das Bankensystem am Rande eines großen systemischen Zusammenbruchs schwebte, so dass nicht viel fehlte, es über die Kante zu befördern. Um immer größere Gewinne zu erzielen und von den vorherrschenden niedrigen Zinsen zu profitieren, setzten sich die amerikanischen Banken bewusst den immensen Risiken von Subprime-Darlehen aus. Über die Einzelheiten wurde vielfach berichtet. Wichtig ist aber, dass der Gesamtverlust aus diesem Subprime-Risiko nur einen kleinen Teil der auf 15 Billionen Dollar geschätzten Kosten der Krise ausmacht.

Die hochgradige Verflechtung des weltweiten Finanzsystems half der Schockwelle, sich über die ganze Welt auszubreiten, und Banken in so entfernten Ländern wie Deutschland, die auf dem amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt Geschäfte getätigt hatten, in Schwierigkeiten zu bringen. Die erste Runde der Verluste löste auf den Finanzmärkten eine Welle von Veräußerungen aus, da Banken und andere Finanzinstitute versuchten, ihr Risiko nach den oben beschriebenen Risikomanagementmechanismen zu verringern. Das wiederum führte zu sinkenden Vermögenswertpreisen in anderen Märkten, vergrößerte die Ansteckung und führte zu einer deutlichen Ausweitung der Verluste im Finanzsystem.

Da die Banken mit der dünnsten Kapitaldecke aller Zeiten ausgestattet waren, wurde die angebliche Sicherheit und Solidität von einigen der schwächsten Institute bald suspekt. Das veranlasste ihre Kontrahenten, darunter Banken wie auch Geldmarktfonds, dazu, diesen Instituten kein Geld mehr zu leihen und

<sup>16</sup> „The \$100 billion question“, Andrew Haldane, Bank of England 2010



den Hahn der kurzfristigen Gelder, von denen sie so abhängig waren, zuzudrehen.

Die Banken hatten kaum Liquiditätspolster und damit praktisch keine Sicherheitsmarge, wenn ihre Geldquellen versiegten. Manche baten die Zentralbank um Unterstützung ihrer Liquidität, was die Marktmeinung verstärkte, dass diese Banken Probleme hatten.

Dies wiederum veranlasste die Kontrahenten, höhere Sicherheiten zu verlangen, die diese Banken nicht stellen konnten, so dass sie versuchten, mehr Vermögenswerte zu verkaufen und so die Marktverluste in der ersten Runde vergrößerten.

Da die Kontrahenten einen wesentlichen Teil ihrer Risiken auf den undurchsichtigen außerbörslichen Derivatmärkten eingegangen waren, wusste niemand, welche andere Bank Verluste durch die inzwischen bekanntermaßen in Schwierigkeiten geratenen Banken erlitten hatte. Weitere Spielarten der Intransparenz wie das außerbilanzielle Risiko der Banken nährten die Unsicherheit zusätzlich. Alle Banken fingen plötzlich an, Liquidität zu horten, höhere Sicherheiten von den Kontrahenten zu verlangen und zu versuchen, einige Vermögenswerte auf den Finanzmärkten loszuwerden. Das feuerte den Teufelskreis aus fallenden Vermögenswerten, Einfrieren der Liquidität, höheren Anforderungen bei der Margenberechnung, Zwangsveräußerungen von Vermögenswerten, weiteren Verlusten ... zusätzlich an. Nun war die Finanzkrise in vollem Schwung.

Die Banken versuchten, sich Geld zu beschaffen, und fuhren gleichzeitig ihre Kreditvergabe an die Realwirtschaft zurück. Aus der Finanzkrise wurde eine Kreditklemme, die sich zu einer vollen Wirtschaftskrise entfaltete.

Im vorangegangenen Kapitel wurde dargestellt, wie wichtig Vielfalt für die Stabilität des Finanzsystems ist. Es wurde auch gesagt, dass das Finanzsystem immer mehr an Vielfalt ein-

gebüßt hat und dadurch störanfälliger geworden ist. Die Bank of England stellte fest, dass die Korrelation zwischen verschiedenen Teilen des Finanzsektors im Zeitraum von 2004 bis 2007 bei über 0,9 lag (wobei die Zahl 1 eine vollständige Korrelation, also Übereinstimmung bedeutet). Das heißt, dass sich so mutmaßlich unterschiedliche Sektoren wie Hedgefonds, Investmentbanken und Geschäftsbanken alle fast gleich verhielten. So stieg z.B. die Korrelation zwischen der Rendite der beiden mutmaßlich verschiedenen Hedgefonds-Strategien „Wandelanleihenarbitrage“ und „Dedicated Short Bias“ von Null im Jahr 2000 auf 0,35 im Jahr 2008.

Die Banken verhielten sich wie Investmentbanken, Investmentbanken wie Hedgefonds und Hedgefonds wie Banken. AIG war nach heutiger Überzeugung sowohl ein Versicherungsunternehmen als auch Bank und Hedgefonds.

Das Finanzsystem war auf Zusammenbruch angelegt und in unserer besonderen Version der Geschichte war der Subprime-Sektor in den USA der Auslöser, doch es hätte auch eine andere Erschütterung sein können, die uns denselben Systemzusammenbruch beschert hätte.

Es ist wichtig, dass wir die richtigen Lehren aus dieser Krise ziehen. Die Hauptlehre ist nicht die Reform der amerikanischen Subprime-Kreditvergabe, obwohl das im lokalen Kontext durchaus wichtig ist. Die wichtigsten Lektionen, die wir zu lernen haben, sind stattdessen: 1) wir müssen uns stärker auf das Systemrisiko konzentrieren; 2) wir müssen das Finanzsystem derart neu gestalten, dass es seine natürliche Vielfalt beibehält; 3) wir müssen das Problem der Prozyklizität lösen; und 4) wir müssen sicherstellen, dass die Anreize im Finanzsystem auf die Anreize in der Realwirtschaft abgestimmt sind.

## 5. Wie ungeeignete Anreize in den Mittelpunkt der Finanzkrise gerieten

Die Vergütung ist im Finanzsektor ein heißes Eisen. Als das Versagen des Finanzsektors den wirtschaftlichen Absturz herbeiführte, in dem Millionen Arbeitnehmer ihre Arbeitsplätze verloren und Millionen Andere durch den Verfall der Vermögenspreise große Teile ihrer Ersparnisse einbüßten, verdienten Banker nach wie vor ein Vielfaches dessen, was die meisten normalen Leute selbst in Zeiten der Hochkonjunktur verdienen würden.

Die so genannte „Bonuskultur“ unter Bankern und anderen Finanzmarktakteuren wurde öffentlich bekannt, als die Beschäftigten im Vorfeld der Krise versuchten, einander mit offensichtlich verschwenderischem Konsum zu übertreffen. Die Empörung der Öffentlichkeit wurde durch Meldungen wie die über einen Banker angestachelt, der es im September 2009, ein Jahr nachdem die Weltwirtschaft durch den Zusammenbruch von Lehman Brothers ins Trudeln geraten war, in einem Londoner Club in nur drei Stunden auf eine Getränkerechnung von £ 43.000 gebracht hatte<sup>17</sup>.

### 5.1 Bankgewinne und Bankerboni

Die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise wurde durch die Übernahme exzessiver Risiken seitens einer großen Zahl von Unternehmen des Finanzsektors verursacht. Investmentbanken, Banken und Hedgefonds waren alle an der Anhäufung exzessiver Risiken beteiligt, nicht nur auf der Ebene ihrer jeweiligen Unternehmen, sondern auch und vor allem auf der Ebene des gesamten Systems.

Die Entscheidungen zur Übernahme dieser Risiken gingen von den Vorständen und Geschäftsführern dieser Firmen und ihrer Mitarbeiter aus. Ihre Motivation war einfach:

- Je höher die Risiken, die ein Unternehmen eingeht, desto wahrscheinlicher ist eine hohe Rentabilität
- Je höher die Rentabilität des Unternehmens, desto höher die Sonderzahlungen

Deshalb muss die Diskussion über die Reform des Finanzsystems zur Vermeidung einer erneuten Krise bei den Anreizen für einzelne Mitarbeiter ansetzen, einschließlich der Geschäftsführer dieser Firmen. Es gilt, Anreize zu beseitigen, die zu exzessiven Risiken führten, die wiederum nicht durch die Anteilseigner überprüft wurden.

Häufig war das Streben des Managements und der Mitarbeiter nach Maximierung ihres persönlichen Wohlstandes Antrieb für die Übernahme exzessiver Risiken durch Finanzinstitute.

Auch Historische Gründe spielen eine Rolle; aufgrund der partnerschaftlichen Strukturen, die noch bis vor kurzem in Investmentbanken bestanden, werden 50 Prozent der Firmengewinne auf die Mitarbeiter verteilt. Der Zusammenhang zwischen höherer Rentabilität der Firma und höheren Boni für die Mitarbeiter ist hier also sehr direkt.

<sup>17</sup> <http://www.dailymail.co.uk/news/article-1150973/43-000-drinks-City-banker-clearly-feeling-credit-crunch.htm>



## 5.2 Wie Finanzinstitute ihre Rendite generierten

Zur Maximierung der Boni gehört natürlich mehr als der bloße Wunsch der Mitarbeiter. Diese müssen dafür sorgen, dass die Firma, für die sie arbeiten, sehr hohe Gewinne generiert, von denen sie dann ihrerseits 50 Prozent als Bonus und Entschädigungszahlung nach Hause tragen können. Es ist also wichtig, sich einmal die Strategien anzuschauen, die es Finanzinstituten erlauben, so hohe Gewinne zu erzielen, wie berichtet wurde.

Zuvor ist es allerdings interessant zu wissen, dass bis in die 1970er bis 80er Jahre die Banken in Großbritannien eine Eigenkapitalrendite von durchschnittlich 10 Prozent erzielten. Dies entsprach dem, was viele Unternehmen in der Realwirtschaft verdienten<sup>18</sup>. Das macht auch wirtschaftlich Sinn, da die Finanzierungstätigkeit keinen direkten Produktionswert hinzufügt. Diese Tätigkeit hängt unmittelbar davon ab, wie weit es gelingt, der Realwirtschaft Mittel zuzuweisen, die dort Mehrwert schaffen. Langfristig ist also mit einer Eigenkapitalrendite zu rechnen, die mit dem übereinstimmt, was in der Realwirtschaft generiert wird.

Ab den 1980er Jahren stieg die Eigenkapitalrendite der britischen Banken jedoch auf 20 Prozent und erreichte kurz vor Ausbruch der Krise sogar 30 Prozent<sup>19</sup>. Diese hohe, nicht nur von Banken, sondern auch von anderen Firmen des Finanzsektors ausgewiesene Rentabilität erlaubte es den Bankern schließlich, die heute berühmten Boni in Multimillionenhöhe einzustreichen.

Die meisten Strategien zur Erzielung exorbitanter Gewinne im Finanzsektor ergaben sich aus der Übernahme exzessiver Risiken.

### Extreme Fremdverschuldung

Stellen wir uns vor, wir können Geld zu einem Zinssatz von 5 Prozent leihen. Wir haben die Möglichkeit, 100 Dollar in ein Projekt zu investieren, das einen jährlichen Gewinn von 10 Dollar abwerfen wird. Eine Möglichkeit ist, kein Geld aufzunehmen, sondern 100 Dollar eigenes Geld zu investieren (Null Fremdkapital, Null Hebelwirkung). Wir erzielen eine Eigenkapitalrendite von 10 Prozent. Gehen wir jetzt davon aus, dass wir uns die Hälfte der 100 Dollar geliehen haben und 50 Dollar eigenes Geld und 50 Dollar zu 5 Prozent Zins geliehenes Geld investieren (Verschuldungsgrad 1). Wir verdienen wieder 10 Dollar, müssen aber  $50 \text{ Dollar} \times 5 \text{ Prozent} = 2,5 \text{ Dollar}$  an Zinsen zahlen. Bleibt ein Gewinn von 7,5 Dollar auf die 50 Dollar eigenes Kapital, eine Rendite von 15 Prozent. Wenn wir uns 90 Dollar (Verschuldungsgrad 9) leihen, müssen wir  $90 \text{ Dollar} \times 5 \text{ Prozent} = 4,5 \text{ Dollar}$  an Zinsen zahlen. Unser Gewinn betrüge dann 5,5 Dollar, was einer Rendite von 55 Prozent auf das eingesetzte Eigenkapital von 10 Dollar entspricht.

So lange der zu zahlende Zinssatz für Fremdkapital niedriger ist als die eigentliche Rendite der Investition, ist es potentiell möglich, immer höhere Renditen zu erzielen. Hätten wir 99 dieser 100 Dollar Investition geliehen, hätte die Eigenkapitalrendite ganze 505 Prozent betragen.

In der ganzen Welt haben Banken Fremdkapital angehäuft. Kurz vor Ausbruch der Krise lag der Verschuldungsgrad von Banken wie UBS und Deutsche Bank bei über 60, aber auch andere, wie Barclays, SocGen, RBS und Credit Suisse kamen alle auf über 30<sup>20</sup>. Für die steigende Eigenkapitalrentabilität der britischen Banken bis 2007 war fast ausschließlich der höhere Fremdkapitalanteil verantwortlich, der sich im dem Jahrzehnt vor der Krise im Schnitt verdoppelt hatte.

<sup>18</sup> Bank of England

<sup>19</sup> Bank of England

<sup>20</sup> Statistiken der Bank of England, BIS und des IWF

Derivate, das sind Finanzinstrumente, deren Wert von einem anderen zugrunde liegenden Basistitel abhängt, sind quasi kreditfinanzierte Produkte. Typischerweise kann ein Derivat zu einem Bruchteil seines gesamten Gewinn- (oder Verlust-) Potentials gekauft oder verkauft werden. Das bedeutet, dass es möglich ist, durch Anhäufung von Derivaten „kreditfinanzierte Renditen“ zu erzielen. Das war eine weitere Strategie, die die Firmen verfolgten und damit das Volumen der im Umlauf befindlichen Derivate von Beginn der 1990er Jahre an vergrößerten.

#### **Diversifizierung der Geschäftsfelder**

Eine andere Strategie der Banken war die Diversifizierung in immer mehr Geschäftsfelder. Angeblich geschah dies, um die Risiken des Unternehmens durch Diversifizierung der Einnahmequellen zu verringern, doch fand die Diversifizierung tatsächlich in Richtung immer weiterer, immer riskanterer Geschäftsfelder statt. Geschäftsbanken fingen an, Investmentbanking zu betreiben. Investmentbanken erweiterten ihr Geschäftsfeld um den Eigenhandel, der eigentlich zum Ressort der Hedgefonds gehörte. Die einzelnen Firmen konnten auf diese Weise zwar ihre Eigenkapitalrendite erhöhen, das Finanzsystem als Ganzes wurde aber immer einheitlicher und risikoreicher.

Die Motivation für die Diversifizierung der Geschäftsfelder lag darin, dass in bestimmten Geschäftsbereichen des Unternehmens mit billigen Geldquellen Mittel aufgenommen werden konnten, die in riskanteren Geschäftsbereichen des Unternehmens investiert wurden. Das Ziel war, so hohe Renditen wie möglich zu erwirtschaften. Die Geldbeschaffungskosten der Geschäftsbanken sind im Allgemeinen niedriger (aufgrund der Einlagensicherung) als die der Investmentbanken, die wiederum zu günstigeren Bedingungen Geld aufnehmen können als Hedgefonds. So haben Geschäftsbanken Spar-

einlagen eingesetzt, um wie Investmentbanken Geschäfte zu tätigen. Und Investmentbanken haben viel Geld aufgenommen, um ihre internen Hedgefonds zu versorgen.

#### **Ausweitung des Wertpapierhandels**

Eine Folge der Diversifizierung der Geschäftsfelder war, dass die meisten Banken mindestens zwei verschiedene Tätigkeiten wahrnahmen: die traditionelle Kreditvermittlung und den Wertpapierhandel. Die Eigenkapitalanforderungen des Baseler Abkommens sahen unverständlichlicherweise vor, dass die Banken Vermögenswerte, die sie zum Wertpapierhandel hielten, mit weniger Kapital unterlegen mussten, als für dieselben Vermögenswerte, die sie bis zur Fälligkeit hielten. Das war für die Banken ein Anreiz, Vermögenswerte in den Wertpapierhandel zu verlagern und ihre Eigenkapitalrendite zu erhöhen, indem sie weniger Eigenkapital hielten. Diese Verlagerung war bei traditionellen Krediten schwierig, so dass die Banken anfangen, Kredite zu bündeln und zu „verbriefen“, um sie verkehrsfähig zu machen.

Die enorme Zunahme der Umwandlung bilanzgebundener Forderungen in handelbare Wertpapiere ist diesem Kapitalarbitrasetrick zu verdanken, den die Banken angewendet haben, um ihre ausgewiesene Rentabilität zu erhöhen. Interessenkonflikte der Ratingagenturen erlaubten es den Banken, sie unter Druck zu setzen und komplexe Verbriefungen mit aufgeblähten Ratings zu versehen. Dies hat das zur Unterlegung erforderliche Kapital weiter reduziert. Diese beiden Aspekte haben dazu beigetragen, sowohl die Gesamtgefährdung des Finanzsystems als auch die ausgewiesene Rentabilität zu erhöhen.

Es gab noch eine weitere Motivation, Vermögenswerte in den Wertpapierhandel zu verlagern. Positionen des Wertpapierhandels müssen zum Marktpreis bewertet werden. Unter den Bedingungen steigender Vermögenswertpreise



im Vorfeld der Krise entschieden sich die Banken immer häufiger dafür, dank der steigenden Preise für diese Wertpapiere hohe Gewinne im Wertpapierhandel zu erzielen. Sobald die Gewinne verbucht waren, wurden die Boni ausbezahlt, unabhängig davon, ob die Preise dieser Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt sinken und zu Verlusten führen würden.

### **Übernahme extremer Fristeninkongruenzrisiken**

Die kurzfristige Kreditaufnahme ist billiger als die langfristige, weil weniger Zeit da ist, in der etwas schief gehen könnte. Langfristige Kreditgewährung generiert andererseits höhere Renditen. Kurzfristig zu leihen, um langfristig auszuleihen, ist eine der wesentlichen Funktionen der Banken. Heute ist jedoch klar geworden, dass die Banken diese klassische Art der „Fristentransformation“ im Streben nach Maximierung ihrer Gewinne über Bord geworfen haben.

Historisch betrachtet, finanzierten die Banken in Großbritannien die meisten Kredite, die sie vergaben, durch Spareinlagen ihrer Kunden. Doch im Vorfeld der Krise wurden immer mehr Kredite durch kurzfristige Anleihen finanziert. Kurz vor Ausbruch der Krise waren dies über 25 Prozent der vergebenen Kundenkredite<sup>21</sup>. Dieses Modell funktioniert, solange die Banken ihre Anleihen regelmäßig verlängern können, bricht aber zusammen, sobald die Liquidität im Markt versiegt, wie es in der Krise geschah. Das hat die Bank Northern Rock zum Einsturz gebracht. Zwar konnten die Banken durch diese Strategien ihre Margen und damit ihre Gewinne erhöhen, allerdings auf Kosten einer wesentlichen Zunahme der Störanfälligkeit ihrer Institute und des gesamten Systems.

Eine andere Möglichkeit, die Margen zu erhöhen, besteht in der Verlängerung der Laufzeiten der vergebenen Kredite, wovon die Ban-

ken ebenfalls reichlich Gebrauch gemacht hatten. Die größten britischen Clearing-Banken<sup>22</sup> hielten in den 1970er Jahren rund 30 Prozent ihrer Vermögenswerte in kurzfristigen liquiden Instrumenten. Heute ist es nach Angaben der Bank of England nur noch rund 1 Prozent. Auch das beschert der Bank zusätzliche Gewinne und den Mitarbeitern Boni. Die Kehrseite der Medaille ist ein wesentlich höheres Risiko für das Institut und für die reale Wirtschaft.

### **Investitionen in riskantere Vermögenswerte**

Ein weiterer Weg, den die Banken zur Erhöhung der Gewinne (und Risiken) beschritten, war es, immer riskantere Kredite zu vergeben, da risikoreichere Kredite und Vermögenswerte höhere Renditen generieren. Das hat zu einer wesentlichen Verschlechterung der Qualität der Vermögenswerte in der Bankbilanz geführt. Vor allem in den USA, wo der Verschuldungsgrad der Banker beschränkt war, begannen die Institute, in Subprime-Titel zu investieren. Außerdem vergaben sie nun teilweise fremdfinanzierte Kredite für kreditfinanzierte Firmenübernahmen durch Finanzinvestoren.

### **Verkauf von Optionen**

Als andere Finanzmarktakteure beobachteten, wie die Banken beneidenswerte Eigenkapitalrenditen erwirtschafteten, reagierten sie auf zwei Arten. Die eine bestand in der Nachahmung der Banken, was zu größerer Ähnlichkeit der Geschäftsmodelle und weiterer starker Reduzierung der Vielfalt im Finanzsektor führte. Die andere Reaktion war, eigene Alternativen zur Strategie der Banken zu erfinden.

Versicherungsunternehmen wie AIG kamen auf die Idee, Optionen und andere Derivate an Finanzmarktakteure zu verkaufen und erhebliche vorauszahlende Bearbeitungsgebühren zu verlangen, die zu höheren Boni führten.

<sup>21</sup> Bank of England

<sup>22</sup> Clearing-Banken verrechnen Geschäfte mit anderen Banken über eine Clearing-Stelle.

In dieser werden Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken miteinander verrechnet.

Diese großvolumigen Geschäfte hatten zu dem Zeitpunkt, als AIG implodierte, schließlich einen Umfang von 1 Billion Dollar erreicht. AIG erzielte Gewinne und seine Mitarbeiter Boni, indem sie der Firma Risiken aufluden, die diese letztlich nicht tragen konnte.

### 5.3 Warum riskieren Banker zuweilen alles?

Die extreme Risikobereitschaft zur Bonusmaximierung der Beschäftigten im Finanzsektor ist leicht zu erklären. Die Banker verbuchten einen erheblichen Teil der Vorteile dieser Aktionen für sich, während sie dem Verlustrisiko nicht all zu sehr ausgesetzt waren.

Viele haben gefragt, warum die Banker, wenn sie doch ihre Institute mit solch exzessiven Risiken beluden, nicht von den Aktionären aufgehalten wurden? Nun, weil die Aktionäre ebenfalls nur einen Teil des Verlustrisikos trugen, sich aber die Gewinne mit den Mitarbeitern ihrer Unternehmen teilten.

Beides wird im Folgenden erklärt.

Die Grundgehälter waren in einer typischen Investmentbank hoch, aber „nur“ 1,5 bis 3 Mal höher als das, was in der übrigen Privatwirtschaft für eine vergleichbare Position gezahlt wurde. Die Vergütungsstrukturen der Bank sahen aber sehr hohe variable „Bonus“-Bestandteile vor, die ein erhebliches Vielfaches (irgendwo zwischen 2 und 10, aber auch bis zu dem 100fachen) des Grundgehaltes betragen konnten. Das ist wesentlich mehr als in jeder anderen Branche, wo Boni in der Regel einen Bruchteil des Grundgehaltes ausmachen.

Einer der Gründe für die große Bedeutung variabler Gehaltsbestandteile im Bankensektor ist, dass der Bankensektor eine konjunkturabhängige Branche ist, in der die Volatilität der Gewinne hoch ist. Ein höherer flexibler Vergütungsbestandteil macht die Banken, zumindest theoretisch, robuster, da sie in der Lage sind,

ihre Personalausgaben, einer ihrer größten Ausgabenposten, deutlich zu senken, wenn das Geschäft nicht so gut läuft. Diese Rechtfertigung, die von Bankern selbst häufig angeführt wird, hat sich jedoch als falsch herausgestellt.

Die Bonuszahlungen wurden nämlich auch bei Rekordverlusten unvermindert fortgesetzt. Andrew Cuomo, Justizminister des Staates New York, fasste die Situation in einem Bericht mit folgenden Worten zusammen: *„... als es den Banken gut ging, wurden ihre Mitarbeiter gut bezahlt. Als es den Banken schlecht ging, wurden ihre Mitarbeiter gut bezahlt. Als es den Banken sehr schlecht ging, wurden sie von den Steuerzahlern gerettet und ihre Mitarbeiter wurden immer noch gut bezahlt. Bonuszahlungen und die Gesamtvergütung haben sich nicht wesentlich geändert, als die Gewinne abnahmen“.*

Die Statistik unterstreicht dieses Muster: Citicorp und Merrill Lynch, z.B. haben 2008 54 Milliarden Dollar verloren. Im selben Jahr erhielten sie aus Steuermitteln über das Bankenrettungsprogramm TARP 55 Milliarden Dollar und zahlten rund 9 Milliarden Dollar an Boni aus, die die Banken aus angeblichen „Ermessungsspielräumen“ ableiteten. Diese Argumentation für die Bonuszahlungen hat sich jedoch als falsch herausgestellt.

Stellen wir uns einen Händler vor, der sich zwischen zwei Geschäften entscheiden muss. Geschäft A wäre folgendermaßen strukturiert: 80 Prozent Chance auf 50 Mio. Dollar Gewinn und 20 Prozent Chance auf 100 Mio. Dollar Verlust. Geschäft B hätte folgende Gestalt: 80 Prozent Chance auf 100 Mio. Dollar Gewinn und 20 Prozent Chance auf 300 Mio. Dollar Verlust. Der erwartete Wert liegt bei beiden Geschäften jeweils bei 20 Mio. Dollar. Allerdings unterscheidet sich das Risikoprofil deutlich. Geschäft B ist für die Bank mit einem wesentlich höheren Risiko verbunden.



Stellen wir uns weiter vor, der Händler hätte einen Anspruch auf 25 Prozent des von ihm generierten Gewinns (ein geringerer Anteil ist wahrscheinlicher, aber 10 Prozent bis 20 Prozent sind für Stars unter den Händlern nicht unüblich).

Nehmen wir zusätzlich an, er würde gefeuert, wenn die Bank bei dem Geschäft Geld verliert – üblicherweise das Schlimmste, was einem Händler passieren kann.

Aus der Perspektive des Händlers bietet Geschäft A 80 Prozent Chance auf einen Bonus von 12,5 Millionen Dollar (25 Prozent von 50 Mio. Dollar Gewinn) und ein Risiko von 20 Prozent auf eine Kompensation von Null.

Das Geschäft bedeutet für den Händler 80 Prozent Chance auf 25 Mio. Dollar Bonus und 20 Prozent Risiko, gefeuert zu werden, was ebenfalls eine Kompensation von Null bedeutet.

Für den Händler hat Geschäft A einen erwarteten Wert von 10 Mio. Dollar und Geschäft B einen erwarteten Wert von 20 Mio. Dollar. Er wird sich praktisch immer für Geschäft B entscheiden.

Weil ein Teil des Verlustrisikos, das sich aus der Entscheidung des Händlers ergibt, nicht von ihm persönlich, sondern von der Firma zu tragen ist, wird er sich fast immer dafür entscheiden, der Firma das Risiko aufzuladen und seine persönliche Bonuszahlung zu maximieren.

Je enger der Bezug der Bonuszahlung zum generierten Gewinn ist, je geringer die Risikoanpassung, je niedriger das Grundgehalt als Bestandteil der Gesamtvergütung, desto mehr Anreize hat der Händler, exzessive Risiken für die Firma einzugehen.

Betrachten wir das Beispiel nun aus der Perspektive der Anteilseigner. Nehmen wir an, die Bank hat ein Aktienkapital von 100 Mio. Dollar und steht vor denselben Entscheidungen wie der Händler.

Geschäft A: 80 Prozent Chance auf 50 Mio. Dollar Gewinn und 20 Prozent Chance auf 100 Mio. Dollar Verlust;

Geschäft B: 80 Prozent Chance auf 100 Mio. Dollar Gewinn und 20 Prozent Chance auf 300 Mio. Dollar Verlust.

Typischerweise erhalten die Anteilseigner einer Investmentbank rund 50 Prozent der erzielten Einnahmen in Form von Dividenden, der Rest wird unter den Mitarbeitern verteilt.

Der Auszahlungsbetrag bei Geschäft A ist  $0.5 \cdot (0.8 \cdot 50 \text{ Mio. Dollar} - 0.2 \cdot 100 \text{ Mio. Dollar}) = 10 \text{ Mio. Dollar}$ .

Bei Geschäft B ist es wichtig zu beachten, dass Anteilseigner aufgrund der begrenzten Haftung nur bis zur Höhe des Aktienkapitals haftbar sind. Diese liegt im Beispiel bei 100 Mio. Dollar. Ihr größtmöglicher Verlust beträgt also 100 Millionen und nicht 300 Millionen Dollar. Die Berechnung für Geschäft B sieht dann folgendermaßen aus:  $0.5 \cdot (0.8 \cdot 100 \text{ Mio. Dollar} - 0.2 \cdot 100 \text{ Mio. Dollar}) = 30 \text{ Mio. Dollar}$ .

Die Anteilseigner der Bank würden demnach wie der Händler Geschäft B vorziehen, obwohl dieses Geschäft für die Firma wesentlich riskanter ist. Entscheidend ist, dass die zusätzlichen Verluste in Höhe von 200 Millionen Dollar vom Finanzsektor außerhalb der Firma getragen würden.

Die Mitarbeiter haben von Banken sich wie der Händler in unserem Beispiel verhalten, und die Anteilseigner haben ihnen aufgrund ihrer eigenen verzerrten Anreizstruktur erlaubt, zu große Risiken einzugehen.

Als es hart auf hart kam und die Krise ausbrach, wurden die Risiken schließlich von den Steuerzahlern getragen, deren Geld die Regierungen einsetzten, um genau diese Händler und Finanzinstitute zu retten.

Das Ungleichgewicht zwischen Vergütung und Risiko endet hier aber noch nicht. Es setzt sich auf einer weiteren Ebene fort. Dies wird im nächsten Abschnitt dargelegt.

#### 5.4 Das Eingehen finanzieller Risiken hat systemische Folgen

##### Folgen für den Finanzsektor

Wenn einer von drei Lebensmittelläden in einem Markt schließt, dann ist das gut für das Geschäft der übrigen Lebensmittelgeschäfte. Doch wenn eine Bank zusammenbricht, kann sie andere Banken mitreißen. Das ist an den Folgen der Pleite von Lehman Brothers für den Rest des Finanzsystems ganz deutlich geworden.

Geschehen konnte dies aus drei Gründen:

- 1) Die Finanzinstitute sind durch Interbankenmarkt, Repos (Rückkaufoptionen) und Derivate in wesentlich höherem Maße mit ihren Geschäftspartnern verflochten als Firmen unter einander, wie zum Beispiel GM und Ford. Der Absturz eines Finanzinstitutes kann seinen Geschäftspartnern im Finanzsektor somit große Verluste zufügen.
- 2) Kann eine Schieflage ein Finanzinstitut dazu zwingen, Wertpapiere zum Dumpingpreis auf den Markt zu werfen. Dies drückt den Markt nach unten und führt zu Verlusten bei einer ganzen Reihe von Finanzinstituten, die in diesen Märkten engagiert sind.
- 3) Kann der Absturz eines Finanzinstitutes zu einem Vertrauensverlust in Institute mit ähnlichem Geschäftsmodell führen.

Die Vorteile extremer Risikostrategien von Finanzinstituten ernten in erster Linie deren Kontrolleure, sprich Eigentümer, und die Beschäftigten der Institute. Die Kosten hat indes der gesamte Finanzsektor zu tragen.

Es herrscht also ein Ungleichgewicht zwischen den Interessen eines einzelnen Finanzinstitutes und dem Finanzsektor als Ganzem, da jedes Institut einen Anreiz hat, höhere Risiken einzugehen, als es für den Sektor insgesamt optimal wäre.

##### Folgen für die Realwirtschaft

Die aktuelle Krise hat auch die potentiellen Folgen von Problemen im Finanzsektor für den Rest der Wirtschaft deutlich gemacht. Der Finanzsektor ist gewissermaßen das „Gehirn“ der Wirtschaft, das Mittel für die gesamte Realwirtschaft zur Verfügung stellt. Der Finanzsektor bietet die Zahlungs- und Vermittlungsdienste, die ganz entscheidend dafür sind, dass die Räder der Wirtschaft gut geschmiert sind. Störungen im Finanzsektor können den Kapitalfluss einfrieren und die Realwirtschaft empfindlich treffen.

Um den Einbruch des Realsektors zu verhindern, wird der Finanzsektor häufig mit Steuergeldern gerettet, so wie in der aktuellen Krise.

Die Übernahme exzessiver Risiken im Finanzsektor zwingt der Realwirtschaft Risiken und Kosten auf, und zwar weit über die Branche hinaus. Während die Vorteile exzessiver Risikoübernahme innerhalb des Sektors bleiben, greifen die mit Kosten verbundenen Nachteile auf die reale Wirtschaft über.

Es herrscht also ein Ungleichgewicht zwischen den Interessen des Finanzsektors und denen der Realwirtschaft. Deshalb hat der Finanzsektor als Ganzes einen Anreiz, höhere Risiken einzugehen, als für die reale Wirtschaft insgesamt optimal wäre.

Dieses Ungleichgewicht wird durch die wiederholte Rettung des Finanzsektors mit Steuermitteln verschärft. Wenn der Finanzsektor z. B. 100 zusätzliche Einheiten Risiko übernimmt, muss der Sektor aufgrund des beschriebenen Ungleichgewichtes nur einen Teil dieses Risikos, sagen wir 50 Einheiten, tragen. Wenn die Steuerzahler nun die Finanzinstitute retten, verringern sie die Nachteile für den Finanzsektor noch weiter, indem sie einen Teil des Risikos übernehmen, das der Sektor tragen müsste.

Die Finanzbranche hat die Vorteile zu 100 Prozent genossen und war nur 50 Prozent des Risikos ausgesetzt. Nach einer Rettung mit



Steuergeldern sinkt ihr Anteil an den negativen Folgen auf rund 25 Prozent, während die Realwirtschaft und die Steuerzahler zusammen 75 Prozent der Last schultern.

Unter diesen Umständen ist es nicht verwunderlich, dass der Finanzsektor immer wieder exzessive Risiken eingeht.

### **5.5 Die Steuerzahler zahlen, die Banker prahlen**

Zählt man die direkten Kosten der Rettungsmaßnahmen und die hohen Fördergelder zusammen, die die Regierungen zahlen mussten, um den Zusammenbruch der Wirtschaft zu vermeiden, hat die Krise die Steuerzahler viele Milliarden Dollar gekostet. Und darin sind die Gesamtkosten für die Wirtschaft infolge von Wachstumseinbußen noch nicht berücksichtigt.

Alles in allem belaufen sich diese durch die Finanzkrise für die Realwirtschaft verursachten direkten und indirekten Kosten auf weit über 15 Billionen Dollar, deutlich mehr, als der Finanzsektor jemals zur Realwirtschaft beigetragen hat, denn das war niemals mehr als ein kleiner Bruchteil dieses Betrages.

Viele der Bankenchefs wurden nicht gefeuert. Die Anteilseigner, Anleiheninhaber und Mitarbeiter wurden alle gerettet. Die Kombination aus weniger Wettbewerb, der Konjunkturabhängigkeit der Wirtschaft infolge der Krise und rekordverdächtig niedrigen Zinsen hat das Überleben der Banken ermöglicht, die heute bereits wieder Rekordgewinne erzielen und deren Mitarbeiter wieder Bonuszahlungen auf Vorkrisenniveau einstreichen.

Wieder wurden die Gewinne privatisiert und die Risiken sozialisiert.

## 6. Grundsätze für die Reform des Finanzsystems

Da es zahlreiche aktuelle Vorschläge zur Regulierung des Finanzsektors gibt, kann es hilfreich sein, den Reformbedarf der Regulierung anhand einiger allgemeiner Grundsätze genauer zu betrachten. Wird die Reformagenda nicht von einer Reihe grundlegender Prinzipien geleitet, ist es höchst wahrscheinlich, dass sie vom Weg abkommen wird und am Ende ihre Aufgabe, ein Finanzsystem zu schaffen, das die Realwirtschaft unterstützt, ohne die Steuerzahler zu belasten, nicht erfüllt. In diesem Kapitel werden die wichtigsten Grundsätze näher beleuchtet und es wird erläutert, was sie zur Diskussion über die Regulierungsreform beitragen können.

### 6.1 Intensiver Wettbewerb

Eine Eigenkapitalrendite der Banken von 20 Prozent bis 25 Prozent, eine Gebührenstruktur der Hedgefonds von 2 + 20 Prozent und über 100 Milliarden Dollar jährlicher Bonuszahlungen, alles herausragende Merkmale der Finanzlandschaft vor der Krise, waren Anzeichen für zu geringen Wettbewerb und exzessive Fremdverschuldung der Branche. Die Dinge spitzten sich zu, als kurz vor dem Zusammenbruch 40 Prozent aller Unternehmensgewinne in den USA auf den Finanzsektor entfielen, der lediglich dazu da ist, die Realwirtschaft zu ermöglichen. Dieser Gewinn ging auf Kosten der Verbraucher, der Steuerzahler und der Akteure der realen Wirtschaft.

Die Konsolidierung des Finanzsektors wurde durch staatliche Förderung vorangetrieben, die jenen Instituten zuteil wurde, die als „zu groß oder zu komplex zum Scheitern“ galten. Eine wichtige Begleiterscheinung dieser Förderung ist, dass sie ihnen einen erheblichen Vorteil gegenüber kleineren Konkurrenten verschafft, Marktzugangsbeschränkungen erhöht und den Wettbewerb verzerrt hat. Dieses System ohne Wettbewerb ermöglichte es Mitarbeitern und Anteilseignern, exzessive Erträge für sich zu erzielen. Außerdem hat es sie vor Verlusten geschützt, zu verzerrten Anreizen ge-

führt und spekulatives und destabilisierendes Verhalten gefördert.

Nötig ist daher, dass Marktzugangsbeschränkungen gesenkt und die Finanzinstitute entflochten werden, so dass ihr Einsturz keine Bedrohung für das System mehr bedeutet. Das wäre nicht nur für Verbraucher und Investoren wesentlich besser, sondern auch für die Steuerzahler, da die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenbruchs bei einem solchen System wesentlich geringer wäre.

### 6.2 Vielfalt

Soldaten dürfen nicht im Gleichschritt über eine Brücke marschieren, sonst würde die Brücke instabil und bräche ein. Die Finanzstabilität ist ähnlich abhängig von vielfältigem Verhalten. Wenn jeder zur gleichen Zeit kaufen oder verkaufen will, kommt es zu Vermögenspreisblasen und Zusammenbrüchen. Wie in den ersten Kapiteln dargelegt, war leider genau das der Trend der letzten Jahre.

Wir brauchen die ganze Bandbreite an Finanzinstituten – Sparkassen, Versicherungsfirmen, Geschäftsbanken, Rentenfonds und Entwicklungsbanken, wobei jedes seiner eigentlichen Aufgabe nachgehen sollte. Im Vorfeld der Krise verhielten sich Banken durch ihren



Eigenhandel immer häufiger wie Hedgefonds, und Hedgefonds wurden zu Schattenbanken. Manche Versicherungsfirmen, wie AIG, wollten beides gleichzeitig sein.

Die geltende Regulierung bewirkt, dass Marktpreise und die institutseigene Risikoeinschätzung die Höhe der Kapitalausstattung von Finanzinstituten beeinflussen. Da dieses Kapital in erster Linie dazu dient, Markt- und Unternehmensstörungen abzufedern, besteht hier ein grundlegender Widerspruch. Die Regulierungsvorschriften und der Einsatz ähnlicher Risikomanagement- und Bonussysteme ließen alle Institute zur selben Zeit in dieselben Vermögenswerte investieren und verringerten so die Vielfalt. Das Finanzsystem ist dadurch prozyklischer, instabiler und anfälliger für einen Zusammenbruch geworden.

Die Diversifizierung der Vermögenswert-Portfolios funktionierte solange gut, wie der Zugang zu den Anlagemärkten, die geographische Reichweite und die den verschiedenen Investoren zugänglichen Informationen unterschiedlich waren. Dies führte tatsächlich zu verschiedenen Investment-Körben.

Fortschritte in der Informationstechnologie haben inzwischen aber dazu beigetragen, dass heute fast jeder fast gleichzeitig zu denselben Anlagepreisinformationen Zugang hat. Die Liberalisierung der Kapitalströme hat ausländischen Investoren alle großen und wichtigen Finanzmärkte geöffnet. Und die Regulierung führte dazu, dass immer mehr Finanzmarktakteure dieselben marktpreisabhängigen Risikomanagementsysteme verwendeten. Die Verbreitung der Bonuskultur und die jährlich steigenden Renditeansprüche der Anteilseigner veranlassten immer mehr Finanzmarktakteure im Streben nach Maximierung ihrer Einkommen zu demselben Verhalten.

Vor diesem Hintergrund hat die Entwicklung hin zu diversifizierten Portfolios in vorhersehbarer Weise zu einer stärkeren Verein-

heitlichung im Finanzsystem geführt. Dadurch erhöht sich das Systemrisiko, der Finanzsektor wurde anfälliger für externe und interne Erschütterungen.

Aus diesem Grunde müssen Finanzinstitute auf der Grundlage dessen reguliert werden, was sie tun, und nicht, was sie vorgeben zu tun. Regulierungsbehörden müssen Kapitalanforderungen vorschreiben und dürfen sie nicht den Märkten oder der eigenen Einschätzung der Institute überlassen. Vielfalt kann sich aus unterschiedlichen Investitionshorizonten, Anreizsystemen, Risikoappetit oder Vorschriften zur Kapitalausstattung ergeben und sollte in dem neuen Regulierungsrahmen aktiv gefördert werden.

Unter Führung der G-20-Gruppe drängen die Regulierungsbehörden weltweit auf die Verabschiedung höherer und gemeinsamer Standards. Doch das sollte noch einmal überdacht werden. Die Anwendung gleicher Risikomanagementsysteme auf Basis des VaR und gleicher Eigenkapitalanforderungen für alle Kreditinstitute hat wahrscheinlich zu der aktuellen Krise mit beigetragen. Wenn weltweit überall dieselben Standards gelten, dann erhöht das zwangsläufig die Einheitlichkeit des Systems und verringert die Vielfalt.

### 6.3 Einfachheit

Die Finanzmarktregulierung ging nicht – wie es erforderlich wäre – von allgemeinen Grundsätzen aus. Stattdessen bemühte sie sich um „Feinabstimmung“ und Anpassungen im Nachhinein. Dies wirkte doppelt negativ: Zum einen wurden Zehntausende Seiten Gesetze und Leitlinien hervorgebracht, die voller Schlupflöcher sind; zweitens wurde zudem der Marktzugang beschränkt. Da die Rechtsvorschriften auch noch je nach Gerichtsbarkeit und Rechtsprechung unterschiedlich sind, haben die Finanz-

institute darüber hinaus ein kompliziertes Netz aus Hunderten von Tochtergesellschaften aufgebaut, um das System auszutricksen. Dadurch wurden sie nicht nur zu komplex zum Scheitern, sondern auch, wie im Falle der ganz großen Institute wie Citicorp mit seinen nahezu 2.500 Tochtergesellschaften (427 in Steueroasen), zu komplex zu managen.

Was wir brauchen, sind fest verankerte, einfache und konsequente Regeln wie Höchstgrenzen für Fremdverschuldung, Ausweis der einzelnen Länder in der Bilanz und Verbot außerbilanzieller Finanzierung. Mit internationaler Koordinierung wären sie noch wirksamer, doch ist diese keine Voraussetzung für ein Vorankommen.

Neben den Wirkungen falscher Regulierung wurde die Komplexität der Finanzprodukte auch dadurch erhöht, dass höhere Gewinnmargen und die Möglichkeiten zu Steuer- und Regulierungsarbitrage diese Steigerung belohnten. Die Arbitrage wird möglich durch die zunehmende Informationsasymmetrie zwischen den Finanzinstituten einerseits und ihren Kunden und den Regulierungsbehörden andererseits.

Komplexe Rechtsstrukturen und Produkte erhöhen auch die Undurchsichtigkeit, verringern die Aufsichtseffizienz und erhöhen so das Systemrisiko. Die Regulierung muss auf Einfachheit der Rechtsstrukturen und der Finanzprodukte drängen.

Auch die Regulierung selbst sollte einfach und robust sein. Übertrieben komplizierte Maßnahmen zur Risiko- und Kapitaladäquanz verlieren ihren Nutzen bei Entwicklungen, die nicht leicht vorherzusehen oder zu kalibrieren sind. Genau vor diesen Entwicklungen aber sollen Risikomanagementsysteme und Kapitalpolster schützen. Eine Regel muss daher einfach sein, wenn sie greifen soll und Aufsichts- und Regulierungsbehörden sich nicht in den Einzelheiten verlieren sollen. Komplexe Regelwerke machen es Banken leicht zu tricksen,

während einfache Regeln wie der Verschuldungsgrad eines Unternehmens wesentlich robuster sind.

#### 6.4 Gerechtigkeit

Große Banken sind hervorragend darin, ihre eigene Steuerlast und die ihrer Mitarbeiter und Kunden durch komplexe Produkte und Rechtsformen, häufig über Steueroasen, zu reduzieren. In guten Zeiten haben sie ihren gerechten Steueranteil nicht bezahlt, und in schlechten Zeiten sind sie von denjenigen, die ehrlich ihre Steuern zahlen, gerettet worden. Das ist nicht nur ungerecht, sondern, was noch schlimmer ist, auch destabilisierend, weil es zur Übernahme exzessiver Risiken ermutigt.

Unter Anwendung des Verursacherprinzips muss dringend und hart gegen die Steuervermeidung von Banken, Bankern und Bankkunden durchgegriffen werden. Das trägt erstens dazu bei, künftigen Missbrauch vorzubeugen. Aber mittels Finanztransaktionssteuern und Abgaben auf Bankbilanzen müssen zweitens auch die Kosten der heutigen und der zukünftigen Rettungsmaßnahmen dem Finanzsektor wieder abverlangt werden. Derartige Steuern und Abgaben sind leicht einzutreiben, schwer zu vermeiden, haben eine hohe Progressionswirkung, steigern potentiell die Stabilität des Finanzsystems und können einseitig umgesetzt werden.

Die Vergütung im Finanzsektor muss scharf nach unten korrigiert werden, um Belohnungen für das Eingehen exzessiver Risiken zu reduzieren. Damit wieder ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen den Vorteilen und den Nachteilen für die Banker hergestellt wird, wäre es am besten, eine Obergrenze für Bonuszahlungen in Höhe von 50 Prozent (oder weniger) des Festgehalts vorzuschreiben. Die heutigen Bonusstrukturen, die ein Vielfaches des Grund-

gehalten vorsehen, treiben Kurzfristorientierung, Spekulation und unverantwortliches Verhalten an, weil dies hohe Gewinne bringen kann, vor allem, wenn letztendlich die Steuerzahler die Rechnung zahlen.

Auf breiterer Ebene muss der Gesellschaftsvertrag zwischen den Banken und der Gesellschaft überarbeitet werden, so dass er die Gesellschaft über die Banken stellt. Hierzu wäre eine ganze Reihe neuer Steuern auf Finanztransaktionen und auf kurzfristige Finanzierungen der Banken notwendig, außerdem strenge Kontrolle der Vergütungen sowie Obergrenzen für Fremdkapitalanteil und Vorschriften zur Liquiditätshaltung. Ohne Aufgabe der Förderung der Institute, die zu groß oder zu verflochten zum Scheitern sind, kann das Finanzsystem nicht gerecht sein. Hierzu sind drastische Einschnitte im Bankensystem notwendig. Sollte sich das als zu schwierig erweisen, wäre eine Kombination aus glaubwürdigen Zerlegungsmechanismen und hohen Strafen für Systemrisiken die zweitbeste Lösung.

### 6.5 Ausrichtung an den Bedürfnissen der Realwirtschaft

Zwar gibt es in der Realwirtschaft manche Anlagen, die kurzfristige Gewinne abwerfen. Die meisten produktivitätssteigernden Investitionen brauchen in diesem Sektor aber einen mittel- bis langfristigen Horizont. Dieser langfristige Anlagehorizont ist auch ein Weg, um sicherzustellen, dass die Erträge nachhaltig sind und nicht zu Lasten des langfristigen Wachstums gehen.

Das Finanzsystem, das die Investitionsflüsse steuert, orientiert sich immer kurzfristiger, mit deutlich gesunkenen durchschnittlichen Aktienhaltedauern von inzwischen unter einem Jahr.

Das bedeutet, dass Investitionen mit hohen Anfangskosten, aber hoher Produktivität und langfristigen Gewinnerwartungen vom Markt unterbewertet werden.

Eine häufig zitierte Studie von Thompson Reuters zu Unternehmen im Dow Jones Industrial Average (DJIA)-Index ergab, dass zwischen 1999 und 2004 fast die Hälfte der Unternehmen in diesem Index die Konsensprognosen erreichten oder um nur einen Penny übertrafen. Ein solch genaues Erreichen von Prognosen ist in der komplexen realen Welt großer Unternehmen einfach nicht möglich und ein deutliches Anzeichen für weitverbreitete Gewinnmanipulation. Das Übertreffen der Konsensprognose führt zu einem Spitzenaktienkurs, der für die Vorstände, die oft in Aktien bezahlt werden, sehr vorteilhaft ist. Noch schockierender ist: 78 Prozent der interviewten Führungskräfte gaben an, dass sie eine wirtschaftliche Aktivität, die Wert schaffen würde, dann nicht durchführten, wenn sie sich negativ auf ihr Einkommen auswirkte<sup>23</sup>.

Die kurzfristige Orientierung erhöht nicht nur die Volatilität<sup>24</sup> in der Wirtschaft, sondern begünstigt kurzfristig rentable Investitionen, die letztendlich Wert zerstören, und drängt Investitionen, die Wert schaffen, aus dem Markt. Das hat ernsthafte Folgen für die Produktivität der Wirtschaft und für den Klimawandel. „Grüne“ Investitionen, die eindeutig langfristig rentabel sind, werden vom Markt häufig unterfinanziert, weil sie mit hohen Anfangskosten verbunden sind.

Dieser kurzfristigen Ausrichtung kann mit einer Kombination folgender Maßnahmen begegnet werden: Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die exzessive Kurzfristigkeit und Spekulation bestraft; Kontrollen der Vergütungssysteme, die den Anreiz zur Kurzfristigkeit abschaffen; und differenzierte Stimmrechte für Langzeit-Aktionäre.

<sup>23</sup> Payout policy in the 21<sup>st</sup> Century, Duke University 2004

<sup>24</sup> Schwankungsanfälligkeit

## 7. Verminderung von Systemrisiken

Aus der bisherigen Argumentation ist deutlich geworden, dass eine der größten Herausforderungen für politische Entscheidungsträger heute darin besteht, das Finanzsystem so zu reformieren, dass das Systemrisiko wirksam entschärft wird. Drei Lösungswege sind hier denkbar: Direkte Änderung der Struktur des Bankensystems; grundlegende Reform der Finanzmarktregulierung; eine Kombination aus beidem.

Dabei hat man sich dazwischen zu entscheiden, ob man streng reguliert, was Finanzinstitute tun dürfen; oder offen zu lassen, was sie tun dürfen, aber streng überwacht, wie sie es tun.

Die gegenwärtige Struktur der Banken beizubehalten, würde bedeuten, dass wir wesentlich höhere Liquiditätsanforderungen und Kapitalpolster brauchen sowie eine peinlich genaue Aufsicht, um das Systemrisiko zu entschärfen. Würde man andererseits die Größe, Verflochtenheit und Ansteckungsgefahr im Finanzsystem verringern, müsste man einige strukturelle Einschnitte machen, doch käme man mit geringeren Kapital- und Liquiditätspuffern und weniger Aufsicht aus.

Klar jedoch ist: Die Instabilität des globalen Finanzsystems muss dringend behoben werden. Die Welt kann sich eindeutig keine zweite Krise dieser Art leisten. Idealerweise müsste die Regulierungsreform aufgrund der globalen Natur der Finanzwirtschaft auf weltweiter Ebene durchgeführt werden. Es gibt jedoch keine globale Regulierungs- oder Aufsichtsbehörde für das Finanzsystem, die das vorantreiben könnte.

Die gegenwärtige globale Governance-Struktur für das Finanzsystem umfasst Institutionen wie den Internationalen Währungsfonds (IWF), den Finanzstabilitätsrat (FSB), Verbände der Regulierungsbehörden für Banken, Wertpapiere und Versicherungen, und die Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G20). All diesen Institutionen fehlten in jüngster Zeit Legitimität, Kompetenz, Fähigkeit und Wille, eine direkte Rolle bei der Regulierung zu übernehmen. Darüber hinaus widerstrebt es Ländern mit großen Finanzsystemen wie den USA und Großbritannien, Hoheitsrechte an eine globale Regulierungsinstanz abzugeben.

In Ermangelung eines geeigneten Mechanismus der globalen Governance ist es wichtig zu gewährleisten, dass der Finanzsektor auf Länder- und regionaler Ebene angemessen gesteuert und reformiert wird.

Da die Europäische Union, die größte Volkswirtschaft der Welt, ebenfalls als höchst verflochtener Binnenmarkt agiert, dient dieser Binnenmarkt im Rest dieses Kapitels als Beispiel dafür, was getan werden muss, um das Systemrisiko in den Griff zu bekommen. Dieselben Lektionen können auch auf die nationale und die globale Ebene angewendet werden.

Das Systemrisiko im europäischen Binnenmarkt zu beherrschen, ist aus drei Gründen wichtig:

- Der Absturz grenzüberschreitend tätiger Banken hat die großen Lücken in der grenzüberschreitenden Zusammenarbeit im Finanzbereich innerhalb der EU aufgezeigt.
- Der Binnenmarkt verfügt über ein hoch integriertes Finanzsystem, das immer dringender eine ebenso integrierte Aufsicht und Regulierung erfordert.
- Als größte Volkswirtschaft der Welt kann die EU die internationale Diskussion über die Reform des Regulierungssystems und die globale Governance des Finanzsystems beeinflussen.



### 7.1 Einrichtung einer systemweiten Aufsichtsinstanz

Die Aufsicht und Regulierung des Finanzsektors war bislang von unten nach oben ausgerichtet: Sie konzentrierte sich darauf, dass einzelne Institute und Finanzmarktakteure solide waren und die gesetzlichen Anforderungen erfüllten. Das geschah in einer Welt, in der die Märkte fragmentiert und die Finanzinstitute in erster Linie unternehmensspezifischen Risiken ausgesetzt waren. Mit der Veränderung des Finanzsektors und den zunehmenden Systemrisiken konnte dieser altmodische Ansatz von Aufsicht und Regulierung nicht mehr Schritt halten.

Aus diesem Grund muss die Europäische Union dringend eine Aufsichtsinstanz einrichten, die ein wachsames Auge auf das gesamte Finanzsystem wirft, zumindest innerhalb des Binnenmarktes. Die Einsetzung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken geht in die richtige Richtung.

Der bisherige Ansatz reicht jedoch nicht. Die tatsächliche Macht liegt nach wie vor bei den Regulierungsbehörden der nationalen Ebene, deren oberstes Interesse in der Gewährleistung der Sicherheit der Institute und nicht des Finanzsystems liegt. Deshalb muss die Europäische Union hier auf drei Ebenen tätig werden:

- Da das Systemrisiko wesentlich wichtiger geworden ist als das unternehmerische Risiko, ist es unabdingbar, den Europäischen Ausschuss für Systemrisiken erheblich zu stärken und ihn mit weitreichenden gesetzlichen Befugnissen auszustatten.
- Die Europäische Union sollte die Einführung von Regulierungsinstanzen für Systemrisiken auf nationaler Ebene in den Mitgliedstaaten vorschreiben.

- Weil der Binnenmarkt in hohem Maße mit den internationalen Märkten verflochten ist, sollte die EU einen selbstbewussten Vorschlag zur Einrichtung einer globalen Regulierungsinstanz für Systemrisiken, entweder in Form einer neuen, eigens dazu bestimmten Institution, oder unter der Ägide einer bestehenden Institution wie dem IWF, unterbreiten.

Diese systemweite europäische Aufsichtsinstanz müsste Zugang zu allen relevanten Finanzinformationen im gesamten Finanzsystem und weitreichende Kapazitäten und Befugnisse zur Überwachung und Kontrolle von Systemrisiken haben. Sie müsste in der Lage sein, gegen den Aufbau von Systemrisiken vorzugehen, indem sie z. B. antizyklische Kapital- und Reserveanforderungen sowie den verstärkten Einsatz prudentieller<sup>25</sup> Instrumente wie variable Beleihungsquoten, Liquiditätspuffer, Bankenabgaben und Transaktionssteuern vorschreibt.

Was wir brauchen, ist ein System, das eine Beurteilung der Systemrisiken von oben erfolgreich mit der Aufsicht über einzelne Firmen von unten verbindet.

### 7.2 Einrichtung eines Systems mächtiger paneuropäischer Aufsichtsinstanzen

Prägend für das Finanzsystem des Binnenmarktes sind mehrere große grenzüberschreitende Finanzinstitute. Großinvestoren sind auf paneuropäischer Ebene tätig, und Finanzmärkte wie Börsen sind zunehmend paneuropäischer Natur. Der nationale Aufsichtsansatz ist daher zunehmend veraltet. Die EU hat begonnen, ein Aufsichtssystem auf paneuropäischer Ebene (das sog. Europäische Finanzaufsichtssystem) aufzubauen, welches aus drei Instanzen zur Überwachung der Banken-, Wertpapier- und Versicherungsmärkte besteht.

<sup>25</sup> regulatorischer



Diese Organe müssen mit rechtskräftigen Durchführungsbefugnissen ausgestattet werden. Derzeit reichen ihre Befugnisse nicht aus, die in hohem Maße verflochtenen Finanzmärkte zu überwachen. Der Vorschlag des Europäischen Parlaments, die vorgesehene Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA) zur Aufsichtsbehörde über große grenzüberschreitend tätige Banken zu machen, ist daher ein Schritt in die richtige Richtung, der weiterverfolgt werden muss. Auch die Befugnisse der anderen Behörden müssen deutlich ausgebaut werden.

### 7.3 Reduzierung exzessiver Größe

Wie bereits beschrieben, fand eine immer schnellere Konzentration der Finanzinstitute statt. Der Marktanteil der 10 größten Finanzinstitute (unter den Top 1000 Banken) ist allein in den letzten zehn Jahren von 14 Prozent auf 26 Prozent gestiegen<sup>26</sup>. Die Bilanzen von Banken aus Ländern wie Island, Großbritannien und der Schweiz erreichten ein Vielfaches des BIP ihres Sitzlandes. Wenn ein kleines oder mittleres Institut in Schwierigkeiten gerät, hat das wahrscheinlich lokale Auswirkungen und stellt keine Ansteckungsgefahr dar; die Kosten sind für die Steuerzahler meist tragbar. Wenn jedoch Institute, die in allen Märkten tätig sind, in Schwierigkeiten geraten, stellen sie aller Wahrscheinlichkeit nach ein erhebliches Systemrisiko dar, und die Kosten für die Steuerzahler des Sitzlandes erreichen leicht zweistellige Prozentsätze des BIP.

Obwohl Banker gerne Effizienzgewinne als überzeugendes Argument für die Größe eines Institutes anführen, ist nach Auffassung der Bank of England ein zusätzlicher Effizienzgewinn ab einer Bilanzsumme von rund 100 Milliarden Dollar nicht nachgewiesen<sup>27</sup>. Die USA wollen die maximale Größe jeder einzelnen

Bank beschränken. Diese Beschränkungen gehen zwar noch nicht weit genug, doch sind sie ein gutes Vorbild für die EU zur Einführung auf europäischer Ebene. Auch die Bank of England hat sich für die Verkleinerung der größten Banken stark gemacht. Idealerweise könnte den Finanzinstituten zur Reduzierung ihrer Größe unter eine absolute Obergrenze oder einen Prozentsatz des BIP eine Frist von drei bis fünf Jahren eingeräumt werden. Das würde nicht nur das Systemrisiko verringern, sondern hätte auch den positiven Nebeneffekt, den Wettbewerb im Finanzsektor zu stimulieren. Dies wäre für Verbraucher, Investoren und Steuerzahler von Vorteil.

### 7.4 Verringerung der exzessiven Verflechtung

Der Grad der Verflechtung im Finanzsektor hat sich in den jüngsten Jahrzehnten mit zunehmender Beschleunigung erhöht. Das ist im Wesentlichen auf zwei Entwicklungen zurückzuführen:

- in immer rasanteres Größenwachstum des Derivatemarktes
- eine zunehmende Ausdehnung der Geschäftsmodelle der Banken.

#### Regulierung der Derivate

Der Markt für außerbörsliche Derivate („Over the Counter“ – OTC) ist von Natur aus eine bilaterale Angelegenheit. Die im Umlauf befindlichen Verträge mit einem Volumen von zig Billionen Dollar tragen durch eine Reihe von Verflechtungen von Anlagen, Verbindlichkeiten und Margin-Anforderungen<sup>28</sup> in hohem Maße zur Verflechtung bei. Diese Verflechtung kann wesentlich verringert werden, wenn der größte Teil des OTC-Marktes an die Börse gebracht wird und über eine zentrale Clearing-

<sup>26</sup> IFSL Research

<sup>27</sup> The \$100 billion question, Andrew Haldane, Bank of England

<sup>28</sup> Kapitaleinschüsse, bzw. -hinterlegungen

stelle (CCP<sup>29</sup>) abgewickelt werden muss. Damit die Regulierungsbehörde für Systemrisiken das Anwachsen von Risiken überwachen kann, müssten alle Derivategeschäfte einem zentralen Register gemeldet werden, zu dem die Regulierungsbehörde Zugang hat. Die EU hat erste Schritte in die richtige Richtung gemacht, muss diesen Regulierungsansatz jedoch noch weiter ausbauen. Transparenz ist von größter Bedeutung, da komplexe Derivate höchst undurchsichtig sind.

Derivate werden häufig als Instrumente zur Steuer- und Regulierungsarbitrage eingesetzt. Dem muss ein Riegel vorgeschoben werden. Die große Frage nach den gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Auswirkungen eines Derivatehandels, der um ein Vielfaches größer ist als das BIP, muss gestellt werden, bevor weiterhin große Derivatrisiken zugelassen werden. Eine Möglichkeit, den Markt zu verkleinern, bestünde darin, zusätzliche Kapital- und Margin-Anforderungen sowie Transaktionssteuern auf Derivate zu beschließen.

Eine zentrale Clearingstelle würde die Vereinfachung und Standardisierung der Vertragsbedingungen im Derivategeschäft fördern. Wir müssen jedoch aufpassen, dass wir nicht eine Quelle für Systemrisiken durch eine andere ersetzen. Da eine zentrale Clearingstelle die Risiken einer sehr großen Zahl von Derivat-Verträgen übernimmt, würde ihr Scheitern ein großes Systemrisiko bedeuten. Die Anforderungen an ihre Stabilität sollten mit denen an andere öffentliche Versorgungsbetriebe wie für Gas, Wasser und Strom vergleichbar sein.

Indem eine CCP die Zahl der Verflechtungen im Finanzsystem deutlich verringert, reduziert sie gleichzeitig das Systemrisiko. Die mit bilateralen OTC-Geschäftspartnern verbundene Unsicherheit und die hohe Komplexität der im Umlauf befindlichen Derivate hatten einen Schlüsselbeitrag zu der Krise geleistet.

### **Stärkung der Zahlungs- und Abrechnungssysteme**

Die Zahlungs- und Abrechnungssysteme, die das Fundament des Finanzsystems darstellen, sind die heimlichen Helden der Krise. Trotz der enormen Belastung des Finanzsystems und der Banken, haben die Zahlungssysteme auch während der Krise bewundernswert gut funktioniert. Sie spielen eine wichtige Rolle in der öffentlichen Versorgung und sollten daher als Schutz gegen zukünftige Systemerschütterungen gestärkt werden.

Darüber hinaus können wir z.B. von den kontinuierlich vernetzten Abwicklungsbank- und Echtzeit-Bruttozahlungssystemen lernen und diese Erfahrungen auf andere Sektoren des Finanzsystems übertragen.

### **Trennung von standardisiertem Privatkundengeschäft und Investmentbanking**

Durch die Finanzierung hoch riskanter Anlagen mit öffentlich abgesicherten (und billigen) Kundeneinlagen haben zahlreiche europäische Banken die Verflechtung der relativ sicheren altmodischen Welt des standardisierten Privatkundengeschäfts mit hoch riskanten, undurchsichtigen und volatilen Segmenten der Finanzmärkte verstärkt. Das hat nicht nur das Systemrisiko erhöht; vielmehr wuchs auch das Risiko für die Steuerzahler, den Finanzsektor möglicherweise retten zu müssen, während die Mitarbeiter der Finanzbranche exzessive Bonuszahlungen einstreichen konnten. Das System ist zusammengebrochen, und die Steuerzahler in ganz Europa blieben auf der Rechnung sitzen.

Es wäre daher ratsam, wenn die EU-Behörden ernsthaft über die Möglichkeit einer Trennung zumindest der riskantesten Teile der Finanzgeschäfte mit der höchsten Volatilität vom standardisierten Privatkundengeschäft der Banken nachdächten. Die Diskussionen in den USA über die Trennung von Hedgefonds und Eigenhandel bieten dazu einen guten Ansatzpunkt.

---

29 siehe Glossar

### 7.5 Verringerung der Ansteckungsgefahren

Selbst bei bestehender Verflechtung des Finanzsektors müssen Erschütterungen eines Teils des Systems nicht unbedingt auf andere Teile übergreifen und ein Systemrisiko auslösen. Die Ansteckungsgefahr im System könnte begrenzt werden durch:

- mehr schockabsorbierendes Kapital,
- mehr Liquiditätspolster,
- eine beherrschbarere Geschwindigkeit von Finanztransaktionen und
- größere Transparenz der Kontrahenten.

Nur einige wenige hoch infektiöse Banken sind für den größten Teil des Systemrisikos verantwortlich. Diese hoch verflochtenen oder großen systemrelevanten Institute sollten in Krisensituationen isoliert und einer Sonderbehandlung unterzogen werden. Im Falle einer Epidemie werden ja auch diejenigen als erste geimpft, von denen die höchste Infektionsgefahr ausgeht.

So wie die Dinge heute stehen, können sich große systemrelevante Institute aufgrund ihres „Status“ als „zu systemrelevant zum Scheitern“ über besondere Förderung in Form höherer Bonitätsbewertung und niedrigerer Kreditkosten erfreuen. Dies wirkt wie eine Aufforderung an sie, noch mehr Risiko in die Märkte zu geben. Das ist pervers und muss sofort geändert werden, am besten, indem man ihnen diesen Status nimmt. Die zweitbeste Lösung wäre, sie zur Kasse zu bitten.

#### Verringerung der Fremdverschuldung

Der Verschuldungsgrad (Leverage) im Finanzsystem ist seit den 1970er Jahren und insbesondere in den letzten zehn Jahren erheblich gestiegen. Die durchschnittliche Fremdverschuldung (das Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital) der britischen Banken ist in den letzten zehn Jahren von 20:1 auf 30:1 ge-

stiegen. Das hat die Eigenkapitalrendite der Banken aufgebläht, gleichzeitig aber das Systemrisiko erheblich erhöht. Der Bankensektor Großbritanniens erlebte in den letzten zehn Jahren eine Entwicklung der Eigenkapitalrendite von 5 bis 10 Prozent vor 1970 (vergleichbar mit der in der übrigen Wirtschaft) auf rund 25 Prozent. Dies war möglich, weil die Fremdverschuldung die Gewinne (und Verluste) vergrößern kann.

Wenn wir ein Haus für 100.000 Dollar mit 20.000 Dollar Eigenkapital und einer Hypothek von 80.000 Dollar zu 5 Prozent Zinsen kaufen und der Preis der Immobilie im nächsten Jahr auf 110.000 Dollar klettert, erzielen wir einen Gewinn von  $10.000 - 5 \text{ Prozent} \cdot 80.000 = 6.000$  Dollar. Das entspricht einer Rendite von 30 Prozent auf das eingesetzte (eigene) Kapital von 20.000; unser Verschuldungsgrad (Schulden/Eigenkapital) liegt bei 4. In einem alternativen Szenario investieren wir nur 5.000 Dollar Eigenkapital und nehmen ein Darlehen in Höhe von 95.000 Dollar auf. Dann betrüge unser Gewinn  $10.000 - 5 \text{ Prozent} \cdot 95.000 = 5.250$  Dollar. Unser neuer Verschuldungsgrad läge bei 19, aber unsere Rendite bei 105 Prozent. Dasselbe Verfahren zum Aufblähen des Gewinns funktioniert umgekehrt auch mit Verlusten und ist einer der Hauptgründe für die hohen Verluste im britischen Bankensystem während der Krise.

Die Banker erhielten ihre Vergütung auf der Grundlage der Rendite, die sie generierten, so dass das Aufblähen der Verdienste und die Erhöhung der Fremdverschuldung im Bankensystem mit dem Wunsch erklärt werden kann, immer höhere Bonuszahlungen zu erzielen. Wir wissen heute, dass diese nicht gerechtfertigt waren und zu sehr hohen Kosten für die Steuerzahler geführt haben. Die Gewinne wurden privatisiert und die Verluste sozialisiert. Das ist weder effizient noch gerecht oder nachhaltig und erhöht das Systemrisiko.

Die gegenwärtige Diskussion über Reformen der Eigenkapitalanforderungen und Begrenzung der Fremdverschuldung geht nicht weit genug. Es nutzt weder der Gesellschaft, noch den Anlegern oder dem Staat, wenn die Banken versuchen, Eigenkapitalrenditen zu erzielen, die weit über denen der übrigen Wirtschaft liegen, indem sie sich höher verschulden und größere Risiken eingehen. Die neuen Anforderungen einer Kernkapitalquote (Tier-1-Kapital) in einer Bandbreite von 7 bis 11 Prozent, die der Markt schon einkalkuliert hat, müssen mindestens auf eine Bandbreite von 15 bis 20 Prozent erhöht werden. Parallel hierzu sind strenge Kontrollen der Vergütungen, bzw. der Anreize notwendig, zum Beispiel in Form von relativen oder absoluten Obergrenzen für Bonuszahlungen.

Es müssen wesentlich striktere und systemweit gültige Obergrenzen für Fremdverschuldung festgelegt werden. Diese könnten verhindern, dass Unternehmen der Finanzbranche sich unter dem Druck des Wettbewerbs überschulden.

### **Bekämpfung der „Just-in-time“-Finanzierung**

Eine weitere Entwicklung der letzten Jahre ist das Anwachsen dessen, was am treffendsten mit „Just-in-time“ (JIT)-Finanzierung zu bezeichnen ist. Dieser Begriff nimmt das Prinzip der Just-in-Time-Lieferketten in der Produktion auf und wendet es auf den Finanzsektor an. Dahinter steckt, dass die Banken immer mehr der in ihren Büchern als Kreditforderung geführten Risiken in handelbare Wertpapiere umgewandelt haben, von denen sie annahmen, sie sehr kurzfristig an andere Finanzmarktakteure verkaufen zu können. Das bedeutet auch, dass die Banken, anstatt sich auf solide Finanzierungsformen wie langfristige Verbindlichkeiten und Privatkundeneinlagen zu verlassen,

immer mehr auf kurzfristige Finanzierung setzten, die sie dann praktisch wöchentlich erneuern mussten. Banken wie Northern Rock haben zur Finanzierung von Hypotheken mit 30jähriger Laufzeit Tagesgeld eingesetzt, was so lange gut ging, wie es zu keiner Unterbrechung auf dem Tagesgeldmarkt – der Liquiditätslieferkette – kam. Als dies doch geschah, brach die Bank zusammen.

Bis in die 1970er Jahre hielten die britischen Banken bis zu 30 Prozent ihrer Vermögenswerte in hoch liquider Form, doch mit dem Aufkommen der Just-in-time-Philosophie im Finanzsektor sank dieser Anteil auf unter 1 Prozent vor Ausbruch der Krise. JIT-Finanzierung lässt keinen Spielraum mehr für Fehler und kann durch Unterbrechung der Liquiditätsversorgung zu einer äußerst schnellen Ausbreitung von Problemen von einem Marktsegment oder einem Finanzinstitut auf andere Marktteilnehmer führen.

Aus diesem Grunde muss die Europäische Union Liquiditätspolster in den EU-Finanzmärkten vorschreiben, um die Widerstandsfähigkeit des Systems gegenüber Liquiditätsengpässen zu erhöhen. Auch muss die Verbriefung uninteressanter werden im Vergleich zu traditionellen Krediten, da die Krise deutlich gemacht hat, dass Banken nicht in der Lage sind, verbrieft Risiken genau dann loszuwerden, wenn sie es dringend nötig haben.

Die Einführung von Abgaben auf die Bankbilanzen mit dem Ziel, exzessive kurzfristige Finanzierung zu bestrafen, wäre ebenfalls hilfreich zur Stabilisierung der Liquiditätssituation der Banken. Sie hat außerdem das Potential, erhebliche Einnahmen in Höhe von über 50 Milliarden Euro in der Europäischen Union zu generieren, die einer besseren Verwendung zugeführt werden könnten<sup>30</sup>.

---

30 „Bank Levies AND Financial Transaction Taxes NOT Bank Levies OR Financial Transaction Taxes“, ein Re-Define Policy Brief von Sony Kapoor, 2010: <http://www.re-define.org/publications>

### **Verringerung der Geschwindigkeit von Finanztransaktionen**

Finanzmärkte stellt man sich am besten als Informationsmärkte vor, die eine enorme Menge an Informationen, z. B. aus makroökonomischen Daten, Unternehmensbilanzen usw., verarbeiten und in Preise für Wertpapiere übersetzen. Die Marktschwankungen der Aktienkurse können so Managern und anderen Wirtschaftsbeteiligten Auskunft über die langfristigen Zukunftsaussichten von Unternehmen geben.

Die Zahl und die Geschwindigkeit der Transaktionen sowie die Kursschwankungen haben aber in einem Maße zugenommen, das bei weitem nicht mehr allein durch die Veränderungen der wirtschaftlichen Grundlage zu rechtfertigen ist. Weil der Markt immer mehr von sog. „technischen Tradern“ beherrscht wird, die Trends nachjagen, die kaufen, wenn der Markt sich aufwärts entwickelt, und verkaufen, wenn die Kurse fallen, vergrößert sich die Bandbreite der Kursschwankungen im Markt. Dies kann Systemrisiken auslösen.

Seit kurzem dominieren Investorengruppen, die als „High Frequency Trader“ (Hochfrequenzhändler) bezeichnet werden, bestimmte Finanzmärkte. Diese Anleger, die in Zeithorizonten von Sekunden, manchmal sogar Mikrosekunden, unter Nutzung automatisierter Computerprogramme handeln, machen bereits über 60 Prozent des gesamten Handels auf den amerikanischen Aktienmärkten aus<sup>31</sup>. Zwar bescheinigen manche diesem Hochfrequenzhandel, dass er zu erhöhter Finanzmarktliquidität führen kann, doch führt seine Dominanz zu Verzerrungen der Marktsignale und stellt dadurch ein erhebliches Systemrisiko dar. Der Einsturz mancher dieser Modelle des automatisierten Börsenhandels im August 2007 hat zu weitreichenden Verschiebungen in den Finanzmärkten geführt und war das erste Anzeichen

für die Finanzkrise. Der Börseneinbruch vom 6. Mai 2010, als der Aktienindex in den USA in weniger als 20 Minuten um fast 2000 Punkte fiel, wurde ebenfalls durch vollautomatisierten Computerhandel ausgelöst.

Deshalb müssen Steuern auf Finanztransaktionen eingeführt werden. Sie würden die Geschwindigkeit der Märkte reduzieren und das Kräfteverhältnis wieder zugunsten des Handels auf Grundlage von Wirtschaftsdaten mit längerfristigen Anlagehorizonten verlagern. Das Volumen der Finanztransaktionen würde dadurch leicht zurückgehen, doch entgegen den düsteren Vorhersagen von Insidern der Finanzbranche wird dies nicht zu einer Verringerung der Liquidität führen. Echte Liquidität der Finanzmärkte ergibt sich aus Meinungsvielfalt. Die scheinbare Liquidität der Finanzmärkte heute ist zum größten Teil Illusion. Wie wir in der aktuellen Finanzkrise beobachten konnten, verschwand sie genau in dem Moment, in dem sie am meisten benötigt wurde. Finanztransaktionssteuern könnten durch die Erhöhung der Vielfalt und Verringerung der Dominanz kurzfristig orientierter technischer Anleger dazu beitragen, die echte Liquidität zu erhöhen.

Darüber hinaus könnten sich Finanztransaktionssteuern als ein äußerst nützliches Mittel der Aufsicht erweisen, wenn für undurchsichtiger und komplexere Märkte unterschiedliche Sätze angewandt würden. Zudem könnten sie variabel gestaltet werden, um eine Überhitzung der Märkte in den Griff zu bekommen.

Die Einführung eines solchen Finanztransaktions-Steuersystems würde nicht nur den Finanzsektor empfänglicher für längerfristige, nachhaltige „grüne“ Anlagen machen, sondern auch wesentlich dazu beitragen, das Systemrisiko zu verringern. Es wird erwartet, dass Finanztransaktionssteuern, wenn sie EU-weit angewendet werden, Einnahmen von 100 Mil-

31 Financial Times

liarden Euro generieren, die zur Lösung von fiskalischen Herausforderungen, für grüne Anlagen und zur Entwicklung des Finanzsektors verwendet werden können<sup>32</sup>.

### **Größere Transparenz durch Zurückdrängen von Zweckgesellschaften und Steueroasen**

Eines der Probleme, die dazu beigetragen haben, dass sich die Krise wie ein Lauffeuer ausbreiten konnte, war das hohe Maß an Undurchsichtigkeit der Finanzmärkte. Alle großen Banken hatten ein großes Netz von Hunderten oder gar Tausenden von Tochtergesellschaften und juristischen Personen in zahlreichen Rechtsordnungen – häufig in Steueroasen. Allein Lehman Brothers hatte über 300 Tochtergesellschaften und fast 3000 juristische Personen<sup>33</sup>. Das bedeutete, dass keine Bank genau wusste, wie risikobehaftet ihre Kontrahenten waren, so dass es aufgrund dieser hohen Unsicherheit für die einzelne Bank sinnvoll war, bei den ersten Anzeichen von Schwierigkeiten Bargeld zu horten und den Handel mit potentiell risikanten Kontrahenten zu minimieren. Für die einzelnen Institute war das sinnvoll, für die Gemeinschaft war es desaströs und führte zum Zusammenbruch des Systems.

Um zu vermeiden, dass sich dies wiederholt, ist es äußerst wichtig, dass die Unternehmensstrukturen der Banken, das Derivatrisiko und das Gesamtrisikoniveau transparent und nachvollziehbar sind. Nur so kann die Idee der Marktdisziplin funktionieren. Das derzeit im Finanzsystem herrschende hohe Maß an Unsicherheit abzuschaffen, würde das Ansteckungsrisiko bei Störungen des Systems erheblich verringern.

Größere Transparenz und Vereinfachung der Rechtsstrukturen der Bank würde auch zu weniger Steuer- und Regulierungsarbitrage führen, was das System sicherer und gerechter machte. Es würde auch erheblich dazu beitra-

gen, die Steuerflucht zu reduzieren, die vor allem in Zeiten einer drohenden Steuerkrise verringert werden muss.

### **7.6 Notfallplanung**

Als grenzüberschreitend tätige Banken wie Kaupthing und Dexia in Schwierigkeiten gerieten, wurde deutlich, dass Mechanismen zum Krisenmanagement im Binnenmarkt fehlte. Wie viele Anstrengungen zur Überwachung und Verringerung des Systemrisikos auch gemacht werden, Banken werden immer wieder einstürzen. Manchmal birgt ein solcher Einsturz die Gefahr eines Systemzusammenbruchs. Darum müssen die EU-Behörden unbedingt einen guten Mechanismus zur Krisenlösung ausarbeiten.

Das Europäische Finanzaufsichtssystem, insbesondere die Europäische Bankaufsichtsbehörde, sollte über Befugnisse zur Auflösung von grenzüberschreitend tätigen Banken (und anderen Finanzinstituten), die in der EU tätig sind, verfügen. Das würde ihnen die Möglichkeit geben, ihre Schutzbefohlenen dazu zu bringen, realistische „Patientenverfügungen“, detaillierte Pläne für eine schnelle, saubere Auflösung, aufzustellen, um die Ansteckungsgefahr zu minimieren. Der Rahmen für geordnete Bankeninsolvenzen müsste durch einen EU-weiten Bankenrettungsfonds unterstützt werden, der durch eine Abgabe auf grenzüberschreitende Tätigkeiten großer EU-Banken finanziert werden könnte. Alternativ können auch Teile der durch Bankenabgaben und Finanztransaktionssteuern erzielten Einnahmen in den EU-Fonds eingezahlt werden. Um glaubwürdige „Patientenverfügungen“ aufstellen zu können, müssen die Banken ihre derzeit komplexen Rechtsstrukturen drastisch vereinfachen. Dies erhöhte auch die Systemtransparenz.

32 Vgl. Sony Kapoor's Aussage vor dem ECON Ausschuss des Europäischen Parlaments; weitere Publikationen zu diesem Thema unter [www.re-define.org](http://www.re-define.org)

33 The Oxford Handbook of Banking, Allen N. Berger, Phillip Molyneux, John Wilson, Kap. 8, S. 209

Der Gegenwert des Ex-ante-Fonds könnte in ein Portfolio sicherer Staatsanleihen angelegt oder z. B. zur Finanzierung EU-weiter umweltfreundlicher Anlagen genutzt werden. Diese Anlagen wären zwar in Fonds gebunden und

damit nicht kurzfristig verfügbar, doch die „grünen“ Aktien könnten als Sicherheit für kurzfristigen Zugang zu Finanzmitteln der EZB oder einer Gruppe von EU-Staaten eingesetzt werden.





TEIL II





## 1. Der Finanzsektor benötigt einschneidende Reformen

### 1.1 Einleitung zu Teil II

Teil I dieser Publikation hat uns geholfen zu verstehen, wie das Finanzsystem funktioniert, wie es sich verändert und was zu der Finanzkrise geführt hat. Er endet mit einer Warnung. Denn die aktuelle Finanzkrise ist groß und Reformen sollten an den Problemen ansetzen, die zu dieser Krise geführt haben. Doch die Reform des Finanzsektors muss wesentlich weiter gehen. Das Finanzsystem ist von Natur aus unbeständig und hat sich in eine Richtung entwickelt, die es immer unsicherer macht. Es gilt, diese übergreifende Instabilität und Störanfälligkeit des Finanz- und Bankensystems zu anzugehen.

In diesem zweiten Teil werden die Reformen diskutiert, die derzeit auf dem Tisch liegen. Ohne allzu sehr ins Detail von Vorschlägen mit ungewissem Ausgang einzugehen, sollen die herausragenden Merkmale der Reformvorschläge, vor allem die der USA und der Europäischen Union, diskutiert werden. Diese Diskussion wird dann dem im ersten Teil aufgezeigten Reformbedarf gegenübergestellt und anhand der Grundsätze, mit denen Teil I abschloss, bewertet.

Am Ende des zweiten Teils gibt eine tabellarische Aufstellung der wichtigsten Elemente der Reformdiskussion einen raschen Überblick. Tiefe und Umfang der Diskussion in diesem Abschnitt sind durch Zeit- und Raumvorgaben begrenzt. Aber die meisten der aufgeführten Themen sowie kritische Fragen, wie Gestalt der Vergütungssysteme, Finanztransaktionssteuern und Bankenabgaben, die hier nicht umfassend behandelt werden, sind Gegenstand andere Publikationen von Re-Define.

### 1.2 Hintergrund

Wir sind noch mitten in der schwersten Finanzkrise seit der Weltwirtschaftskrise. Wie schon in den 1930er Jahren, hat der Zusammenbruch des Finanzsystems, der 2007 begann, die Realwirtschaft mit in die Krise gezogen. Die Situation mag zwar heute etwas weniger dramatisch erscheinen als in den letzten beiden Jahren, doch sowohl der Finanzsektor als auch die Realwirtschaft sind nach wie vor höchst anfällig für einen möglichen zweiten Einbruch. Die aktuellen Verschiebungen auf dem europäischen Markt für Staatsschulden führen einem das Ausmaß der Herausforderungen vor Augen, vor denen unsere Regierungen stehen.

Der unzureichend regulierte globale Finanzmarkt hat die Realwirtschaft jahrelang dominiert. Die Wiederherstellung und Reform dieses in der Krise zusammengebrochenen Systems ist für eine schnelle, solide und anhaltende wirtschaftliche Erholung ganz entscheidend. Hierzu sind vor allem zwei Dinge notwendig: 1) die weitere Bereitstellung von Kapitalspritzen und Umstrukturierung des Finanzsektors und 2) ein grundsätzliches Überdenken der Regulierungs- und Aufsichtsinfrastruktur, die den ordnungspolitischen Rahmen für das Finanzsystem vorgibt und seine Funktionsweise überwacht.

Während die Regierungen bereits mehrere Billionen Dollar zur Unterstützung des Finanzsystems ausgegeben haben, zeigen die Diskussionen über eine Regulierungsreform bereits erste Ergebnisse. Wie in Teil I beschrieben, hat die Krise eine ganze Reihe von Schwachstellen des Finanzsystems und der Regulierung aufgezeigt. Allen Beobachtern ist heute klar, dass

man nicht einfach weitermachen kann wie bisher. Es wäre in der Tat nicht möglich, ja sogar dumm, überhaupt zu versuchen, Vertrauen in ein tief erschüttertes Finanzsystem wieder herstellen zu wollen, das dem alten im Wesentlichen gleicht.

Das hat den Finanzsektor nicht davon abgehalten, sich intensiv dafür einzusetzen, wieder zu den Bedingungen der Vergangenheit zurückzukehren. Er investiert enorme Summen, um eine neue Regulierung zu vermeiden. Sein oberstes Ziel ist es, die Regulierungsvorschläge, die derzeit von verschiedenen Regierungen unterbreitet werden, zu verwässern. Das hat dazu geführt, dass die Reformen, die nun von den Behörden der USA, der EU und mancher Länder wie Großbritannien vorangetrieben werden, bereits schwächer sind, als wünschenswert wäre.

Deshalb ist es wichtig, dass die verschiedenen Gruppen der Gesellschaft wie Gewerkschaften, Nicht-Regierungsorganisationen, Verbrauchergruppen und Interessensverbände der Realwirtschaft den Reformprozess aufmerksam verfolgen und sich laut und deutlich für die Umsetzung angemessener Reformen aussprechen.

Teil II dieser Publikation enthält eine erste Analyse der wichtigsten Reformdiskussionen, die zurzeit geführt werden.

### 1.3 Zentrale Defizite, die durch Regulierungsreformen beseitigt werden müssen

Die aktuelle Krise hat mehrere gravierende Mängel des heutigen Finanzsystems aufgedeckt, die bekämpft werden müssen. Hierzu zählen:

1. Die zu starke Konzentration auf die Stabilität der einzelnen Institute und die zu geringe Beachtung der Stabilität des Systems als Ganzes.

■ *Die Frage der Systemstabilität muss das Herz der Regulierungsreform bilden.*

2. Der Regulierungsrahmen war zu eng gesteckt, so dass zahlreiche Institute wie Hedgefonds, Beteiligungsgesellschaften und Zweckgesellschaften aus dem Rahmen der meisten Bankregelungen fielen, selbst wenn sie bankähnliche Funktionen ausübten. Auch andere Einrichtungen wie Investmentbanken und Geldmarktfonds waren nur unzureichend reguliert. Die Märkte für Derivate und Schuldverschreibungen blieben weitgehend von der Regulierung ausgenommen. In zahlreichen Rechtsordnungen, insbesondere in Steuerparadiesen, war ein allgemeiner Regulierungsrahmen unbefriedigend bis nicht existent.

■ *Regulierung muss in einem umfassenden Rahmen und in allen Rechtsordnungen stattfinden. Sie muss alle Institute, alle Märkte und alle Instrumente umfassen.*

3. Das Regulierungssystem war zu prozyklisch ausgerichtet bei Eigenkapitalanforderungen, Regeln für Rückstellungen bei Kreditausfall, Kreditbewertungen und Marktbewertungsansätzen. Diese schwankungsverstärkenden Vorschriften kamen zu dem ohnehin immanent prozyklischen Wesen der Finanzmärkte hinzu und vergrößerten die Konjunkturzyklen.

■ *Das neue Regulierungssystem muss betont antizyklisch angelegt sein.*

4. Es wurde zugelassen, dass zahlreiche Finanzinstitute zu groß, zu komplex oder zu verflochten zum Scheitern wurden; ihr Konkurs hätte katastrophale Auswirkungen auf die Finanzmärkte gehabt, wie nach dem Ausfall von Lehmann Brothers deutlich wurde. Weit davon entfernt, zusätzliche Kapital-Sicherheitspolster und Liquiditätspuffer aufzubauen, was Sinn gemacht hätte, hatten diese großen Institute sogar noch geringere Sicherheitsvorkehrungen getroffen, als



vergleichbare kleinere, einfachere und weniger verflochtene Institute. Dies war zum Teil das Ergebnis der Arbitragemöglichkeiten und der Flexibilität, die ihnen das Basel II-Abkommen einräumte.

- *Ein Verhalten der Institute, hohe Risiken einzugehen und sich dabei auf eine Rettung durch die Gesellschaft zu verlassen, machte das Ganze noch schlimmer. Das neue Regulierungssystem muss daher einen zufriedenstellenden Umgang mit solchen systemrelevanten Instituten finden und sie entweder verkleinern oder zusätzliche Sicherheitsanforderungen aufstellen, die ihnen das Systemrisiko bewusst machen, das von ihnen ausgeht.*
- 5. Die lang anhaltende Börsenhausse und das tiefe Zinsniveau haben zu einer Nachlässigkeit der Regulierungsbehörden geführt. Diese nahmen die ständige Verfügbarkeit von Liquidität in verschiedenen Märkten als gegeben hin und ließen zu, dass die „Just-in-time-Finanzierung“, d.h. die zunehmende Finanzierung langfristiger Vermögenswerte durch kurzfristige Kredite, weitgehend zur Störanfälligkeit des Finanzsystems beitragen konnte.
- *Das neue Regulierungssystem muss dafür sorgen, dass die Gewährleistung einer angemessenen und soliden Liquidität, die lange Zeit außer Acht gelassen wurde, ab sofort in den Mittelpunkt der Regulierung rückt.*
- 6. Die Tatsache, dass es keine geeigneten und ausreichenden Rechts- und Finanzinstrumente zur geordneten Abwicklung notleidender Finanzinstitute gab, hat erheblich zur Unsicherheit über die Überlebensfähigkeit der Finanzinstitute beigetragen. In den meisten großen OECD-Ländern wurden inzwischen Mechanismen ausgearbeitet. Doch sind dies Ad hoc-Lösungen, die aus der Sicht der Steuerzahler ineffizient sind und

das Vertrauen in die Märkte nicht wieder herstellen konnten.

- *Zu den Prioritäten des neuen Regulierungssystems muss daher die Formulierung eines rechtlichen und steuerpolitischen Instrumentariums gehören, das eine geordnete, flexible und schnelle Abwicklung oder Übernahme großer komplexer und verflochtener Finanzinstitute sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene ermöglicht.*
- 7. Das Fehlen einer geeigneten internationalen Aufsichts- und Regulierungsinstanz wurde in der Krise besonders deutlich, als Lücken in der Regulierung und Aufsicht über international tätige Finanzinstitute die Krise mit ausgelöst hatten. Der Mangel einer geeigneten Koordinierung oder einer internationalen Behörde trug mit dazu bei, sie zu verlängern.
- *Eine der zentralen Anforderungen an die Reform der Regulierung und Aufsicht ist die Einführung von Mechanismen und Institutionen, die einen wirksamen Plan der internationalen Aufsicht bereitstellen, die zur Koordinierung der Regulierungssysteme beitragen und die ein international koordiniertes Krisenmanagement ermöglichen.*
- 8. Das Finanzsystem vor der Krise war durch 1) zu wenig Kapital, 2) von zu geringer Qualität und 3) exzessiver Kreditaufnahme und damit verbundener Fremdverschuldung gekennzeichnet. Diese geringe Menge und Qualität des Eigenkapitals der Finanzinstitute hat die Fähigkeit des Systems, Erschütterungen abzufedern, beeinträchtigt. Außerdem hat die hohe Fremdverschuldung die Verluste und die Ansteckungsgefahr erhöht.
- *Das neue System der Finanzaufsicht muss wesentlich strengere Anforderungen an die Qualität und die Quantität des Eigen-*

*kapitals stellen und den Gesamtverschuldungsgrad im System begrenzen.*

9. Das Finanzsystem ist voller falsch gerichteter Anreize und Interessenskonflikte bei der Vergütung von Finanzmarktakteuren. Das fördert die Kurzsichtigkeit und das Eingehen exzessiver Risiken und erlaubt den Bankbeschäftigten, die gebotene Sorgfalt außer Acht zu lassen. Dies alles gefährdet die Stabilität des Systems und die Integrität des Marktes. Besonders deutlich wurde dies bei der Einführung der Verbriefung, beim Handel durch Investmentbanken und beim Rating von Krediten.
  - *Eine angemessene Ausrichtung der Anreizsysteme für Beschäftigte muss im Mittelpunkt der neuen Regulierung des Finanzsystems stehen. Mindestens aber müssen der Mangel an gebotener Sorgfalt bei der Verbriefung von Krediten, bei Interessenskonflikten der Ratingagenturen und bei den im Finanzsektor weit verbreiteten risikofördernden Bonussystemen dringend gelöst werden.*
10. Die Krise hat Unzulänglichkeiten der geltenden Regulierung beim Verbraucher- und Anlegerschutz ans Licht gebracht. Sie werden durch den Madoff-Skandal, durch die mangelnde Transparenz der Risiken und Verluste der Finanzinstitute sowie durch den Verkauf ungeeigneter Wertpapiere, beispielsweise Zertifikate, an Privatkunden offensichtlich.
  - *Die begonnene Reform der Regulierung muss die Transparenz des Systems erhöhen, den Anlegerschutz verbessern und eine stärkere Absicherung der Verbraucher etablieren.*

#### **1.4 Kernpunkte der Reform der Rechtsvorschriften für den Finanzsektor**

Weltweit finden derzeit auf verschiedenen Ebenen mehrere Reformprozesse zur Regulierung des Finanzsektors gleichzeitig statt. Auf internationaler Ebene sind die drei wichtigsten Instanzen der Finanzstabilitätsrat (FSB), der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) und das „International Accounting Standards Board“ (IASB), das sich mit internationalen Rechnungslegungsstandards befasst. Der FSB<sup>34</sup> wurde von der Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer mit der Koordinierung der Reformbemühungen beauftragt: Inhaltlich geht es um neue Aufsichtsregeln und die Ausarbeitung von Vorschlägen zu Kernfragen, wie die Grundsätze für eine vernünftige Vergütungspraxis. Der BCBS<sup>35</sup> hat den Auftrag, die Verfahren der Bankenaufsicht zu koordinieren und neue Standards für die Kapitalausstattung und Liquidität der Banken vorzuschlagen. Das IASB<sup>36</sup> überarbeitet derzeit die Rechnungslegungsstandards vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Krise.

Während die Diskussionen und die Reformanstrengungen auf internationaler Ebene schnell voranschreiten, werden die meisten Reformen noch immer auf der nationalen bzw. regionalen Ebene umgesetzt. Die beiden größten Wirtschaftsregionen und Finanzmärkte der Welt sind die der USA und der Europäischen Union. In beiden Regionen werden neue Regulierungen beschlossen, wobei die Debatte in den USA etwas langsamer anlief, danach aber deutlich schneller voranschritt als die Reformagenda in der EU. Einige dieser neuen Rechtsvorschriften werden von den Diskussionen auf internationaler Ebene, wie die einer angemessenen Eigenkapitalausstattung, beeinflusst; andere gehen in erster Linie auf eigene Überlegungen zurück.

<sup>34</sup> <http://www.financialstabilityboard.org/index.htm>

<sup>35</sup> <http://www.bis.org/bcbs/>

<sup>36</sup> <http://www.iasb.org/Home.htm>



In den USA hat das Unterhaus des Parlaments, das Repräsentantenhaus, seine Version eines umfassenden Finanzreformpaketes im Dezember 2009 in Form des Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>37</sup> angenommen. Im Mai 2010 hat auch das Oberhaus des Parlaments, der Senat, nach einer ausgedehnten und etwas unvorhersehbaren Debatte schließlich sein Reformpaket in Form des Wall Street Reform bill<sup>38</sup> angenommen. Diese in weiten Teilen ähnlichen, aber in Kernpunkten verschiedenen Gesetze wurden zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Buches nach dem amerikanischen Gesetzgebungsverfahren auf einander abgestimmt. Dies geschah durch ein Konferenzverfahren, das bis Ende Juni abgeschlossen sein sollte. Die neue Regulierung der USA ist damit in groben Zügen bereits klar, der genaue Inhalt jedoch noch nicht bekannt.

In der Europäischen Union ist das Verfahren etwas anders. Hier legt die Kommission einen Legislativvorschlag vor und das Parlament und der Rat können diesen im Rahmen ihrer Mitentscheidungsbefugnis ändern. Auch hier muss Einigung über die Änderungsvorschläge hergestellt werden. Die Debatte in der EU ist gegenüber dem Gesetzgebungsverfahren in den USA einige Monate im Rückstand, denn die Generaldirektion Binnenmarkt hat erst vor kurzem einen Zeitplan für die Debatte, Diskussion und Änderung des Legislativvorschlags durch Rat und Parlament vorgelegt<sup>39</sup>. Manche Rechtsvorschriften, wie die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds und die Vorschläge zur Änderung der Aufsichtsstrukturen, befinden sich bereits in einer fortgeschrittenen Phase der Abstimmung zwischen Kommission und Parlament.

---

37 [http://financialservices.house.gov/Key\\_Issues/Financial\\_Regulatory\\_Reform/FinancialRegulatoryReform/hr4173eh.pdf](http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/FinancialRegulatoryReform/hr4173eh.pdf)

38 [http://banking.senate.gov/public/\\_files/HR\\_4173\\_Senate\\_passed\\_as\\_amended.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/HR_4173_Senate_passed_as_amended.pdf)

39 [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/planned\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/planned_en.pdf)



## 2. Reform der Aufsichtsstrukturen

Wie in Teil I der Publikation dargelegt, hat sich das Finanzsystem innerhalb weniger Jahrzehnte fast bis zur Unkenntlichkeit verändert. Märkte und Institute sind größer geworden, neue Produkte sind aufgetaucht, und die Unterscheidung zwischen unterschiedlichen Produktmärkten ist weggefallen. Hinzu kommen eine wesentlich größere Komplexität des Finanzsektors, die immer größere Geschwindigkeit der grenzüberschreitenden Finanzströme sowie zunehmende länderübergreifende Verflechtungen der Institute und Kontrahenten, so dass wir es heute mit einem größeren, internationaleren und schnelleren System zu tun haben.

Die Aufsichtsstrukturen auf nationaler und internationaler Ebene konnten diesen Entwicklungen des Finanzsektors nicht folgen; in Ländern wie den USA stammen sie noch aus der Nachkriegszeit. Die zunehmende Internationalität von Banken, Vermögensverwaltern und anderen Finanzinstituten, sowie die zunehmende Verflechtung in allen großen Finanzmärkten, unterstreichen den dringenden Bedarf für eine umfassendere globale Aufsichtsbehörde. Instanzen wie das Forum für Finanzmarktstabilität und die IOSCO<sup>40</sup> haben eine hilfreiche Koordinierungsrolle gespielt, indem sie die Aufsichtsbehörden der großen Finanzzentren regelmäßig zusammen brachten. Sie haben jedoch keinerlei Rechtsbefugnis.

Die Koordinierung der Aufsichtsbehörden fand in der Vergangenheit auf informellen Treffen und in gemeinsamen Absichtserklärungen (Memorandums of Understanding) statt, die vollkommen nutzlos waren, als die Krise tatsächlich eintrat.

Der IWF hat versucht, durch sein Programm zur Bewertung des Finanzsektors (FSAP) und die Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes (ROSCs) eine Aufsichtsrolle zu übernehmen. Er ist aber keine internationale Aufsichtsbehörde. Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) hat zwar Standards für die Eigenkapitalausstattung festgelegt, besitzt aber keine Befugnis, ihre Umsetzung zu überwachen.

Es gab weltweit kein einziges Organ, das die Kapazität, die Fähigkeit oder die Kompetenz gehabt hätte, das grenzüberschreitende Finanzsystem im allgemeinen und Institute wie die großen internationalen Investment- und Geschäftsbanken im besonderen angemessen zu beaufsichtigen. Der Grundsatz der „Herkunftslandaufsicht“ war immer noch vorherrschend, unabhängig von der Fähigkeit oder der Neigung der Aufsichtsbehörden in Ländern wie Island, ihre international tätigen Banken zu beaufsichtigen.

Vor der Krise gab es viele verschiedene Aufsichtsstrukturen auf nationaler Ebene. Länder wie die USA hatten ein sehr fragmentiertes Aufsichtssystem, in dem der Informationsaustausch oder gar die Koordinierung selbst innerhalb des Landes nicht sonderlich gut funktionierte. Großbritannien hat seine zersplitterten Aufsichtsstrukturen zu einer, allerdings schwachen, Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen zusammengeführt. Diese verfolgte bewusst eine „leichte“ Aufsicht. Länder wie Italien hielten an ihrem eher altmodischen, aber offensichtlich wirksamen Modell des aufdringlichen „Bankinspektors“ fest. Auf der europäischen Ebene wurden in 2004 der Ausschuss der Europäischen Bankenaufsichtsbehörden (CEBS), der Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung

---

<sup>40</sup> International Organization of Securities Commissions Internationale Organisation der (nationalen) Börsenaufsichtsbehörden, 1974 gegründet



(CEIOPS) und der Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) eingerichtet, die jedoch nur beratende Funktion hatten.

Die zahlreichen Lücken in den Aufsichtsstrukturen auf nationaler und internationaler Ebene zusammen mit der eher „leichten“ Aufsicht in manchen Ländern, kombiniert mit geringer Koordinierung, hat den Finanzmarktakteuren freie Hand für weitreichende Regulierungsarbitrage und den Aufbau extremer Finanzrisiken gegeben.

Eine der Erfahrungen aus der Krise ist, dass die Reform der Aufsicht auf nationaler und internationaler Ebene dringend erforderlich ist. Der Reformprozess sollte dabei berücksichtigen, dass kein einziges Aufsichtsmodell die Krise unbeschadet überstanden hat.

## 2.1 Reformvorschläge

### Einrichtung eines Finanzstabilitätsrates

Der G20-Gipfel hat bei seinem Treffen in London im April 2009 beschlossen, das bestehende Forum für Finanzmarktstabilität bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in einen Finanzstabilitätsrat aufzuwerten. Dieser bekam mehr Befugnisse. Außerdem gehörten ihm nun alle G20-Mitglieder an. Trotz dieser erweiterten Rahmenbedingungen hat der FSB nur sehr begrenzte Möglichkeiten und wird wohl nur eine beratende und koordinierende Rolle spielen.

### Einrichtung internationaler Kollegien der Aufsichtsbehörden

Auf der Grundlage einer Entscheidung der G7 im Jahr 2008 wurden Kollegien der Aufsichtsbehörden für insgesamt 20 international tätige Finanzinstitute geschaffen, die als systemrelevant für die Stabilität des globalen Finanzsystems galten. Es wird erwartet, dass diese regelmäßig zusammentreffenden Kollegien ein gutes Verhältnis und Vertrauen aufbauen und Mechanismen zum Informations- und Nachrichtenaustausch über Institute einführen werden, die sie nicht selbst beaufsichtigen. Doch auch diese Gremien haben keine rechtskräftigen Durchsetzungsbefugnisse und bieten eher einen informellen Rahmen für – hoffentlich – offene und weiterführende Diskussionen.

## USA

Die USA sind für einen Flickenteppich an Regulierungs- und Aufsichtsbehörden bekannt, deren Zuständigkeit und Aufgaben sich teilweise überlappen. Gleichzeitig fallen aber bestimmte Finanzmarktakteure und Produkte durch das Raster der Aufsicht. Außerdem ist bekannt, dass diese Behörden miteinander im Wettbewerb stehen.

2009 legte die Obama-Administration Vorschläge zur Verringerung der Zersplitterung und zur deutlicheren Abgrenzung der Zuständigkeiten der Aufsichtsbehörden vor. Dazu gehören 1) die Schaffung einer neuen Verbraucherschutzagentur in Finanzfragen, 2) die Einrichtung einer neuen nationalen Bankenaufsichtsbehörde, die beim Finanzministerium angesiedelt ist, und 3) die Einrichtung einer nationalen Versicherungsaufsichtsbehörde, ebenfalls im Finanzministerium.

Die Regierung schlug auch vor, die Thrift Charter zur Regulierung der Sparkassen und mit ihr die Bausparkassenaufsichtsbehörde „Office of Thrift Supervision (OTS)“ abzuschaffen und alle landesweit registrierten Sparkassen und Zweigstellen von ausländischen Banken der Aufsicht der neuen Bankenaufsichtsbehörde zu unterstellen. Darüber hinaus legte die Regierung dem Kongress Vorschläge zur so genannten „Volcker Regel“ vor, nach der den Banken der Eigenhandel und der Besitz von Hedgefonds oder Beteiligungsgesell-

schaften untersagt sein soll. Nach dem Vorschlag sollen Banken nur noch handeln dürfen, wenn das Geschäft mit „Market Making“<sup>41</sup> oder Terminsicherung in Verbindung steht oder im Kundenauftrag geschieht.

Im Dezember 2009 nahm das Repräsentantenhaus ein Gesetz zur Finanzreform an, mit dem zwar die OTS und das „Office of the Controller of the Currency“ (OCC) mit einander verschmolzen werden, doch ist das praktisch alles, was zur Verringerung der zersplitterten amerikanischen Aufsichtslandschaft geschah. Das Gesetz enthält daneben Bestimmungen zur Schaffung einer neuen unabhängigen Bundesbehörde, die sich nur mit Verbraucherschutz befasst, der „Consumer Financial Protection Agency“ (CFPA).

Das bereits vom Senat beschlossene Gesetz greift die Gesetze der Regierung und des Repräsentantenhauses zur Verschmelzung von OTC und OCC auf. Eine Änderung in letzter Minute sieht jedoch die Beibehaltung der Thrift Charter vor, die das Repräsentantenhaus abschaffen wollte. Das Gesetz des Senats sieht vor, dass die Notenbank Fed die Regulierung aller Banken und Sparkassen mit Vermögenswerten von über 50 Mrd. Dollar übernimmt und macht den stellvertretenden Vorsitzenden der Fed für diese Aufsicht verantwortlich. Während in dem Gesetzesvorschlag des Repräsentantenhauses und der Originalversion des Senats die Verantwortung für die Aufsicht über Institute mit Vermögenswerten unter 50 Mrd. Dollar auf den Einlagensicherungsfonds Federal Deposit Insurance Corporation (Staatsbanken) und OCC (nationale Banken) aufgeteilt werden soll, bleibt die geänderte Fassung des Senats bei der Aufsicht der Federal Reserve über Staatsbanken und kleinere Holding-Gesellschaften. Das Gesetz schafft auch ein neues Amt für Verbraucher-

schutz, allerdings in einer neuen unabhängigen Behörde innerhalb der Fed.

Das Gesetz des Repräsentantenhauses stärkt der amerikanischen Börsenaufsicht SEC erheblich den Rücken, indem es ihr Budget verdoppelt und ihr neue Befugnisse in folgenden Bereichen überträgt: 1) Regulierung des Marktes für Kommunalobligationen, 2) Beschränkung der Möglichkeiten von Investmentfonds, in illiquide Anlagen zu investieren, 3) Regulierung der Beleihung von Wertpapieren, 4) Durchsetzung strengerer Regeln zur Betrugsbekämpfung, 5) Sammlung von Informationen und 6) Aufsicht über Ratingagenturen. Die Aufsichtsbehörden müssen noch über einen Änderungsvorschlag zu dem ursprünglichen Gesetz des Repräsentantenhauses zur Einführung einer Regelung in Anlehnung an die Volcker-Regel entscheiden.

Auch das Gesetz des Senats sieht eine Stärkung der SEC in verschiedener Hinsicht vor. Ein besonderes Whistleblower-Programm innerhalb der SEC soll die Menschen ermutigen, Missstände zu melden. Das Gesetz will außerdem einen Ausschuss zur Beratung von Anlegern schaffen und die Anforderung der jährlichen Mittelzuweisung des Haushaltes der SEC aufheben. Und schließlich enthält es wichtige Bestimmungen zur Stärkung der Aufsicht der SEC über den Handel mit Kommunalobligationen.

Das Gesetz des Repräsentantenhauses sieht zusätzliche Befugnisse für die Federal Reserve bei gleichzeitiger Erhöhung ihrer Rechenschaftspflicht vor. Die Fed würde demnach im Auftrag des neuen Ausschusses „Financial Stability Oversight Council“ (FSOC) systemrelevante Finanzinstitute unabhängig von ihrer institutionellen Struktur regulieren. Das Gesetz stärkt auch das mit dem deutschen Rechnungshof vergleichbare „Government Accountability

41 Market Making: Funktion großer Finanzmarktakteure, für ständige Liquidität (Angebot und Nachfrage zu jedem Zeitpunkt) zu sorgen



Office“ (GAO), das den Vorstand der Fed, das „Board of Governors of the Federal Reserve“, und das amerikanische Zentralbanksystem überwachen soll, um die Transparenz der Fed zu erhöhen.

Das Gesetz des Senats räumt der Fed zusätzliche Befugnisse bei gleichzeitiger Erhöhung ihrer Rechenschaftspflicht ein. Es sieht die Einführung eines formalen Mandats zur Gewährleistung der Finanzstabilität in der Satzung der Fed vor und schafft eine neue Position des stellvertretenden Vorsitzenden für Aufsichtsfragen. Der Einfluss der Privatwirtschaft auf die Wahl der Beamten der Fed soll erheblich reduziert und der Präsident der wichtigen New Yorker Notenbank vom Präsidenten ernannt werden. Außerdem sollte das GAO befugt sein, alle von der Fed in Notfällen bewilligten Darlehen zu prüfen. Doch im Rahmen eines Kompromisses wurde diese Prüfungsbefugnis in letzter Minute auf Kredite seit 2007 begrenzt, so dass zukünftige Operationen nicht darunter fallen. Danach muss die Fed alle Begünstigten dieser Kredite bis spätestens Dezember 2010 offenlegen.

Das Gesetz des Senats enthält die Volcker-Regel zur Begrenzung des Eigenhandels der Banken; ein zusätzlicher Änderungsvorschlag zwingt die Institute, ihre Swap-Geschäfte in getrennte Gesellschaften einzubringen.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission hat einen Vorschlag zur Schaffung von drei neuen europäischen Aufsichtsbehörden vorgelegt, die in dem sog. Europäischen System für die Finanzaufsicht (ESFS) zusammengefasst werden. Ihre Aufgabe ist es, die gegenwärtigen Schwächen der Aufsicht auf Mikroebene zu beseitigen, wie unzureichende Zusammenarbeit und Informationsaustausch über grenzüberschreitende Themen und Institute, die Schwierigkeit ge-

meinsamer grenzüberschreitender Maßnahmen sowie unterschiedliche Auslegung und Anwendung von Regeln. Die neuen Behörden sollen die bestehenden Lamfalussy-Stufe-3-Ausschüsse ersetzen und aufwerten.

Es ist nicht geplant, die nationalen Aufsichtsbehörden zu ersetzen, sondern das ESFS zu einem starken europäischen Gemeinschaftsnetzwerk mit geteilten und sich gegenseitig verstärkenden Zuständigkeiten zu machen. Die drei neuen Behörden sind 1) die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA), 2) die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (EIOPA) und 3) die Europäische Wertpapier- bzw. Börsenaufsichtsbehörde (ESMA).

Die Behörden sollen die Aufgaben der bestehenden Ausschüsse übernehmen und darüber hinaus klar definierte Rechtsbefugnisse und größere Macht bekommen. Zu ihren Hauptaufgaben gehören 1) die Ausarbeitung einheitlicher harmonisierter Vorschriften, 2) die Gewährleistung der Aufsicht über grenzüberschreitende Institute, 3) die Schlichtung von Meinungsunterschieden zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden, 4) die volle Aufsichtsbefugnis für bestimmte Einrichtungen, wie Ratingagenturen und europaweite Clearingstellen, 5) die Sammlung von Informationen von den nationalen Aufsichtsbehörden bei der Aufsicht auf Mikroebene und 6) die Gewährleistung eines koordinierten Vorgehens in Krisensituationen. Jede dieser Behörden wird ein Aufsichtsorgan haben, das sich aus den höchstrangigen Vertretern der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden zusammensetzt, und dem der Leiter der entsprechenden europäischen Aufsichtsbehörde vorsitzt.

Zusätzlich sind ein Vertreter der Kommission, des ESRC und Aufsichtsbeamte der EFTA-EEA-Länder als Beobachter vorgesehen. Es soll außerdem ein Lenkungsausschuss eingerichtet

werden, der das gesamte ESFS steuert, und dem die Leiter der drei Behörden und ein Vertreter der Kommission angehören.

Der Vorschlag der Kommission enthält keinen Hinweis zur Lastenverteilung zwischen grenzüberschreitenden Instituten, die in Not geraten sind und gerettet werden müssen. Zahlreiche Experten sehen dies jedoch als wesentliche Frage an. Die im Kommissionsvorschlag ohnehin schwachen Befugnisse des ESFS gegenüber nationalen Aufsichtsbehörden wurden durch den Rat noch weiter verwässert. Er hat eine Änderung vorgenommen, die eine zusätzliche Sicherung einführt. Danach kann ein Mitgliedstaat gegen Entscheidungen der neuen Behörden Berufung einlegen oder versuchen, die Entscheidung durch eine Abstimmungsmehrheit umzustößen. Gelingt dies nicht, können die Regierungen den Europäischen Gerichtshof anrufen.

Die Rechtsbefugnisse des ESFS wurden im Laufe des Rechtsetzungsverfahrens durch die Mitentscheidungsbefugnisse des Europäischen Parlamentes jedoch erheblich gestärkt. Der Entwurf des Parlamentsvorschlags, der inzwischen von seinem Wirtschafts-Ausschuss (ECON) angenommen wurde, sieht eine direkte Beaufsichtigung großer, grenzüberschreitend tätiger Banken durch die Europäische Bankaufsichtsbehörde über die nationalen Aufsichtsbehörden vor. Er gibt den EU-Aufsichtsbehörden auch das Recht, Banken direkt anzusprechen, wenn die nationalen Behörden Empfehlungen nicht umsetzen.

Das Parlament stellt sich nicht wie der Rat ein eher loses Netzwerk vor. Er möchte stattdessen eine integrierte Gruppe echter europäischer Aufsichtsbehörden mit der Kompetenz, Regulierungsstandards auszuarbeiten, für die nationalen Behörden rechtlich bindende Entscheidungen zu treffen, vorübergehend Pro-

dukte und Tätigkeiten wie Leerverkäufe zu unterbinden und Vorkehrungen für eine künftige Überarbeitung zu treffen. Dies soll nach dem Willen des Parlamentes zu einer weiteren Stärkung der Aufsichtsbehörden führen. Nach dem Vorschlag der Parlamentarier sollen alle drei Behörden ihren Sitz in Frankfurt haben.

Es wurde auch der Vorschlag gemacht, einen europäischen Fonds zur Einlagensicherung und bei Bedarf zur Rettung von Banken aufzulegen. Nach den Vorstellungen des Europäischen Parlamentes würde dieser Fonds im Voraus von den Banken zu finanzieren sein und zur Kapitalbeschaffung auf den Märkten befugt sein. Ein Beitrag der nationalen Regierungen sollte nur als letztes Mittel erforderlich sein.

### Großbritannien

Großbritannien hat beschlossen, derzeit keine größeren Veränderungen an seiner Aufsichtsstruktur vorzunehmen und die Finanzaufsichtsbehörde (FSA) als Aufsichtsbehörde beizubehalten. Nach dem neuen britischen Gesetz über Finanzdienstleistungen<sup>42</sup> wurden die Befugnisse der FSA jedoch wesentlich gestärkt. Sie hat nun 1) den ausdrücklichen Auftrag, die Finanzstabilität zu gewährleisten, 2) erweiterte Aufsichtsbefugnisse, 3) verstärkte Befugnisse zur Sammlung von Informationen, auch über Unternehmen, die nicht der Regulierung unterliegen, 4) verbesserte Möglichkeiten, um gegen Fehlverhalten vorzugehen, 5) das Recht, eigenständig Leerverkäufe zu beschränken, und 6) weitgehende Rechte, zur Verfolgung ihrer Ziele Regeln aufzustellen.

Mit diesem Gesetz ist die FSA nun auch nicht mehr dafür zuständig, das Verständnis der Öffentlichkeit über das Finanzsystem zu fördern; stattdessen soll die Behörde eine neue Instanz für die finanzielle Bildung der Ver-

<sup>42</sup> [http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2010/pdf/ukpga\\_20100028\\_en.pdf](http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2010/pdf/ukpga_20100028_en.pdf)



braucher einrichten. Das Gesetz verpflichtet die FSA außerdem, Regeln für die Vorlage von Sanierungs- und Abwicklungsplänen durch die Finanzinstitute aufzustellen. Es enthält schließlich Bestimmungen über die Vergütung von Bankern.

Nach den jüngsten Wahlen ist die neue konservative Regierung jedoch mit dem Versprechen an die Macht gekommen, die gegenwärtigen Strukturen der Finanzaufsicht abzusuchen und die Bankenaufsicht der Bank of England zu übertragen. Höchstwahrscheinlich wird die institutionelle Struktur mehr oder weniger beibehalten werden, aber die FSA könnte der Bank of England gegenüber rechen-schaftspflichtig gemacht werden, die damit in letzter Instanz für die Aufsicht verantwortlich wäre.

## 2.2 Bewertung

Die spannende und drängende Frage nach der Notwendigkeit einer globalen Aufsichtsbehö-rde bleibt im Grunde unbeantwortet.

Weder die Vorschläge der USA noch die der EU gehen weit genug. Die USA haben sich da-für entschieden, ihr Aufsichtssystem mehr oder weniger unverändert beizubehalten, welches nach Aufgaben als auch zwischen Bundes- und Staatenebene fragmentiert ist. Dies geschieht offenbar deswegen, um drohende Revierkämpfe zu vermeiden zwischen den verschiedenen Behörden und den zuständigen Kongressaus-schüssen, die sie überwachen. Sowohl die OCC als auch die OTS sowie ihre jeweiligen Anhänger kritisierten heftig selbst den äußerst bescheidenen Vorschlag, die Thrift Charter ab-

zuschaffen und die Tätigkeit der OCC und der OTS unter einer neuen nationalen Bankenauf-sicht zusammenzufassen. Auf vielen Derivate-märkten werden weiterhin sowohl die SEC als auch die Aufsichtsbehörde für den Warener-minhandel (CFTC) Verantwortung tragen. Die Probleme der Vergangenheit bestehen also fort.

Die EU hat ihren Lippenbekenntnissen für eine dringend erforderliche Integration des Finanzsektors und die weitere Stärkung eines einheitlichen Binnenmarktes zum Trotz nur relativ bescheidene Vorschläge gemacht. Die nationalen Aufsichtsbehörden behalten ihre Aufgaben und Befugnisse weitgehend bei. Obwohl nicht klar ist, ob die Trennung der Aufsichtsbehörden nach Aufgabengebieten das bessere Modell ist, hat die EU ohne ausrei-chende Debatte an diesem Modell festgehalten. Das Ergebnis ist, dass die EU ein ähnlich frag-mentiertes Aufsichtssystem wie die USA fort-führen; die Zuständigkeiten bleiben zwischen den Mitgliedstaaten und der EU-Ebene verteilt und die Funktionen überlappen sich teilweise. Allerdings sind die Überlappungen auf EU-Ebene geringer als in den USA, so dass hier auch die Arbitragemöglichkeiten und Kon-fliktpotentiale geringer sind. Obwohl das Par-lament die Befugnisse der Aufsichtsbehörden erheblich gestärkt hat, bleibt abzuwarten, wie sehr diese Bestimmungen in den Verhandlun-gen mit dem Rat noch verwässert werden.

In manchen Bereichen wie dem Derivate-handel oder Rettungsmaßnahmen ist es sinn-voll, die Finanzaufsicht auf internationaler Ebene zu organisieren, während sie in anderen Bereichen wie z.B. Besteuerung und Bank-strukturen weiterhin auf nationaler Ebene un-terschiedlich geregelt sein kann.



### 3. Schaffung einer Aufsichtsstruktur für Systemrisiken

Im Verlauf der aktuellen Krise ist deutlich geworden, dass der Ansatz auf Mikroebene von unten nach oben, den die Aufsichtsbehörden bislang angewandt haben, in einer Welt hochgradiger Verflechtung des Finanzsystems nicht mehr funktioniert. Die größte Gefahr geht nicht mehr von unternehmensspezifischen, sondern von systemischen Risiken aus. Die Gewährleistung der Solidität einzelner Finanzinstitute bedeutet nicht zwangsläufig, dass die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet ist, denn ein solcher Ansatz von unten nach oben übersieht die Verflechtung zwischen den Instituten. Diese ist jedoch der Hauptweg zur Verbreitung von Systemrisiken.

Für einen vollständigen systemweiten Überblick muss der bestehende Ansatz Finanzaufsicht auf Mikroebene der durch die Schaffung einer neuen, von oben nach unten gerichteten Aufsicht auf Makroebene ergänzt werden.

Diese neuen Aufsichtsbehörden müssten mit entsprechenden Befugnissen ausgestattet sein, um das Systemrisiko mildern zu können. Da systemische Risiken nicht an nationalen Grenzen Halt machen, ist eine globale Aufsichtsinstanz zur Überwachung und Minderung solcher Risiken ganz entscheidend.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der Internationale Währungsfonds (IWF) oder der neu geschaffene Finanzstabilitätsrat (FSB) wären die drei natürlichen Kandidaten für die globale Aufsicht für Systemrisiken. Doch keiner von ihnen ist vollkommen geeignet, jeder bräuchte für eine wirksame Aufsicht wesentliche neue Befugnisse. Es ist erschreckend, dass sich offensichtlich weder die USA noch die EU ernsthaft Gedanken darüber gemacht haben, wie dem globalen Systemrisiko am besten zu begegnen sei. Stattdessen wandten sie sich nach innen und schlugen nationale bzw. regionale Behörden zur Behandlung des Systemrisikos vor.

#### 3.1 Die Reformvorschläge

##### USA

Die Obama-Administration hat mit dem Financial Services Oversight Council (FSOC) die Schaffung eines zwischenbehördlichen Ausschusses mit folgenden Aufgaben vorgeschlagen: 1) den Informationsaustausch und die Koordinierung zu fördern, 2) vor entstehenden Risiken zu warnen, 3) systemrelevante Unternehmen zu identifizieren, 4) zur Lösung von Rechtsstreitigkeiten zwischen Regulierungsbehörden beizutragen und 5) ein Forum zur Diskussion wichtiger Fragen darzustellen.

Nach dem fast unverändert von Senat und Repräsentantenhaus übernommenen Vor-

schlag der Regierung sollen diesem Ausschuss angehören: 1) der Finanzminister, der das Gremium leiten soll, 2) der Präsident der Notenbank Federal Reserve, 3) der Vorsitzende der neuen nationalen Bankenaufsicht (OCC nach dem Kongress-Vorschlag), 4) der Vorsitzende der neuen Verbraucherschutzbehörde, 5) der Vorsitzende der Börsenaufsicht SEC, 6) der Vorsitzende der CFTC, 7) der Vorsitzende der FDIC und 8) der Vorsitzende der Behörde für Wohnungsbaufinanzierung FHFA. Der Ausschuss soll durch ein eigenes Sekretariat unterstützt werden. Zwischen dem Gesetz des Repräsentantenhauses und dem des Senats gibt es nur kleinere Unterschiede.





Es wurde vorgeschlagen, dass der FSOC befugt sein soll, Informationen zur finanziellen Stabilität von allen Finanzinstituten einzuholen und sich anbahnende Risiken der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden, die dann darauf reagieren können. Der Ausschuss soll außerdem der Notenbank Fed, die zur Aufsichtsbehörde für systemrelevante Unternehmen bestimmt wurde, bei der Erkennung systemrelevanter Institute und Infrastruktur behilflich sein. Dabei soll er sich auf die Größe, die Fremdverschuldung und die Verflechtung der Institute sowie für das System wichtige Infrastruktur wie Zahlungs-, Clearing- und Abrechnungssysteme stützen.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission hat die Einrichtung eines Europäischen Rates für Systemrisiken (ESR) vorgeschlagen, dem der Europäische Rat im Grundsatz zugestimmt, dessen Bezeichnung er aber in Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB) geändert hat. Seine Aufgaben sind 1) die Überwachung und 2) Beurteilung potentieller Risiken, 3) das Aussprechen von Risikowarnungen und 4) Empfehlungen bei potentieller Bedrohung der Finanzstabilität durch makro-ökonomische Entwicklungen und Entwicklungen innerhalb des Finanzsystems in der EU. Er soll auch 5) Folgemaßnahmen dieser Risikowarnungen überwachen und 6) mit dem IWF, dem FSB und entsprechenden Behörden in Drittländern zusammenarbeiten.

Laut dem Vorschlag sollen dem Rat 1) der Präsident der EZB als Vorsitzender (oder alternativ als von den ESRB-Mitgliedern gewählter Präsident), 2) ein von den ESRB-Mitgliedern zu wählender stellvertretender Vorsitzender, 3) die Präsidenten der 27 Zentralbanken der Mitgliedstaaten, 4) der Vizepräsident der EZB, wenn der Präsident der EZB den Vorsitz des ESRB innehat, 5) die Vorsit-

zenden der drei neuen Europäischen Aufsichtsbehörden, 6) ein Vertreter der Europäischen Kommission, 7) der Vorsitzende des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA) und 8) ein Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden angehören.

Das Europäische Parlament hat in seiner Überarbeitung des ursprünglichen Vorschlags der Kommission Änderungen an dieser Struktur angeregt und empfohlen, die Mitarbeiter aus mehreren verschiedenen Sektoren zu rekrutieren, um Meinungsvielfalt zu gewährleisten und zu verhindern, dass Gruppendenken den ESRB ineffizient werden lässt.

Aufgrund der großen Mitgliederzahl wurde vorgeschlagen, den ESRB mit einem kleineren Lenkungsausschuss auszustatten, dem 1) der Vorsitzende, 2) der stellvertretende Vorsitzende, 3) 2 zusätzliche Vertreter der Zentralbanken des ESRB (ein Vertreter aus einem Mitgliedsland der Eurozone und ein Vertreter aus einem Mitgliedstaat außerhalb des Euroraums), 4) die Vorsitzenden der drei neuen Aufsichtsbehörden, 5) der Vertreter der Europäischen Kommission und 6) der Vorsitzende des Wirtschafts- und Finanzausschusses angehören sollen.

Der ESRB wäre nach diesem Vorschlag ein Organ ohne Rechtsbefugnisse auf der Grundlage von Artikel 95 EG-Vertrag; sein Mandat würde sich ohne Ausnahmen auf den gesamten Finanzsektor erstrecken. Obwohl der ESRB keine Rechtsbefugnisse haben soll, wird erwartet, dass er aufgrund der hohen Qualität seiner Analysen und seiner hochrangigen Zusammensetzung erheblichen Einfluss haben wird. Dennoch stellt die Tatsache, dass dieser Ausschuss keine Rechts- und Durchsetzungsbefugnisse haben wird, ein echtes strukturelles Problem dar. Der ESRB wird gegenüber dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat in vollem Umfang rechenschaftspflichtig sein.

Nach dem Vorschlag des Parlaments hätte der ESRB mehr Befugnisse, unter anderem die Möglichkeit, einen Notfall auszurufen, gemeinsame Indikatoren zur Beurteilung des Risikos grenzüberschreitend tätiger Institute aufzustellen oder eine farblich abgestufte Kennzeichnung verschiedener Risikoniveaus einzuführen. Er würde vom Präsidenten der EZB geleitet. Seine endgültige Form wird der ESRB durch einen Kompromiss zwischen Rat und Parlament erhalten.

### **Großbritannien**

Großbritannien hat einen Rat für Finanzstabilität (CFS) geschaffen, um 1) die Koordination zwischen allen Finanzbehörden zu verbessern, 2) die von der Bank of England in ihrem Finanzstabilitätsbericht ausgemachten Risiken formal zu bewerten und 3) die zur Behandlung dieser Risiken notwendigen Maßnahmen zu beurteilen.

Mitglieder des Rates sind 1) das Finanzministerium, 2) die Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde FSA und 3) die Bank of England mit dem Finanzminister als Vorsitzenden.

Der Rat arbeitet entsprechend seiner veröffentlichten Satzung, tritt regelmäßig zusammen und ist durch vierteljährlich veröffentlichte Berichte in hohem Maße transparent und berechenbar. Er wird auf regelmäßig festgelegten Sitzungen über die Bewertung des Systemrisikos durch die Behörden debattieren. Er soll außerdem einberufen werden, wenn sich bestimmte Risiken für die Finanzstabilität abzeichnen und über Maßnahmen zur Beherrschung dieser Risiken nachgedacht werden muss. Die Regulierungsbehörden sollen ihre bestehende Verantwortung in vollem Umfang beibehalten; der CFS soll eher dazu dienen, Maßnahmen auf nationaler und internationaler Ebene zu koordinieren.

### **3.2 Bewertung**

Es ist ermutigend, dass sich diese drei Rechtssetzungsgebiete darauf geeinigt haben, unabhängige Instanzen zur Erkennung von Systemrisiken einzurichten und die Koordinierung zwischen den Aufsichtsbehörden und den Zentralbanken zu verbessern. Die Größe dieser Instanzen ist mit einerseits über 30 Mitgliedern in der EU (obwohl es auch einen kleineren „Lenkungsausschuss“ gibt) und auf der anderen Seite nur 3 Mitgliedern in Großbritannien sehr unterschiedlich. Beides ist riskant. Zu viele Mitglieder können auf der einen Seite zu Entscheidungsunfähigkeit und zu vielen nebeneinander stehenden Vorschlägen führen, während zu wenige Mitglieder auf der anderen Seite zu wenig Meinungsvielfalt und Gruppendenken mit sich bringen können. In dieser Hinsicht scheint das Modell der USA das Beste zu sein.

In keinem der drei Fälle sind die Aufsichtsinstanzen für das Systemrisiko mit Durchführungsbefugnissen ausgestattet (in den US kann die Behörde Informationen über das Systemrisiko einholen). Sie können lediglich die Regulierungsbehörden auffordern, zu handeln, die ihrerseits über Durchführungsbefugnisse verfügen. Zwar ist es hilfreich, dass alle wichtigen Aufsichtsgremien vertreten sind, doch können sich auch Probleme ergeben, wenn z. B. die Mehrheit der Mitglieder, die nicht die Zentralbank vertreten, ein Risiko erkennen, das die Zentralbank nicht als solches einstuft, gegen das sie aber auf Verlangen der Aufsichtsinstanz für Systemrisiken Korrekturmaßnahmen ergreifen muss.

Es wäre vielleicht besser gewesen, alle diese Instanzen mit etwas mehr Biss auszustatten. Die schwächste der dreien ist die Institution der EU, der im wesentlichen Vertreter der Zentralbanken angehören und in der keine Steuerbehörde vertreten ist. Das ist ein ernster



Rückschlag, vor allem, da eine Steuerbehörde (Finanzministerium) eher auf ein wahrscheinliches Systemrisiko reagieren würde, weil sie im Ernstfall die Zeche zahlen müsste. Die Be-

hörde der USA scheint die stärkste zu sein, sie wird wahrscheinlich eine wichtige Koordinierungsfunktion in der dortigen fragmentierten Aufsichtslandschaft übernehmen.

## 4. Regulierung systemischer Finanzinstitute

Die Krise hat deutlich gezeigt, dass Regulierung sich nicht darauf beschränken darf, isoliert die Solidität von Finanzinstituten zu gewährleisten, sondern auch deren Verflechtung mit anderen Finanzinstituten, dem Finanzsystem insgesamt und der Realwirtschaft mit einbeziehen muss.

Wie in Teil I dieser Publikation aufgezeigt, hatten die Finanzinstitute die Tendenz, zu fusionieren und dabei immer größer und internationaler zu werden. Parallel dazu hat der Grad der Verflechtung zwischen einzelnen Instituten in erster Linie durch die Derivatmärkte und den Interbankenhandel extrem zugenommen. Die Finanzinstitute sind, auch in den USA, in neue Geschäftsbereiche expandiert, so dass sich die Grenzen zwischen Investmentbanken und Geschäftsbanken nach Aufhebung des Glass Steagall Act Ende der 1990er Jahre immer mehr verwischt haben.

All diese Entwicklungen, die zunehmende Größe der Institute, ihre immer stärkere internationale Präsenz, die Ausdehnung ihrer Geschäftstätigkeit in neue Bereiche und ihre zunehmende Verflechtung, haben zusammengekommen potentiell dazu geführt, dass der Absturz eines großen Institutes andere Institute sowie das gesamte Finanzsystem wie nie zuvor mit in den Abgrund reißen kann.

Der Gedanke der systemrelevanten Institute ist zwar leicht zu verstehen; in Wirklichkeit ist es aber schwer zu entscheiden, welche Institute systemrelevant sind und welche nicht. Es ist nicht eindeutig, wo hier die Grenze zu ziehen ist, auf welche Kriterien man sich stützen sollte und ob eine feste Grenze überhaupt sinnvoll ist. Ein weiteres Problem besteht darin, dass die Einstufung eines Institutes als systemrelevant das Risiko in sich birgt, dass Akteure auf Kosten der Gemeinschaft ihren Vorteil suchen, und dass Ratingagenturen, Kontrahenten, Sparer und Kreditnehmer dieses Institut für sicherer halten, weil die Wahrscheinlichkeit, dass es aufgrund seiner Systemrelevanz im Notfall durch die Regierung gerettet würde, größer ist. Dadurch würde ein solches Institut mehr Geschäfte an sich ziehen; es könnte zu günstigeren Bedingungen Geld aufnehmen; und es würde aller Wahrscheinlichkeit das Risiko erhöhen, welches es im Finanzsystem erzeugen kann.

Darüber hinaus besteht ernsthaft die Gefahr, die Dinge falsch einzuschätzen. Wahrscheinlich hätte niemand Northern Rock, eine große isländische Bank, oder sogar Lehman Brothers auf die Liste der systemrelevanten Institute gesetzt, wenn es vor der Krise eine solche Liste gegeben hätte.

Es gibt andere Möglichkeiten, dieses Problem in den Griff zu bekommen und das Risiko zu verringern, das einzelne Institute für das System darstellen. Hierzu zählen:

Die Regulierungsbehörden könnten jene Verhaltensweisen beschränken, die das Systemrisiko eines Institutes erhöhen. Sie könnten z. B. die Größe der Institute beschränken; die Höhe der Verbindlichkeiten zwischen Kontrahenten reduzieren; die Geschäftstätigkeit bestimmter Arten von Instituten limitieren; und Obergrenzen für die Inkongruenz zwischen Aktiv- und Passivpositionen festlegen.

Eine andere abgestufte Möglichkeit der Reduzierung des Systemrisikos besteht darin, die Firmen für Handlungen, die das Systemrisiko erhöhen, bezahlen zu lassen. So würden eine



abgestufte Eigenkapitalunterlegung oder Abgaben, die mit zunehmender Größe, Verflechtung oder Geschäftsumfang der Institute steigen, einen doppelten Zweck erfüllen: von solchem Verhalten abzuschrecken und, im Falle der Abgaben, einen vorfinanzierten Krisenfonds zu alimentieren, der im Falle einer nächsten Krise den Beitrag der Steuerzahler deutlich senken würde.

Bisher hat sich die Diskussion darauf konzentriert, das Verhalten der Institute so zu ändern, dass sich ihr Beitrag zum Systemrisiko verringert. Ein anderer Ansatz zur Beherrschung des Systemrisikos wäre, die Auswirkungen einer Bankenpleite einzudämmen. Eine gute Möglichkeit hierfür wäre ein für Kontrahenten transparenter und für die Aufsichtsbehörden leicht umzusetzender Rahmen, der eine rasche, geordnete Abwicklung eines Instituts ermöglicht. Die Kombination aus glaubwürdigen, von den Finanzinstituten selbst erstellten Abwicklungsplänen und geeigneten Rechts-, Steuer- und Finanzinstrumenten, die ein schnelles und präzises Handeln der Aufsichtsbehörden ermöglichen, wäre der richtige Weg.

#### 4.1 Reformvorschläge

##### IWF, BIZ und FSB

Der IWF, die BIZ und der FSB<sup>43</sup> haben den Finanzministern der G20-Staaten ein gemeinsames Dokument vorgelegt, in dem sie die Formulierung von Leitlinien zur Beurteilung der Systemrelevanz von Finanzinstituten, Märkten und Instrumenten für nationale Behörden behandeln. Darin werden konzeptionelle und analytische Ansätze zur Beurteilung der Systemrelevanz aufgezeigt und eine mögliche Form allgemeiner Leitlinien besprochen. Die Schlussfolgerung lautet, dass zur Bewertung ein hohes Urteilsvermögen unabdingbar ist. Außerdem müssten die Leitlinien flexibel genug sein, um auf eine ganze Bandbreite von Ländern und Umständen anwendbar zu sein. Da für das Erkennen systemrelevanter Institute ein erhöhter Bedarf an Informationen besteht, hat der FSB auch Vorschläge zur Verbesserung der Datensammlung vorgelegt.

##### Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht

Der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht hat ein Konsultationspapier<sup>44</sup> veröffentlicht, in dem Empfehlungen zur verbesserten Abwick-

lung der Liquidation von notleidenden Finanzinstituten mit grenzüberschreitender Tätigkeit formuliert werden. Diese Empfehlungen können in drei Kategorien zusammengefasst werden: 1) Stärkung der nationalen Abwicklungsbefugnisse und ihre grenzüberschreitende Umsetzung, 2) unternehmensspezifische Notfallplanung und 3) Verringerung der Ansteckungsgefahr.

Der BCBS empfiehlt, die Notfallplanung in Form eines „living will“ (Testament) zu einem festen Bestandteil der Aufsichtsverfahren zu machen, um notfalls eine rasche Auflösung von großen und komplexen grenzüberschreitend tätigen Instituten zu ermöglichen. Hierzu, so der Vorschlag des BCBS, sollten unternehmensweite Informationssysteme den Aufsichtsbehörden im Falle der Liquidation die entscheidenden Informationen zur Risikoanalyse und zum Risikomanagement liefern. Diese Informationen sollten beispielsweise Angaben über Organisationsstrukturen, Kontrahentenverbindlichkeiten oder Zahlungs- und Börsensysteme, die das Institut anwendet, umfassen und regelmäßig aktualisiert werden.

Im Januar 2010 hat der Baseler Ausschuss eine neue Gruppe zur Aufsicht auf Makroebene eingesetzt, um „unter Verwendung kon-

43 <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/100109.pdf>

44 <http://www.bis.org/publ/bcbs169.pdf>

tinuierlicher Messungen der Systemrelevanz eine Liste von Ansätzen zur Behandlung des Risikos für das Finanzsystem und die breitere Wirtschaft auszuarbeiten“. Die Gruppe hat die Aufgabe, Vor- und Nachteile auszuwerten von 1) Änderungen der Regulierung wie der Einführung von Kapital- und Liquiditätsaufschlägen, 2) aufsichtsrechtlichen Instrumenten und 3) zusätzlichen möglichen Maßnahmen wie Mechanismen zur Abwicklung und Strukturanpassungen. Ihr Bericht wird in der zweiten Jahreshälfte 2010 erwartet.

### USA

Die Obama-Administration hat vorgeschlagen, alle systemrelevanten Unternehmen unter eine einheitliche Aufsicht und Regulierung zu stellen, unabhängig von ihrer Rechtsform. Der Vorstand der amerikanischen Notenbank Fed ist dabei, diese Unternehmen zu identifizieren; er wird für die einheitliche Aufsicht und Regulierung der „Tier 1 Financial Holding Companies“ (FHC) verantwortlich sein. Der Financial Services Oversight Council (FSOC) soll bei der Identifizierung dieser Unternehmen auf der Grundlage 1) der potentiellen Auswirkungen ihrer Insolvenz, 2) ihrer Größe, Fremdvverschuldung, Verflechtung und Laufzeiteninkongruenz sowie 3) ihrer Bedeutung als Kredit- und Liquiditätsquelle für die Wirtschaft behilflich sein.

Wichtig ist, dass der Vorschlag zur einheitlichen Aufsicht die Muttergesellschaft und alle ihre Tochtergesellschaften umfasst, unabhängig davon, ob sie der Regulierung unterliegen oder nicht, und ob sie in den USA angesiedelt sind oder im Ausland. Der Fed wurde die Befugnis übertragen, von „Bank Holding Companies“ (BHC) ab einer bestimmten Größe Informationen (bezüglich ihrer Systemrelevanz) einzuholen, unabhängig davon, welche Aufsichtsbehörde in erster Linie zuständig ist. Dies macht die Aufhebung des Gramm-

Leach-Bliley Act erforderlich, der die Befugnisse der Fed beschränkt. Die Definition der BHC wurde im letzten Weißbuch des amerikanischen Finanzministeriums zur Reform der Finanzaufsicht erweitert.

Die Regierung plant durch Anwendung strengerer und konservativerer Aufsichtsregeln im Hinblick auf Liquidität, Kapital und Risikomanagement von Tier 1 FHC, manche der Systemrisiken, die von diesen Unternehmen für das Finanzsystem ausgehen, zu internalisieren, d. h. die Unternehmen die Kosten hierfür tragen zu lassen. Darüber hinaus sollen für diese Unternehmen strengere Offenlegungsvorschriften gelten.

Im Januar 2010 hat die Regierung zwei weitere, „Volcker-Regeln“ genannte, Vorschläge unterbreitet. Nach diesen soll eine Obergrenze für die Größe der Großbanken eingeführt werden, die es keiner Bank mehr gestatten würde, Anteile im Wert von über 10 Prozent der Verbindlichkeiten des amerikanischen Bankensystems zu halten. Die Größe der Großbanken der USA würde dadurch eingefroren.

Die zweite Regel sieht das Verbot für Banken vor, Hedgefonds und Private-Equity-Geschäfte zu besitzen oder zu betreiben sowie eine strikte Begrenzung des Eigenhandels. Diese Regel verfolgt anscheinend das eng gesteckte Ziel, „die Wall Street vom Glücksspiel auf Kapitalmärkten mit geförderten Spareinlagen abzuhalten“. So sollen Barrieren zwischen verschiedenen Abteilungen der Finanzgesellschaften aufgebaut werden, die vermeiden helfen, dass sie spekulative Handelsgeschäfte durch andere Tochtergesellschaften, die über staatlich gesicherte Einlagen verfügen, quersubventionieren.

Die Regierung will Finanz-Holdinggesellschaften weiterhin erlauben, die volle Bandbreite von Finanzgeschäften zu tätigen; sie hat also die Trennung von Investment- und Geschäftsbanken verworfen. Die dem Kongress

im März 2010 übermittelten Vorschläge der Regierung enthalten eine Ausnahme für den Handel zu Zwecken des Market Making und der Absicherung.

Nach den Gesetzesvorschlägen von Repräsentantenhaus und Senat drückt sich das Systemrisiko eines Institutes in der Komplexität seiner Geschäftstätigkeit oder Organisation, seiner Verflechtung und seiner Größe aus. Zu den Maßnahmen zur Begrenzung des Systemrisikos von Finanzgesellschaften gehören 1) höhere und auf das Risiko bezogene Eigenkapitalanforderungen, 2) Obergrenzen für die Fremdverschuldung, 3) Bereitstellung von bedingtem Kapital<sup>45</sup>, 4) Begrenzung der Konzentration von Risiken, 5) Nachweis eines allgemeinen Risikomanagements, 6) Abwicklungspläne, 7) Berichtspflicht über das eingegangene Kreditrisiko und 8) Anforderungen zur Einleitung fristgerechter Korrekturmaßnahmen. Die ursprünglichen Fassungen der beiden Gesetzesvorschläge enthielten noch die Einrichtung eines Rettungsfonds (Systemic Dis-solution Fund), der von den Finanzinstituten auf der Grundlage ihres Beitrags zum Systemrisiko finanziert werden sollte, doch das vom Senat vor kurzem angenommene Gesetz enthält diese Bestimmung nicht mehr.

Das Gesetz des Repräsentantenhauses spezifiziert, dass nur Institute, die Vermögen von über 50 Mrd. Dollar (Hedgefonds: 10 Mrd. Dollar) verwalten, einer Systemrisikoanalyse unterzogen würden und dass Aufschläge auf das Systemrisiko antizyklisch sein müssen. Die genaue Höhe der von solchen Firmen zu entrichtenden Abgabe würde nach dem Umfang ihres Systemrisikos bemessen. Ein weiterer Unterschied ist, dass der Vorschlag des Repräsentantenhauses eine Sonderbewertung, d. h. eine nachträgliche Aufstockung für den Fall vorsieht, dass der Rettungsfonds die Kosten

einer Finanzkrise nicht tragen kann. Der Senat hingegen hatte die Einrichtung eines Fonds von 50 Mrd. Dollar vorgeschlagen, der durch eine Abgabe auf die größten Banken finanziert werden sollte; doch diese Bestimmung wurde fallen gelassen.

Die Gesetze des Repräsentantenhauses und des Senats unterscheiden sich zwar in mancher Hinsicht, geben aber beide der Regierung weitgehend die Macht, ein notleidendes Unternehmen unter Zwangsverwaltung zu stellen und abzuwickeln, sofern die Federal Reserve und der FDIC zustimmen. Diese „Auflösungsbe-fugnis“ würde es dem Finanzminister erlauben 1) Direktoren zu feuern, 2) Anteilseigner zu löschen und 3) Gläubiger zu großen Abschlägen auf ihre Forderungen zu zwingen. Mit diesen Maßnahmen sollen lange Insolvenzverfahren oder kostspielige Sanierungen großer und komplexer Finanzinstitute mit Steuermitteln vermieden werden.

### Europäische Union

Auch wenn es keine einheitliche Definition von systemrelevanten Finanzinstituten gibt, so besteht auf europäischer Ebene doch Einigkeit darüber, dass die Zusammenarbeit und die Aufsicht im Hinblick auf große grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute verbessert werden müssen. Wahrscheinlich wird es darauf hinauslaufen, dass die rund 40 Finanzkonzerne mit erheblicher grenzüberschreitender Tätigkeit in der EU (auf die 70 Prozent der Bankeinlagen in der EU fallen) de facto als systemrelevante Institute behandelt werden.

Für sie alle wird es Aufsichtskollegien geben, die sie überwachen, auch wenn ihre Aufsicht in erster Linie in nationaler Zuständigkeit bleibt. Die Aufsichtskollegien sollen zur Koordinierung der Aufsicht über diese Institute beitragen. Auch die drei europäischen

<sup>45</sup> Bedingtes Kapital: Instrument des Kapitalmanagements zur Finanzierung von Versicherungsrisiken eines Unternehmens, welches so bei Eintritt eines schweren Versicherungsereignisses seine Finanzkraft erhalten und Kreditkosten verringern kann



Aufsichtsbehörden sollen die grenzüberschreitenden Koordinierung stärken und werden wahrscheinlich auch für die Aufsicht über systemrelevante Institute immer wichtiger.

Die Behörden sollen auch eine besondere Rolle bei der Streitschlichtung zwischen nationalen Aufsichtsbehörden übernehmen. In diesem Fall haben ihre Entscheidungen bindenden Charakter, solange keine steuerliche Dimension hinzukommt. Nach den Änderungsvorschlägen des Europäischen Parlaments soll die Europäische Bankenaufsichtsbehörde direkte Aufsichtsbefugnisse über große grenzüberschreitend tätige Bankgruppen erhalten. Es ist allerdings noch unklar, ob der Europäische Rat dem zustimmen wird.

Höchstwahrscheinlich werden nach den internationalen Gesprächen im FSB und in der G20 die großen europäischen Finanzinstitute strenger Aufsichtregeln unterworfen werden.

Die Europäische Kommission hat Vorschläge für einen EU-Rahmen für grenzüberschreitendes Krisenmanagement im Bankensektor vorgelegt. Die Leitlinien umfassen Maßnahmen für alle Phasen einer Bankenkrise: Frühzeitige Intervention, Sanierung und Insolvenz. Zwei Schlüsselfragen werden dort behandelt: 1) die Einrichtung eines Insolvenzverfahrens auf EU-Ebene und 2) ein Rahmen zur Übertragung von Vermögenswerten zwischen Gesellschaften einer Gruppe als Mittel zur Finanz- oder Liquiditätsstützung, bevor die Probleme einzelner Gesellschaften der Gruppe ein kritisches Ausmaß annehmen.

Die Kommission hat auch unternehmensspezifische Notfall- und Abwicklungspläne (living wills) für eine geordnete Abwicklung grenzüberschreitend tätiger Institute vorgeschlagen. Dabei gesteht sie zu, dass der Einsatz öffentlicher Mittel zu einem bestimmten Zeitpunkt einer Bankeninsolvenz unvermeidbar sein kann. Bislang liegt allerdings noch kein Vorschlag darüber vor, wie die Lastenverteilung

zwischen den beteiligten EU-Mitgliedstaaten in der Praxis aussehen könnte. Die Abgabe von Kompetenzen in Steuerfragen ist eine äußerst heikle Frage der nationalen Souveränität.

Darüber hinaus scheint die EU nicht die Absicht zu haben, auf eine Regulierung zu drängen, die die Größe von Banken oder den Umfang ihrer Geschäftstätigkeit begrenzt. Das ist darauf zurückzuführen, dass es in mehreren Mitgliedstaaten große, politisch einflussreiche Universalbanken gibt.

### Großbritannien

Die britische Labour-Regierung hatte gesetzliche Beschränkungen wie die Trennung zwischen Investment- und Geschäftsbanken und die Begrenzung des Umfangs der Geschäftstätigkeit von Finanzinstituten ausdrücklich abgelehnt. Die neue Regierung unter konservativer Führung hat jedoch gerade einen Bankenausschuss eingesetzt, der sich mit genau diesen Vorschlägen befassen soll; mit dessen Bericht zu dieser äußerst wichtigen Frage ist Mitte des Jahres 2011 zu rechnen.

Großbritannien ist der Auffassung, dass systemrelevante Unternehmen einer strengeren Regulierung bedürfen und dass dazu auch höhere Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen an diese Unternehmen zu stellen sind. Aus Angst, seine Wettbewerbsposition als Finanzzentrum möglicherweise zu verlieren, hat es jedoch vorgeschlagen, einen solchen Vorstoß auf globaler Ebene zu koordinieren. Es wird die Ergebnisse der laufenden Diskussionen innerhalb der FSA, des Finanzministeriums und, auf internationaler Ebene, im FSB abwarten, bevor es Kriterien zur Bestimmung der Systemrelevanz aufstellen und Pläne zum Umgang mit solchen Instituten, einschließlich der Nichtbanken-Finanzinstitute, ausarbeiten wird.



Die FSA hat im Oktober 2009 ein Diskussionspapier<sup>46</sup> herausgegeben, in dem sie ihre Position zur Regulierung systemrelevanter Institute darlegt. Die britische Aufsichtsbehörde setzt sich für eine internationale Kapital- (und möglicherweise Liquiditätsabgabe) ein, die nicht auf der Basis eines Schwellenwertes, sondern im Verhältnis zur Systemrelevanz eines Institutes erhoben werden soll. Ergänzen hierzu empfiehlt die FSA, größeres Gewicht auf die individuelle Nachhaltigkeit nationaler Tochtergesellschaften globaler Bankengruppen zu legen, was zur Verringerung der geforderten Abgabe führen könnte. Nach diesem Vorschlag sollte jedes Land für die Lösung von Problemen in den lokalen Geschäftsbereichen einer globalen Bankengruppe verantwortlich sein. Statt das Sitzland der Gruppe die alleinige Verantwortung tragen zu lassen, könnten die Aufnahmeländer strengere lokale Kapital- und Liquiditätsstandards durchsetzen und so dazu beitragen, dass nationale Tochtergesellschaften auf eigenen Füßen stehen können.

Schließlich möchte die FSA systemrelevante Banken dazu verpflichten, Sanierungs- und Abwicklungspläne (living-wills) vorzulegen, die den Aufsichtsbehörden erlauben, eine Umstrukturierung der Institute zu verlangen, wenn die Pläne ernsthafte Hindernisse für ihre Abwicklung aufweisen.

## 4.2 Bewertung

In keiner der drei Rechtsordnungen hat man sich für eine Verringerung 1) der Größe, 2) der Komplexität oder 3) der Geschäftsbreite von systemrelevanten Instituten ausgesprochen, obwohl dies nach Ansicht zahlreicher Beobachter ein notwendiger Schritt wäre. Die jüngst vorgeschlagenen Volcker-Regeln zur Trennung zwischen Hedgefonds und Private Equity ist

nur ein kleiner Schritt in Richtung Beschneidung des Umfangs der Geschäftstätigkeit. Die neuen Obergrenzen für Verbindlichkeiten begrenzen nur die Expansion der Institute, tragen aber nicht zu ihrer Verkleinerung bei.

Großbritannien hat Beschränkungen der Größe und des Umfangs von Banken in der Vergangenheit ausdrücklich abgelehnt. Anstatt die Institute davon abzuhalten, systemrelevant zu werden, möchte das Land gewährleisten, dass sie mit einem dickeren Risikopolster, strenger Aufsicht und Mechanismen zur schnellen Sanierung oder Auflösung ausgestattet sind.

Dass Investment- und Geschäftsbankentätigkeit nicht getrennt und dass die Größe der Institute nicht durch das Kartell- oder Wettbewerbsrecht beschränkt wird, ist ein Sieg für die Lobby des Finanzsektors und umgekehrt ein schwerer Rückschlag für die Befürworter einer Reform des Finanzsektors. Allerdings sollten wir uns mit einem Urteil zurückhalten, bis der Bericht des Bankenausschusses vorliegt.

Der Vorschlag der USA ist hier interessant, weil er in mehreren Aspekten neue Wege beschreitet:

1. Er beschränkt sich nicht auf Banken und gibt der Fed die Flexibilität und die Befugnis, jedes Institut einschließlich der Hedgefonds und Nichtbanken-Firmen wie GE Capital als systemrelevant einzustufen und sie so automatisch einer strengen Regulierung zu unterstellen, unabhängig davon, ob sie bereits einer anderen Regulierung unterstehen oder nicht.
2. Er räumt der Fed und dem FSOC einen großen Spielraum ein, um relevante Informationen zu sammeln.
3. Er sieht die Anwendung von regulatorischen Einschränkungen auf die gesamte Unternehmensstruktur, einschließlich der Holdinggesellschaft, und nicht nur auf die entsprechenden Tochtergesellschaften, vor.

<sup>46</sup> <http://www.fsa.gov.uk/>

4. Er findet grenzüberschreitend auch auf Nicht-US-Firmen Anwendung, die in den USA tätig sind.

Nach Aussagen des EU Binnenmarkt-Kommissars Michel Barnier<sup>47</sup> prüft die EU zur Zeit Obamas Plan zur Verringerung der Größe und des Umfangs der Banken, ist sich jedoch nicht sicher, ob er für das europäische Finanzsystem

richtig wäre. Einzelne EU-Länder, darunter Großbritannien und Frankreich, sagten bereits, die Idee sei in ihrem Bankensystem nicht umzusetzen. Der FSB bezeichnete den Vorschlag als (nur) eine von vielen Möglichkeiten, die er prüfe, um bei Banken, die „zu groß zum Scheitern“ sind, Verhaltensweisen entgegen zu wirken, Rahmenbedingungen zum eigenen Nutzen auszuschlachten (moral hazard).

---

<sup>47</sup> [www.euractiv.com](http://www.euractiv.com)

## 5. Verbesserung von Krisenmanagement und Krisenlösung

Der Konkurs der Lehman Brothers in den USA und der isländischen Banken in Europa hat deutlich gemacht, dass die Welt gar nicht wusste, was zu tun ist, wenn große oder grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute in Schwierigkeiten geraten. Vor allem nach der Lehman-Pleite und den Schockwellen, die sich daraufhin über die ganze Welt ausbreiteten, haben die Regierungen weltweit dieselbe Haltung eingenommen, notleidende Finanzinstitute um jeden Preis zu retten.

Das war in dem Moment sicher eine angemessene Entscheidung, doch am Ende haben die Regierungen Tausende Milliarden Dollar für die Rettung von Banken ausgegeben. Es herrscht eindeutig ein dringender Bedarf an geeigneten Mechanismen zum Krisenmanagement, die nicht die massive Rettung des Finanzsektors erfordern.

Große Banken genossen lange Zeit eine besondere Förderung. Bei der Beurteilung ihrer Kreditwürdigkeit durch die Ratingagenturen hat die Frage, ob sie im Notfall von der Regierung gerettet würden oder nicht, normalerweise über eine ganze Bewertungsstufe entschieden. Auf den Finanzmärkten wurden Schuldverschreibungen der großen Institute auf einem Niveau gehandelt, das auf der Annahme beruhte, die Regierungen würden sie im Notfall heraushauen.

Nun, da wir eine massive Rettung des Finanzsektors und vor allem von großen Finanzinstituten erlebt haben, ist diese implizite Förderung explizit geworden. Die großen Institute haben jetzt eindeutig noch mehr Anreize, exzessive Risiken einzugehen.

Aus diesem Grund kämpfen die Regierungen weltweit um ein geeignetes Krisenmanagement, das nicht auf die Rettung von Instituten angewiesen ist, die als zu groß oder zu verflochten zum Scheitern gelten.

So wie die Dinge heute stehen, wurden keine Vorschläge gemacht, wie dies auf globaler Ebene aussehen könnte, obwohl es auf nationaler Ebene durchaus Ideen gibt.

### 5.1 Reformvorschläge

#### USA

Die Obama-Administration hat die Schaffung eines „special resolution regime“ empfohlen, ein spezieller Rechtsrahmen für die Befugnisse der Öffentlichen Hand gegenüber krisenbefallenen Banken, bei denen eine konventionelle Insolvenz systemische Folgen nach sich ziehen könnte. Dieser Vorschlag ermächtigte die Fed in Abstimmung mit dem FSOC, bei Finanzholdinggesellschaften der Kategorie 1 sofortige Korrekturmaßnahmen zu ergreifen. So könnte sie danach etwa notleidende Institute abwickeln oder ihre Rettung organisieren. Ziel ist

es, potentiellen Schaden für das System zu minimieren.

Die Fed wäre so auch in der Lage, Institute unter „staatliche Obhut“, also Zwangsverwaltung zu stellen, um sie mit anderen Mitteln stabilisieren oder ihr Derivateportfolio auf eine Brückenbank übertragen zu können. Maßnahmen können vom Finanzministerium oder der Fed ergriffen werden. Unterliegen Institute der Aufsicht der SEC oder der FDIC, können auch diese Behörden wie die Fed vorgehen.

Die Finanzholdinggesellschaften der Kategorie 1 werden detaillierte und aktuelle Pläne für ihre Abwicklung vorlegen müssen, die auch als „living wills“ bezeichnet werden und

von der Fed genehmigt werden müssen. Die Regierung hofft, dass die strengere Regulierung in Verbindung mit der Pflicht, glaubwürdige Abwicklungspläne vorzulegen, die Institute motivieren wird, ihre Systemrelevanz zu verringern und ihre Rechtsstrukturen zu vereinfachen. Die Regierung beabsichtigt außerdem, insbesondere bei diesen Gesellschaften die Schutzvorkehrungen zwischen Banken und ihren Konzerngesellschaften zu verstärken.

Die Vorschläge des Repräsentantenhauses greifen den ursprünglichen Entwurf der Regierung weitgehend auf, fügen ihm aber noch die Einrichtung eines „systemischen Abwicklungsfonds“ hinzu, der sicherstellen soll, dass die Kosten einer notwendigen Restrukturierung von den Finanzinstituten selbst getragen werden. Dieser Fonds soll durch die nachträgliche Erhebung einer Abgabe auf große Institute mit einer Bilanzsumme von über 50 Mrd. Dollar finanziert werden.

Der Vorschlag des Senats unterscheidet sich dahin gehend, dass eine von Finanzministerium, Fed und FDIC gemeinsam getroffene Entscheidung, ein Finanzinstitut in ein geordnetes Liquidationsverfahren zu überführen, innerhalb von 24 Stunden von einem Gremium von Konkursrichtern genehmigt werden muss.

Der ursprüngliche Vorschlag des Senats sah die Einrichtung eines Rettungsfonds in Höhe von 50 Mrd. Dollar vor, um Mittel für derartige Liquidationen bereitzustellen und die Steuerzahler zu schonen. Dieser Fonds sollte durch eine Abgabe zu finanzieren sein, die die größten und am stärksten verflochtenen Institute zu leisten hätten. In der endgültigen Fassung des Gesetzes, welche im Mai 2010 verabschiedet wurde, fehlt der Fonds.

Die Fed hat im Krisenmanagement eine wichtige Rolle gespielt. Sie stellte aus dem Rettungsfonds nicht nur Banken Mittel zur Verfügung, sondern auch anderen Unternehmen

wie Investmentbanken, die nach dem Programm eigentlich nicht förderungswürdig waren. Die Regierung erkannte, dass dies in der nächsten Krise wieder nötig sein könnte, und ermächtigte die Fed, auch Einzelpersonen, Unternehmen und Partnerschaften mit Notfallkrediten zu unterstützen. Um die Fed stärker rechenschaftspflichtig zu machen, ist hierfür allerdings eine vorherige schriftliche Genehmigung des Finanzministers erforderlich.

### Europäische Union

Die EU-Finanzminister einigten sich im Oktober 2008 auf gemeinsame Grundsätze zur Krisenintervention bei systemrelevanten Finanzinstituten und sprachen sich für eine verstärkte Kooperation aus. Grundlage war dabei eine Vereinbarung über die Zusammenarbeit zwischen den Finanzaufsichtsbehörden, den Zentralbanken und den Finanzministerien der Europäischen Union. Folgende Grundsätze zur Krisenintervention beschloss der Ministerrat:

- Interventionen sollten zeitnah erfolgen und die Unterstützung grundsätzlich zeitlich befristet sein;
- die Finanzminister beachten die Interessen der Steuerzahler;
- bestehende Anteilseigner sollen an den Folgen des Eingreifens angemessen beteiligt werden;
- die Regierung soll in die Lage versetzt werden, Änderungen im Management der Institution vorzunehmen;
- das Management sollte keine unangemessenen Zahlungen erhalten; die Regierungen sollten die Möglichkeit haben, in ihre Vergütung einzugreifen;
- die legitimen Interessen von Wettbewerbern sind zu schützen, insbesondere durch Vorschriften über staatliche Beihilfen;
- negative Spill-over-Effekte sind zu vermeiden.

Die Schaffung eines effizienten Rahmens für den Umgang mit Insolvenzen grenzüberschreitend tätiger Banken in der Europäischen Union kommt allmählich in Schwung. Im Oktober 2009 gab die Europäische Kommission eine Mitteilung hierzu heraus, und Kommissar Barnier sprach sich für die Einrichtung einer Art Europäischen Bankenrettungsfonds aus. Der IWF empfahl der EU die Einrichtung einer Europäischen Behörde zur Bankenrettung<sup>48</sup>, die für die Sanierung oder Abwicklung notleidender grenzüberschreitend tätiger Banken zuständig wäre. Es wird erwartet, dass die Kommission im Herbst 2010 einen entsprechenden Vorschlag vorlegt. Der von Barnier präferierte Bankenrettungsfonds soll nur die Restrukturisierungskosten notleidender Banken übernehmen und im Voraus durch den Finanzsektor finanziert werden.

In der Mitteilung heißt es, dass ein Rahmen notwendig ist, der es den Behörden ermöglicht, notleidende grenzüberschreitend tätige Finanzinstitute zu stabilisieren und die systemischen Auswirkungen eines Zusammenbruchs zu kontrollieren. Ein solcher Rahmen müsste drei Stufen umfassen: Frühzeitiges Eingreifen, Abwicklung und Insolvenz.

Frühzeitiges Eingreifen würde Maßnahmen umfassen, die zum Ziel haben, die Stabilität und finanzielle Solidität von angeschlagenen Instituten wiederherzustellen. Außerdem würde Instituten finanzielle Unterstützung dadurch gewährt, dass Vermögenswerte zwischen solventen Einheiten des betreffenden Finanzkonzerns übertragen werden. Nach Ansicht der Kommission könnte die Europäische Bankenaufsichtsbehörde eine wichtige Rolle bei der Koordinierung solcher Maßnahmen spielen.

Bringt ein solches frühzeitiges Eingreifen nicht die gewünschten Ergebnisse, so schlägt die Kommission den Rückgriff auf einen Ab-

wicklungsmechanismus vor. Dieser umfasst Maßnahmen der zuständigen nationalen Behörden zur Bewältigung von Krisen bei Bankinstituten, zur Eindämmung der Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität sowie gegebenenfalls zur Vereinfachung einer geordneten Liquidation des gesamten Instituts oder von Teilen davon.

Der dritte Schritt, wenn die Maßnahmen der Stufen eins und zwei nicht greifen, wäre die Insolvenz. Hier sieht die Kommission die Notwendigkeit einer besonderen EU-Insolvenzregelung für Finanzinstitute und hat dazu eine Expertengruppe zu ihrer eigenen Beratung eingesetzt.

Es wird erwartet, dass die Kommission einen Maßnahmenkatalog vorlegt, der folgendes umfasst: 1) Einrichtung eines durch den Finanzsektor finanzierten EU-Fonds, 2) Harmonisierung des frühzeitigen Eingreifens und von Abwicklungsmechanismen in den Mitgliedstaaten und 3) Vorschläge zur Einführung einer speziellen EU-Insolvenzregelung für grenzüberschreitend tätige Banken.

### Großbritannien

Großbritannien hat bereits per Gesetz die Regierung ermächtigt, Bankholdinggesellschaften zu verstaatlichen, wenn der Konkurs einer Geschäftsbank innerhalb des Konzerns die Finanzstabilität bedrohen würde<sup>49</sup>. Derzeit wird weiterhin über einen Abwicklungsmechanismus für Investmentbanken nachgedacht. Es ist außerdem geplant, von allen Unternehmen einen detaillierten Abwicklungsplan zu verlangen, der im Krisenfall für eine schnelle und geordnete Abwicklung sorgt. Dies kann die Institute dazu zwingen, ihre Rechtsstrukturen zu vereinfachen. Durch diese Maßnahme könnte das mit ihrem Ausfall verbundene Systemrisiko verringert werden. Die Bank of

48 Rede des IWF bei der Konferenz der Kommission über grenzüberschreitendes Krisenmanagement, auf der website der GD Binnenmarkt

49 UK Financial Services Act 2010

England müsste diese Pläne prüfen. Die Regierung wird auch die Aufsichtsbehörde für Finanzdienstleistungen FSA verpflichten, die potentiellen Auswirkungen eines Ausfalls der Unternehmen bei der Beaufsichtigung und Regulierung zu berücksichtigen.

Des Weiteren hat die Regierung vorgeschlagen, dass der Fonds, der zur Deckung der Kosten der Auszahlung von Sparern und zur Sanierung von Finanzinstituten eingerichtet wurde (Financial Services Compensation Scheme – FSCS), vollständig von den Finanzdienstleistern selbst finanziert werden soll und die Steuerzahler verschont. Weil ein Eingreifen in den Finanzsektor teuer werden kann, ist die Regierung der Auffassung, dass eine Vorabfinanzierung des FSCS besser ist, als im Nachhinein zu versuchen, die Kosten für Rettungsmaßnahmen vom Finanzsektor einzutreiben.

## 5.2 Bewertung

Die Vorschläge der USA nehmen die bereits realisierte britische Regulierung auf, die sich ihrerseits an den Mechanismus der schnellen Korrekturmaßnahmen anlehnen, den das US-Einlagensicherungsinstitut seit mehreren Jahren erfolgreich anwendet. Sowohl die Lösungen der USA als auch die Großbritanniens räumen den Regulierungsbehörden hohe Flexibilität und erhebliche Befugnisse ein. Sie gestatten den Behörden, systematisch die Art von Ad-hoc-Maßnahmen zu ergreifen, die sie bereits zur Stabilisierung notleidender Finanzinstitute und zum Schutz gegen Systemrisiken ergreifen mussten.

Der Vorschlag der USA ist zwar sehr flexibel; aufgrund der Abneigung der Amerikaner gegenüber allem, was nach Verstaatlichung riecht, geht der Vorschlag Großbritanniens in den Möglichkeiten der Regierung zur Rettung von Banken jedoch weiter. Der Vorschlag der

USA ist andererseits institutionell breiter angelegt, da er den Schutz aller systemrelevanten Institute durch die Regierung vorsieht und nicht nur den der Banken. Eine Kombination aus einer breiteren Definition der Rechtsformen und einer größeren Bandbreite an tiefgreifenden Maßnahmen, einschließlich der Verstaatlichung, wäre ideal.

Der britische Vorschlag, der eine Vorfinanzierung eines Rettungs- und Ausgleichsfonds vorsieht, ist dem von den USA vorgeschlagenen Modell zur Mitteleintreibung eindeutig überlegen. Die im ursprünglichen Entwurf des Senats vorgesehene Vorabfinanzierung fand keinen Eingang in die endgültige Fassung des Gesetzes.

Der „living will“-Aspekt der Finanzinstitute im Abwicklungsmechanismus in den USA und in Großbritannien ist sehr wichtig, und wenn strenge Maßstäbe angelegt werden, kann dies dazu beitragen, die komplexen Rechtsstrukturen der Institute (Lehman hatte über 300 Tochtergesellschaften und Citicorp über 2400), die eine latente Bedrohung für wirksame Regulierung und Finanzstabilität darstellen, wesentlich zu vereinfachen.

Es besteht dringender Bedarf für einen funktionstüchtigen Abwicklungsmechanismus auf EU-Ebene. Dieser könnte 1) durch Einrichtung von Abwicklungsregeln auf Ebene der Mitgliedstaaten nach dem Vorbild Großbritanniens geschaffen werden, die dann in allen Mitgliedstaaten angewandt und koordiniert würden, oder 2) durch Schaffung eines Rechtsinstrumentes auf EU-Ebene, das bei der EBA oder dem ESRB am besten angesiedelt wäre.

Ein erster Schritt zur Lösung der Frage der Lastenteilung bestünde darin, eine EU-weite Abgabe für das Systemrisiko auf große grenzüberschreitend tätige Institute zu erheben. Diese würde zur Vorfinanzierung eines EU-Finanzstabilitäts- und Rettungsfonds verwendet.





Ebenfalls denkbar wäre eine EU-weite Abgabe zur Einlagensicherung. Zu ihrer Finanzierung könnte von allen Mitgliedstaaten verlangt werden, einen Teil der auf grenzüberschreitende Versicherungsgeschäfte erhobenen Einlagensicherungsabgabe zu dem EU-Fonds beizutragen.

Ein kritischer Schwachpunkt der ganzen Diskussion ist, dass ein globaler Mechanismus zur Krisenlösung und Lastenteilung vollkommen fehlt.

## 6. Verschärfung der Kapital- und Liquiditätsanforderungen

In Teil I der Publikation wurde aufgezeigt, dass die Banken und die Banker, die sie führten, im Streben nach Gewinnmaximierung die Eigenkapitalquote und Liquiditätspolster der Institute auf rekordverdächtig niedrige Niveaus heruntergeschraubt hatten. Die Kehrseite hiervon war, dass die Fremdverschuldung und die Laufzeiteninkongruenz im Finanzsystem auf Rekordhöhen empor schnellten. Die Kapitalausstattung ist in Großbritannien im Laufe des letzten Jahrhunderts um 80 Prozent gesunken; die Liquiditätspolster schrumpften von 30 Prozent der Vermögenswerte in den 1960er Jahren auf 1 Prozent kurz vor Ausbruch der Krise. Der Fremdkapitalanteil mancher großer Banken lag bei nahezu dem 60-fachen des Eigenkapitals. Andere Banken finanzierten Hypotheken mit 30jähriger Laufzeit mit Tagesgeld. Beides waren Katastrophenrezepte<sup>50</sup>.

Selbst das Kapital, das im System noch vorhanden war, hatte erheblich an Qualität eingebüßt: Reines Eigenkapital war vielfach durch hybride Wertpapiere ersetzt worden, die nur wenig echten Schutz vor Verlusten boten.

Es herrscht weltweit Einigkeit darüber, dass sowohl die Qualität als auch die Quantität des Kapitals erhöht werden müssen. Ebenfalls Konsens gibt es darüber, dass irgendeine Form der Regulierung notwendig ist, um Mindestanforderungen an die Liquidität zu stellen. Derartige höhere Liquiditäts- und Kapitalanforderungen würden wahrscheinlich sowohl die Widerstandsfähigkeit einzelner Institute erhöhen als auch das Finanzsystem als Ganzes gegen Erschütterungen wappnen.

Aufgrund der grenzüberschreitenden Tätigkeit zahlreicher Finanzinstitute und der zwischen den verschiedenen Finanzzentren bestehenden Konkurrenz ist eine internationale Koordinierung der Verschärfung der Kapitalanforderungen notwendig. Die wichtigste Instanz in diesem Zusammenhang ist der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, der für das Baseler Abkommen verantwortlich ist. Der FSB sollte ebenfalls eine zentrale Rolle spielen.

In der Diskussion über die Verbesserung der Widerstandsfähigkeit geht es um vier Hauptaspekte: 1) die Höhe des Kapitals, 2) die Form des Kapitals, 3) die Variation des Kapitals zur Verringerung der Prozyklizität und 4) Höhe und Qualität der Liquiditätspolster.

Die Diskussion über die Kapitalregulierung umfasst auch die Verschärfung von Kapitalanforderungen für 1) Handelsbuchpositionen, 2) Verbriefungen und strukturierte Finanzprodukte, 3) außerbilanzielle Risiken, 4) risikofördernde Vergütungssysteme und 5) Risiken aus außerbörslichen Derivaten, die nicht über einen zentralen Kontrahenten (CCP) abgerechnet werden.

### 6.1 Reformvorschläge

#### Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht

Im Juli 2009 verabschiedete der Baseler Ausschuss ein Maßnahmenpaket zur Stärkung der

bestehenden Regeln zur Eigenkapitalanforderung nach Basel II. Die neuen Regeln verschärfen die Kapitalanforderungen für Handelsgeschäfte und Verbriefung. Sie führen auch höhere Risikogewichte für Neuverbriefungs-

<sup>50</sup> Alle Zahlen von der Bank of England

risiken ein und erhöhen den Kreditumrechnungsfaktor für die Bereitstellung bestimmter kurzfristiger Liquiditätsfazilitäten. Laut einer im Oktober 2009 durchgeführten Untersuchung der Folgen wird erwartet, dass die Veränderungen des Marktrisikorahmens dazu führen, dass die durchschnittlichen Kapitalanforderungen für Handelsbuchpositionen auf das Doppelte bis Dreifache des jetzigen Niveaus ansteigen werden.

Im Dezember 2009 hat der BCBS ein Maßnahmenpaket zur Stärkung der globalen Regulierung von Kapital und Liquidität zur Konsultation vorgelegt<sup>51</sup>. Der erste Schritt soll die Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Bankensektors gegen interne und externe Erschütterungen sein. Hierzu schlägt der Baseler Ausschuss folgendes vor:

#### **Erhöhung der Qualität, Beständigkeit und Transparenz der Kapitaldecke**

Der Baseler Ausschuss will, dass Grundkapital und Gewinnrücklagen die vorherrschende Form des Kernkapitals (Eigenkapital der Klasse 1 – „Tier 1“) bilden. Er plant, hybride Kapitalinstrumente<sup>52</sup> auslaufen zu lassen und Ergänzungskapital (Eigenkapital der Klasse 2 – „Tier 2“) zu konsolidieren, um seine Qualität und Zuverlässigkeit zu verbessern. Das sog. Eigenkapital der Klasse 3 („Tier 3“) geringerer Qualität soll ganz abgeschafft werden. Die Transparenz des Kapitals soll durch Offenlegung sämtlicher Kapitalelemente mit detaillierter Abstimmung auf die ausgewiesenen Konten verbessert werden.

#### **Stärkung der Risikodeckung des Kapitalrahmens**

Zusätzlich zu den oben erwähnten Reformen im Hinblick auf Handelsbuchpositionen und Verbriefung, beabsichtigt der Ausschuss, die Ka-

pitalanforderungen zur Deckung des Kontrahentenrisikos aus Derivaten, Repo-Geschäften (Rücknahme-Optionen) und mit Wertpapieren finanzierten Geschäften zu verschärfen. Ziel ist es, die einzelnen Bankinstitute widerstandsfähiger zu machen und die Ansteckungsgefahr über den Derivate- und Finanzierungs kanal zu verringern. Höhere Kontrahentenkapitalanforderungen könnten auch einen Anreiz schaffen, das Risiko aus außerbörslichen Derivaten auf zentrale Kontrahenten (CCPs) und an die Börse zu verlagern.

#### **Einführung eines bilanziellen Verschuldungsgrades (Leverage Ratio) als Zusatzmaßnahme zu dem risikoabhängigen Regelwerk von Basel II**

Das wird dazu beitragen, den Aufbau exzessiver Fremdverschuldung im Bankensystem zu verhindern. Außerdem will man so zusätzliche Sicherungsvorkehrungen gegen Manipulation der gegenwärtigen risikoabhängigen Anforderungen durch die Banken einführen und das Modellrisiko angehen. Die Kennziffer Leverage Ratio wird auch sämtliche bilanzexternen Risiken erfassen.

#### **Den Kapitalrahmen antizyklisch gestalten.**

**Dies geschieht durch Förderung des Aufbaus von Kapitalpolstern in guten Zeiten, die in Zeiten von Finanzstress zur Verfügung stehen**  
Darüber hinaus fördert der Baseler Ausschuss eine vorausschauende Bildung von Rückstellungen auf der Grundlage erwarteter Verluste. Dabei werden effektive Verluste transparenter erfasst. Außerdem wirkt dieses Element gegen die Prozyklizität des derzeitigen Modells, das von den „tatsächlich angefallenen Verlusten“ ausgeht.

Bislang gibt es noch keine Informationen darüber, wie hoch die Mindestkapitalanforderungen wahrscheinlich sein werden.

<sup>51</sup> <http://www.bis.org/press/p091217.htm>

<sup>52</sup> Hybride Kapitalinstrumente haben sowohl Eigen als auch Fremdkapitaleigenschaften und haften daher nicht unbeschränkt

Das zweite Maßnahmenbündel, zu dem der Baseler Ausschuss ein Konsultationsverfahren eingeleitet hat, enthält Vorschläge für weltweite Mindestanforderungen an die Liquidität von international tätigen Banken.

Der Basel-Ausschuss hat zwei Regulierungsstandards für das Liquiditätsrisiko erarbeitet. Die erste, sog. „Liquidity Coverage Ratio“ (LCR)-Kennziffer, soll die kurzfristige Widerstandsfähigkeit gegenüber Liquiditätsrisiken erhöhen. Durch Einhaltung dieser Kennziffer soll sichergestellt werden, dass die Banken über ausreichend liquide Mittel hoher Qualität verfügen, um in einem akuten Stress-Szenario einen Monat lang zu überleben.

Die zweite Kennziffer, „Net Stable Funding (NSF)“, wurde entwickelt, um strukturelle Aspekte von Finanzierungsentscheidungen zu erfassen. Sie soll die langfristige Widerstandsfähigkeit von Banken fördern, indem den Instituten zusätzliche Anreize gegeben werden, ihre Geschäfte dauerhaft mit stabileren Mitteln zu finanzieren.

Die Zusammensetzung des regulatorischen Puffers liquider Vermögenswerte ist jedoch höchst umstritten, die Parameter für die Kennziffern noch nicht festgelegt. Der Baseler Ausschuss führt zurzeit eine umfassende quantitative Auswirkungsstudie über ihr vorgelegtes Reformpaket vom Dezember 2009 durch. Mit einem endgültigen ausgewogenen Regelwerk wird Ende 2010 gerechnet.

### USA

Neben der Umsetzung der internationalen G-20-Leitlinien strebt die US-Regierung an, die Kapitaladäquanz-(Unterlegungs-)Anforderungen von Finanzinstituten zu verschärfen. Sie beabsichtigt, Kapitaladäquanzanforderungen nicht nur auf Tochtergesellschaften von Banken anzuwenden, sondern auch auf der Ebene von Holdinggesellschaften. Die Maßnahmen der USA werden natürlich auch von den Än-

derungen beeinflusst, die der Baseler Ausschuss zur Erhöhung der Kapitalqualität und der -quantität und zur Verringerung der Prozyklizität auf internationaler Ebene vorgeschlagen hat.

Die amerikanische Regierung möchte eine gute Kapitalausstattung aller Finanzholding-Gesellschaften sicherstellen. Sie unterstützt die laufenden Arbeiten des Baseler Ausschusses zu einer verbindlichen Obergrenze der Fremdverschuldung.

Sowohl die Vorschläge des Repräsentantenhauses als auch die des Senats befürworten strengere Aufsichtsregeln für systemrelevante Institute. Dies schließt risikoabhängige Kapitalanforderungen, Obergrenzen für die Fremdverschuldung und Liquiditätsanforderungen ein. Die US-Gesetze spezifizieren, dass außerbilanzielle Geschäfte bei der Festlegung der Kapitalanforderungen zu berücksichtigen sind.

Nach Auffassung des Finanzministeriums sollte bis Ende 2010 eine umfassende internationale Vereinbarung erreicht werden, die bis Ende 2012 in nationales Recht umzusetzen wäre. Systemrelevante Institute sollten verpflichtet werden, bedingtes Kapital auszugeben, d.h. hybride Wertpapiere, die in Zeiten von Finanzstress von Schulden in Grundkapital umgewandelt werden können.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission ist mit der Überarbeitung der Richtlinie zu Eigenkapitalanforderungen (Capital Requirements Directive – CRD) beschäftigt, die noch immer nicht abgeschlossen ist. Die CRD III liegt derzeit dem Parlament vor und das Verfahren zur CRD IV steht noch ganz am Anfang. In Übereinstimmung mit den Empfehlungen des Baseler Ausschusses vom Januar 2009 hat sich die EU jedoch bereits auf einige Schritte festgelegt, darunter 1) die Erhöhung (fast Verdoppelung) des Kapitals zur Unterlegung von Handels-

buchpositionen, 2) höheres (fast dreifaches) Kapital zur Unterlegung von Neuverbriefungen und 3) strengere Kapitaladäquanzanforderungen bei außerbilanziellen Risiken. Im Rahmen der CRD haben sich die EU-Gremien ebenfalls bereits darauf geeinigt, Kollegien der Aufsichtsbehörden für die (ursprünglich 44, nach Zusammenschlüssen jetzt 40) größten grenzüberschreitend tätigen Institute in der EU einzurichten.

Im Rahmen der gegenwärtigen Überarbeitung der CRD diskutieren die Kommission, das Parlament und der Rat über

1. die Vergütungspolitik und -praxis der Banken,
2. höhere Kapitaladäquanzanforderungen in der Hochkonjunktur,
3. höhere Liquiditätspolster.

Es ist außerdem beabsichtigt, die Banken zur Einhaltung eines bestimmten Verhältnisses von Fremdkapital zu Eigenkapital (Leverage) zu verpflichten, das von der Regulierungsbehörde als einfacher Verschuldungsgrad vorgeschrieben wird.

Im Februar 2010 hat die Europäische Kommission eine neue öffentliche Anhörung über weitere mögliche Änderungen der beiden Richtlinien über Eigenkapitalanforderungen<sup>53</sup> begonnen. Die Änderungen betreffen sieben Bereiche und decken sich weitgehend mit Absprachen der Staats- und Regierungschefs der G20: Liquiditätsstandards, Definition des Kapitals, Verschuldungsgrad, Kontrahentenrisiko, antizyklische Maßnahmen, systemrelevante Finanzinstitute und die Schaffung eines einheitlichen Regelwerkes zu all diesen Fragen für den Bankensektor in Europa. Die Ergebnisse der Anhörung sollen in der zweiten Hälfte des Jahres 2010 in einen Legislativvorschlag münden.

### Großbritannien

Großbritannien ist zwar an alle Entscheidungen über die Richtlinie zu Eigenkapitalanforderungen gebunden, es hat aber bereits einseitig Maßnahmen ergriffen und begonnen, auf EU-Ebene beschlossene Schritte umzusetzen. Die britische Regierung hat vorzeitig weitreichende Beschlüsse zur Verbesserung der Liquiditätsstandards gefasst und die Einführung institutsspezifischer Liquiditätspolster vorgeschlagen. Es hat außerdem beschlossen, wesentlich strengere Stresstests zur Beurteilung der Adäquanz von Kapital und Liquidität einzuführen.

Im Oktober 2009 veröffentlichte die Aufsichtsbehörde FSA eine Grundsatzerklärung, in der sie den Rahmen für strengere Liquiditätsregeln darlegt, mit deren Umsetzung Großbritannien bereits begonnen hat.

Die FSA hat Liquiditätsregeln aufgestellt, die auch für ausländische Banken gelten, die in Großbritannien tätig sind. Sie erwartet von diesen, dass sie eigenständige Polster in Großbritannien bereithalten. Diese Liquiditätspolster müssen aus hochwertigen Staatsanleihen, Zentralbankreserven und supranationalen Schuldtiteln bestehen.

Derzeit wird die genaue Höhe der Liquiditätspolster im System kalibriert, wobei die möglichen Auswirkungen höherer Kapitalanforderungen berücksichtigt werden. Das Niveau der Liquiditätspolster wird auf das spezifische Risiko jedes einzelnen Institutes und die Art der getätigten Geschäfte sowie die Qualität seines Risikomanagements zugeschnitten. Dabei kann es zu Abweichungen zwischen dem Niveau des individuellen und des systemweiten Liquiditätspolsters kommen. Nach Simulationen der FSA werden große britische Banken rund 10 Prozent ihrer Bilanzsumme „liquidieren“ müssen. Um die wirtschaftliche Erholung

<sup>53</sup> Zur Konsultation über die CRD siehe Webseite der GD Binnenmarkt

nicht zu gefährden, werden die neuen Liquiditätsregeln über mehrere Jahre hinweg schrittweise eingeführt. Die FSA hebt die Flexibilität ihrer Liquiditätsregeln besonders hervor, die eine Anpassung an neue, vom Basler Ausschuss beschlossene internationale Standards vorsehen.

## 6.2 Bewertung

Interessanterweise ist die Schweiz, deren Bankensystem wie das britische und das isländische Vermögenswerte in Höhe eines Vielfachen des BIP hielt, in der Frage der angemessenen Kapitalausstattung schnell vorangeschritten. Sie hat die Eigenkapitalanforderungen für ihre größten Banken in Boomzeiten auf 16 Prozent verdoppelt und beschlossen, antizyklische Maßnahmen in die Kapitaladäquanzregeln aufzunehmen<sup>54</sup>. Die Anforderung von 16 Prozent wird eine interessante Richtschnur für die Diskussion auf internationaler Ebene sein. Das Gleiche gilt für Vorschläge der EU, die Kapitalunterlegung für Handelsbuchpositionen zu verdoppeln und für Wieder-(Zweit-)verbriefungen zu verdreifachen. Außerdem darf das Risiko eines Instituts gegenüber einem einzelnen anderen Institut höchstens 25 Prozent des eigenen Kapitals betragen.

Großbritannien hat als erstes Land die Liquiditätspolster erhöht, insbesondere für internationale Finanzinstitute, die im Königreich tätig sind und nun mehr „Inlandsliquidität“ nachweisen müssen. Auch daran werden sich Andere wahrscheinlich messen, obwohl dieser Schritt die Kritik einiger Kreise auf sich gezogen hat, die eine Fragmentierung des Marktes befürchten.

Insgesamt geht der Trend bei Mindesteigenkapitalanforderungen in die richtige Richtung, während die Diskussion über die Prozyklizität nur langsam voran kommt und die Diskussion

über verschärfte Liquiditätsanforderungen weit zurückgefallen ist. Das liegt zum Teil daran, dass der Fokus des Baseler Ausschusses und der Regulierungsbehörden bislang auf Kapital und nicht auf Liquidität lag. Eine langfristige Ursache könnte auch in dem gescheiterten Versuch des BCBS in den 1980er Jahren liegen, ein Abkommen über Liquidität zu schließen.

Die Diskussion über die Qualität des Kapitals scheint auch langsam voran zu kommen und zu Einschränkungen der Nutzung zahlreicher „hybrider“ Kapitalinstrumente zu führen, die in den letzten zehn Jahren erlaubt waren. Ein Problem dabei ist, dass viele der Finanzspritzen der Regierungen zur Stützung der Finanzinstitute in der ganzen Welt dem Wesen nach selbst „hybrid“ waren, so dass mittel- bis langfristig wahrscheinlich höhere Anforderungen an die Qualität des Kernkapitals gestellt werden.

Während der Krise ist deutlich geworden, dass das Kapital, das die Institute gegen Handelsbuchpositionen, Zweitverbriefungen (CDOs) und außerbilanzielle Risiken wie Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles – SPV) halten müssen, völlig unangemessen war. So werden sowohl der Aufbau von Risiken als auch in hohem Maße Regulierungsarbitrage begünstigt. Es entsteht jetzt ein eindeutiger Konsens darüber (wie in den vor kurzem erschienenen Leitlinien des FSB zum Kapital hervorgehoben), dass all diese Instrumente bei der Berechnung der Kapitaladäquanz mit höheren Risiken gewichtet werden müssen.

Die Diskussion über die Vorschrift eines maximalen Verschuldungsgrades als Vorsichtsmaßnahme macht ebenfalls Fortschritte. Allerdings gibt es noch erhebliche Probleme mit der Definition und dem Messen des Verschuldungsgrades und der damit verbundenen Hebelwirkung. Bislang ist noch keine Einigung über eine geeignete Obergrenze erzielt worden.

<sup>54</sup> <http://www.finma.ch/archiv/ebk/e/archiv/2005/referate2005.html>

## 7. Regulierung der Derivate

Ein Derivat ist ein Titel, der seinen Wert von einem anderen zugrunde liegenden Wertpapier (underlying) ableitet. Das einfachste Derivat ist ein Future, ein Terminkontrakt, bei dem sich die Geschäftspartner verpflichten, einen Titel wie eine Aktie oder einen Anteil zu einem bestimmten Preis an einem bestimmten Termin zu kaufen bzw. zu verkaufen. Andere Derivate wie Zins-Swaps, bei denen sich die Vertragspartner auf den Tausch von festen und variablen Zinsverpflichtungen einigen, sind komplexer. Sie können auf vielem basieren und zahlreiche verschiedene Strukturen annehmen, solange die Vertragspartner bereit sind, Risiken zu handeln und sich auf einen Preis einigen. Derivate können ihren Wert auch aus einem bestimmten Index ableiten, wie z.B. Rohstoffpreise, Börsenindizes und Wetterschwankungen.

Es wird angenommen, dass Derivate in irgendeiner Form bereits seit König Hamurabi vor 4.000 Jahren existieren. Die Japaner handeln seit dem 17. Jahrhundert mit Reis-Futures<sup>55</sup>. Derivate können zur Absicherung gegen verschiedene Risiken sehr nützlich sein, sind aber auch leicht zur Spekulation einzusetzen. Der Derivatemarkt, der bis ins letzte Jahrhundert relativ klein war, ist inzwischen so groß geworden, dass er eine eingehende Prüfung rechtfertigt. Allein zwischen 1990 und 2008 ist das Volumen der Derivatemärkte von rund dem Zehnfachen des weltweiten BIP auf rund das 55-fache des weltweiten BIP angewachsen<sup>56</sup>.

Für unsere Diskussion ist es sinnvoll, Derivate danach zu unterscheiden, ob sie „börsengehandelt“ sind oder „außerbörslich“ im Freiverkehr gehandelt werden. 2008 wurden Derivate im Wert von rund dem 40-fachen des weltweiten BIP an den Börsen gehandelt. Die meisten dieser Märkte funktionierten auch während der Krise reibungslos. Diese Art Derivate sind normalerweise standardisiert, werden ausschließlich an der Börse gehandelt, sind transparent und unterliegen strengen Margin (Kapitaleinschuss)- und Sicherheitsanforderungen. Zusammengefasst bedeutet das, dass die Zahl der Querverbindungen zwischen Firmen bei diesen Verträgen begrenzt und das Nettorisiko zu jeder Zeit beschränkt ist; es besteht keine Unsicherheit über das Risiko der beteiligten Firmen.

Der außerbörsliche OTC-Derivate-Markt ist von rund 91 Billionen Dollar im Jahr 1998 auf 592 Billionen Dollar im Jahr 2008 geradezu explodiert<sup>57</sup>. Diese Derivate werden meist bilateral gehandelt und weisen im Gegensatz zu den börsengehandelten Derivaten eine komplexe Risikostruktur auf. Sie haben die Verflechtung des Finanzsystems enorm erhöht, was, wie oben dargelegt, zur Erhöhung des Systemrisikos beigetragen hat. Da sie nicht an der Börse gehandelt werden, sind die Margin- und Sicherheitsanforderungen im Allgemeinen wesentlich niedriger. Vor Ausbruch der Krise war ein Drittel der OTC-Derivate mit keinerlei Margin-Anforderungen verbunden, so dass man völlig kostenlos eine Hebelwirkung erzielen konnte. Ein weiteres Problem des OTC-Derivate-Marktes ist seine Undurchsichtigkeit. Niemand konnte wissen, nicht einmal die Regulierungsbehörden, wie hoch das von den Finanzinstituten eingegangene Risiko wirklich war. Bedenklich ist außerdem, dass manche gehandelten Derivate sehr komplex sein können und solche Transaktionen genutzt wurden, um windige Tätigkeiten zu verbergen und ein höheres Margin von unbedarften Kunden zu verlangen.

<sup>55</sup> [www.economist.com](http://www.economist.com)

<sup>56</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org)

<sup>57</sup> [www.bis.org](http://www.bis.org)



Wir wissen aus Teil I dieser Publikation, dass 1) Verflechtung, 2) Fremdverschuldung und 3) mangelnde Transparenz zum Systemrisiko beitragen.

Aus diesem Grunde haben die Regulierungsbehörden ihre Aufmerksamkeit zu Recht auf die OTC-Derivate-Märkte gerichtet.

## 7.1 Reformvorschläge

### USA

Die Obama-Administration hat angekündigt, alle Derivate-Märkte einer umfassenden Regulierung zu unterwerfen. Das Ziel ihres Gesetzesvorschlages ist es, 1) den Aufbau eines Systemrisikos zu verhindern, 2) Effizienz und Transparenz zu fördern, 3) Marktmissbrauch vorzubeugen und 4) sicherzustellen, dass Derivate nicht an unbedarfte Geschäftspartner verkauft werden.

Zu diesem Zweck wurde vorgeschlagen, 1) Dokumentationen vorzuschreiben und eine Meldepflicht für sämtliche OTC-Derivate einzuführen, 2) die Regulierung der Derivat-Händler zu verschärfen, die nun alle der Bundesaufsicht unterliegen sollen, 3) zu verlangen, dass alle standardisierten OTC-Derivate an regulierten und transparenten Handelsplätzen wie der Börse gehandelt werden müssen und 4) zu bestimmen, dass alle Derivate über regulierte zentrale Gegenparteien (CCP) abzuwickeln sind.

Der Vorschlag enthält zur Förderung der Standardisierung auch höhere Margin- und Kapitalanforderungen für nicht-standardisierte OTC-Derivate. Die Regierung hat die Aufsichtsbehörden SEC und CFTC mit der gemeinsamen Zuständigkeit für die Regulierung der Derivate-Märkte ausgestattet und sie ermächtigt, Positionsobergrenzen für Risiken aus Derivaten festzulegen, insbesondere in Märkten wie dem Rohstoffmarkt, wo sie eine wesentliche Rolle bei der Preisfindung spielen können. Schließlich soll nach dem Legislativvorschlag

auch die Definition des „geeigneten Anlegers“ verschärft werden, wovon man sich einen besseren Schutz von Privatpersonen und kleinen Kommunen verspricht.

Das Repräsentantenhaus hat in seinem Gesetz im Dezember 2009 den breiten Rahmen des Gesetzesvorschlages der US-Regierung übernommen, wesentliche Aspekte des Vorschlags aber verwässert. Demnach sollen die Margin- und Eigenkapitalanforderungen auf weniger Firmen angewandt und weniger Derivate über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt oder an der Börse gehandelt werden. Auch das Konzept der standardisierten OTC-Derivate wurde abgeschwächt. Während nach den Wünschen der Regierung so viele OTC-Derivate wie möglich über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden sollen, räumt der Vorschlag des Repräsentantenhauses den Regulierungsbehörden größeren Spielraum ein darüber zu entscheiden, was über CCPs abzuwickeln ist. Nach dem Vorschlag des Parlaments sind Transaktionen über Clearing-Stellen einem Register zu melden und aggregierte Registereinträge zu veröffentlichen.

Insgesamt beinhaltet der Vorschlag des Repräsentantenhauses: Händlern soll ein Margin verbindlich vorgegeben werden; nicht über die zentrale Clearing-Stelle abgewickelte Verträge sollen dem Register gemeldet werden, um die Regulierungsbehörden in die Lage zu versetzen, das Systemrisiko zu überwachen; die Kapitalanforderungen für solche Positionen sollen höher sein als für Transaktionen über die Clearing-Stelle, um das höhere Risiko widerzuspiegeln, das sie für das Finanzsystem und die Kontrahenten darstellen.

Die endgültige Fassung des Gesetzes des Senats wurde im Mai 2010 angenommen und ist überraschenderweise wesentlich strenger im Hinblick auf die Derivate-Reform als das Gesetz des Repräsentantenhauses. Im Gegensatz zu letzterem enthält sie keinerlei Ausnahmen für Devisenswaps und weniger Ausnahmeregeln für Endkunden. Der wichtigste Unterschied besteht jedoch darin, dass das Gesetz des Senats von den Banken verlangt, ihr Swapgeschäft in getrennte mit Kapital ausgestattete Einheiten auszugliedern.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission stellt in ihrer Mitteilung zu Derivaten vier Hauptmaßnahmen zu ihrer besseren Prüfung und Regulierung heraus. Die Kommission will 1) mehr standardisierte Verträge, 2) die Einrichtung elektronischer Systeme zum Abschluss von Derivategeschäften, 3) die Abwicklung aller Derivategeschäfte über regulierte zentrale Gegenparteien und 4) die Einrichtung einer zentralen Datenbank zur Sammlung umfassender Informationen über Derivategeschäfte und den Umfang offener Kontrakte.

Die Vorstellungen der Europäischen Kommission aus 2009 zur Regulierung der Derivate sind denen der US-Gesetze sehr ähnlich. Die Kommission möchte die gesetzlichen Bestimmungen über Clearing-Stellen in ganz Europa harmonisieren, um ihnen zu erlauben, auf EU-Ebene tätig zu sein. Für ihre Beaufsichtigung und Zulassung soll die neue Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) zuständig sein. Für standardisierte Derivate plant die Kommission eine Verpflichtung zur zentralen Abwicklung.

Die Europäische Kommission gedenkt die Risiken dadurch zu verringern, dass standardisierte Verträge über eine zentrale Gegenpartei

abzuwickeln sind. Für die verbleibenden bilateral abgewickelten Verträge sollen höhere Kapital- und Marginanforderungen gelten als für Geschäfte, die über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden. Die Kommission will folgendes erreichen: Operationelle Risiken durch stärkere Standardisierung der rechtlichen Bedingungen der Verträge senken; die Transparenz durch den Einsatz von zentralen Datensammelstellen verbessern; durch die Vorschrift, standardisierte Derivate an der Börse oder anderen organisierten Handelsplätzen zu handeln, die Aufsicht verstärken. Die Kommission will zudem die Aufsichtsbehörden ermächtigen, Obergrenzen für spekulative Verträge einzuführen, um unverhältnismäßige Preisschwankungen oder Konzentrationen von spekulativen Positionen zu verhindern. In einem Diskussionspapier hat die Europäische Kommission ihre Bereitschaft angedeutet, Ausnahmen für Nichtfinanzinstitute im Derivatemarkt vorzusehen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung lag der Legislativvorschlag der Kommission zur Derivate-Reform noch nicht vor.

### Großbritannien

Großbritannien stimmt zwar den meisten Punkten der Vorschläge der Kommission zur Derivate-Reform zu; in einer Stellungnahme zu diesem Thema<sup>58</sup> zweifelt die FSA jedoch manche dieser Vorschläge an. Sie möchte die Standardisierung nicht als einziges Kriterium zur Entscheidung über die Abwicklung von Verträgen über eine zentrale Gegenpartei gelten lassen, da auch andere Faktoren wie die regelmäßige Verfügbarkeit von Preisen und Marktliquidität berücksichtigt werden müssten. Die FSA warnt davor, zentrale Gegenparteien, da sie selbst systemrelevant sind, zu verpflichten, Produkte abzuwickeln, deren Risiken sie nicht managen können. Sie stellt

---

58 [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

auch den Bedarf für eine Aufsicht über die CCPs auf EU-Ebene in Frage und hält EU-weite Standards für ausreichend. Schließlich spricht sie sich in der Stellungnahme gegen den Einsatz stärkerer Kapitalunterlegung als Strafe bei Nicht-Standardisierung aus, um Firmen zu zwingen, auf die zentralen Gegenparteien zurückzugreifen.

## 7.2 Bewertung

OTC-Derivate haben bei der Auslösung und Verstärkung der gegenwärtigen Finanzkrise eine wesentliche Rolle gespielt. Der Fall des Versicherungskonzerns AIG, der mehrere Hundert Milliarden Dollar undurchsichtiger OTC-Verträge verkauft hatte und von der US-Regierung gerettet werden musste, ist aufschlussreich. In der ganzen Welt schlagen sich Gemeindeverwaltungen und Kommunalbehörden mit hohen Verlusten aus Derivategeschäften herum, die sie offensichtlich nicht vollständig verstanden haben. Der US-Bundesstaat Alabama steht am Rande des Bankrotts und in Europa sehen sich Städte wie Leipzig und Mailand hohen Verlusten gegenüber, die sie kaum tragen können<sup>59</sup>.

Der ursprüngliche Vorschlag der US-Regierung zur Reform der OTC-Derivate war das umfassendste Konzept, das zur Diskussion stand, doch wurde es nacheinander in den Entwürfen des Repräsentantenhauses, des Senats und der Europäischen Kommission in unterschiedlichem Maße abgeschwächt, indem Bestimmungen gelockert wurden, die nun die Fortsetzung des Handels mit OTC-Derivaten ermöglichen. Die Märkte der börsengehandelten Derivate funktionierten während der Krise reibungslos, so dass man ursprünglich so viele OTC-Derivate wie möglich an die Börsen

bringen wollte. Der Grundgedanke wurde beibehalten, doch hat das Repräsentantenhaus die Vorschrift, über reine Börsen zu handeln, dadurch abgeschwächt, dass sie als alternative Handelsplätze „Swap execution facilities“ hinzufügte, die noch nicht eindeutig definiert sind. Der Vorschlag der Europäischen Kommission enthält ebenfalls schwächere Bestimmungen im Hinblick darauf wie die OTC-Derivate an die Börse zu bringen sind. Die Bankerlobby, die befürchtet, dass der Handel über die Börse ihre erheblichen Gewinnspannen schmälern wird, ist über diese Bestimmung empört.

Die zweite herausragende Idee der US-Regierung war, zu verlangen, dass fast alle Derivate über zentrale Gegenparteien (CCP) abgewickelt werden müssen. Das trägt nicht nur dazu bei, den Grad der Verflechtung des Finanzsystems zu verringern, sondern erhöht auch die Transparenz und Sicherheit der Derivate durch Margin- und Sicherheitsanforderungen. Der Grundgedanke wurde zwar in allen Vorschlägen beibehalten, jedoch in abgeschwächter Form. Der ursprüngliche US-Vorschlag sah für Derivate, die nicht über eine zentrale Clearingstelle abgewickelt werden, Kapitalanforderungen in strafender Höhe vor, doch dieses „strafende“ Element wurde abgeschwächt. Auch die Kriterien für die Abwicklung über CCPs wurden gelockert. Während der ursprüngliche Vorschlag vorsah, dass alle Gegenparteien Margin-Anforderungen genügen müssen, hat sich in die Vorschläge des US-Kongresses und der Europäischen Kommission in Folge der starken Lobbyarbeit großer Unternehmen als entscheidende Ausnahme eingeschlichen, dass Nichtfinanzinstitute von der Vorschrift ausgenommen sein sollen.

Über die Details der endgültigen Anforderungen an die Einrichtung von Datensammelstellen und die Meldepflicht für Derivatege-

<sup>59</sup> <http://www.ft.com/cms/s/0/6fabfb98-32f6-11df-bf5f-00144feabdc0.html>



schäfte wird auf internationaler Ebene noch diskutiert. Auch der Stand der Diskussion über die zuerst von der US-Regierung vorgeschlagenen Obergrenzen für spekulative Verträge ist noch unklar.

Eindeutig ist jedoch, dass die Regulierungsbehörden konzertierter Lobbyarbeit zur Abschwächung der vorgeschlagenen Derivate-Regulierung ausgesetzt sind. Die Banken haben einen starken Anreiz, gegen den Börsenhandel aufzubegehren, da sie mit OTC-Geschäften große Margen verdienen, und Nichtfinanzinstitute haben erfolgreich Ausnahmeregelungen von den Margin-Anforderungen für Transaktionen durchgesetzt, die über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden. Viele der Realwirtschaftsunternehmen tätigen weit mehr Derivategeschäfte, als allein durch wirtschaftliche Gründe zu rechtfertigen ist, und mit der Ausnahmeregelung wird diese Art der Spekulation sicher noch zunehmen. In keinem der Rechtssysteme wurden Zulassungsanforderungen für Derivate aufgestellt. Dies hätte zu einem besseren Verständnis der Derivate beigetragen und das Verbot des Handels mit „toxischen“ Produkten durchgesetzt.

Wenn Nutzer OTC-Derivate nicht über die CCP abwickeln, wird die zusätzliche Kapitalanforderung, die vorgeschlagen worden war, wahrscheinlich auf eine einfache zusätzliche bilaterale Margin-Anforderung heruntergeschraubt werden. Die derzeit diskutierten Obergrenzen für spekulative Verträge sind ebenfalls weniger streng, genau so wie die Bestimmungen zum Schutz „unerfahrener“ Geschäftspartner.

Andererseits stehen die Chancen gut, ungedeckte Kreditausfallderivate (naked Credit Default Swaps – CDSs) in der EU zu verbieten oder sie zumindest mit höheren Auflagen zu belasten. Die unerwartet strengen Bestimmungen zur Auslagerung von Swap-Geschäften im Gesetz des US-Senats stärken den Reformprozess gegenüber Derivatgeschäften. Sollte dies in den USA Gesetz werden, könnte die EU den Gedanken aufgreifen. Der Gesetzesvorschlag des Repräsentantenhauses hatte vorgesehen, Devisenswaps von der Regulierung auszunehmen. Im Gesetz des Senats wurde diese Ausnahme gestrichen. Die Kommission hat verlauten lassen, dass sie dies übernehmen wolle.

## 8. Regulierung der Verbriefung

Finanzrisiken wurden durch Verbriefungen gestreut – allerdings nur in dem Sinn, dass sie zu mehr Ansteckung geführt haben, nicht in dem Sinne einer Verringerung.

Verbriefung ist ein Verfahren, mit dem Kreditforderungen, die normalerweise nicht handelbar sind, in handelbare Wertpapiere umgewandelt werden. Eine typische Verbriefung umfasst vier Schritte: 1) die Bündelung der Forderungen, 2) die Aufteilung dieser gebündelten Forderungen in wasserfallartig angeordnete Tranchen, wobei die jeweils untere Tranche erst dann Zahlungen erhält, wenn die jeweils obere Tranche voll ausgezahlt wurde, 3) die Bewertung der Tranchen und schließlich 4) der Verkauf von Wertpapieren, die Ansprüchen aus jeder dieser Tranchen entsprechen, an Marktteilnehmer.

Die Verbriefung von Forderungen hatte im Vorfeld der Krise erheblich zugenommen. Das ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, die im Folgenden diskutiert werden.

Die Banken nutzten Verbriefungen, um ihr Geschäftsvolumen zu erhöhen. An jedem Kredit, den sie ausgegeben haben, verdienten die Banken eine Gebühr. Andererseits erlaubt ihnen die Verbriefung, Forderungen aus der Bilanz herauszunehmen, so dass sie nun in der Lage waren, mehr Kredite auszugeben und ein höheres Einkommen aus Gebühren zu erzielen. Da sie außerdem auf diese Weise einen Großteil ihres Risikos an andere Anleger weitergaben, konnten sie ihre Standards für die Kreditvergabe und ihre detaillierte Prüfung der wirtschaftlichen und finanziellen Situation des Emittenten erheblich verringern.

Nach dem Baseler Abkommen zur angemessenen Eigenkapitalausstattung galten für Marktrisiken niedrigere Kapitalanforderungen als für Kreditrisiken. Durch Verbriefung konnten die Banken Forderungen aus ihren Anlagebüchern, die den Kapitalanforderungen für Kreditrisiken unterliegen, in ihre Handelsbücher verschieben, für die geringere Kapitalanforderungen für Marktrisiken gelten. Obwohl im Finanzsystem insgesamt weiterhin dieselben Forderungen existierten wie vor der Verbriefung, stand ihnen nun ein wesentlich niedrigerer Kapitalbetrag gegenüber. Dies erhöhte das Systemrisiko insgesamt.

Die Verbriefung wurde immer komplexer. Waren die Anleger wohl noch in der Lage, nach der Lektüre von rund 200 Seiten Dokumentation einfache Immobilien-Verbriefungen (Mortgage-Backed Securities – MBS) zu verstehen, so war es nach Auffassung der Bank of England für niemanden mehr möglich, ein CDO2 vollkommen zu verstehen, das eine Verbriefung verbriefter Aktiva darstellt und beispielsweise die Lektüre von sage und schreibe einer Milliarde Seiten erfordert. Diese Komplexität verbarg große Risiken, die bei den ersten Problemen des Finanzsektors 2007–2008 deutlich zu Tage traten.

Die Kreditbewertungen der verbrieften Vermögenswerte durch Ratingagenturen, die in einem Interessenskonflikt standen, waren aus der Rückschau betrachtet eindeutig zu hoch. Unter dem Druck der Verkäufer und im Streben nach Maximierung saftiger Gebühren vergaben sie unangemessene Ratings ohne die angemessene detaillierte Prüfung.

Die Hauptprobleme der Verbriefungsbranche waren, dass 1) die Banken bei denjenigen Krediten, die ausschließlich zum Zweck des Weiterverkaufs durch Verbriefung ausgegeben wurden, kein Risiko eingingen, was zur Erosion der Kreditvergabestandards führte; 2) die Schlupflöcher

der Baseler Kapitalregeln weitgehend ausgenutzt wurden und zur Erhöhung des Systemrisikos führten; 3) die Kreditagenturen im Interessenskonflikt übertrieben optimistische Bewertungen abgaben und 4) die Komplexität aberwitzige Ausmaße annahm.

## 8.1 Reformvorschläge

### USA

Die US-Behörden haben flexible gesetzliche Regelungen zur Verbriefung eingeführt, die von dem Originator, dem Verkäufer einer verbrieften Forderung, oder dem Sponsor einer Verbriefung verlangt, ein wesentliches wirtschaftliches Interesse an einem wesentlichen Anteil des Kreditrisikos der verbrieften Produkte zu behalten, das ursprünglich mit 5 Prozent festgelegt wurde. Sie beabsichtigen, noch weitere Regelungen einzuführen, um die Vergütung der Marktteilnehmer an der langfristigen Wertentwicklung der Forderungen auszurichten, die den Verbriefungen zugrunde liegen.

Die Regierung hat außerdem die SEC ermächtigt, die Transparenz und die Standardisierung der Verbriefungsmärkte zu erhöhen und vollständige Berichterstattung von den Emittenten der Verbriefungen zu verlangen. Sie hat auch Möglichkeiten aufgezeigt, die Anreize für Makler/Verkäufer/Sponsoren/Zeichner und andere am Verbriefungsprozess Beteiligte an der langfristigen Wertentwicklung der verbrieften Vermögenswerte auszurichten, und hierzu Änderungen des Vergütungsmodells vorgeschlagen. Den Verkäufern soll nicht mehr gestattet sein, Gewinne aus dem Verkauf der Wertpapiere sofort zu verbuchen; sie sollten sie vielmehr langfristig verbuchen. Ebenso wurde angeregt, dass die Honorare und Provisionen der Kreditvermittler und Kreditsachbearbeiter ebenfalls nicht sofort, sondern im Laufe der Zeit auszuzahlen sind, abhängig von der Wertentwicklung der Wertpapiere.

Die Gesetzgebung verpflichtet auch die Ratingagenturen, Informationen über das Niveau

der Forderungen von Vermögenswerten zu nutzen, die den verbrieften Produkten zugrunde liegen, und diese Informationen zu veröffentlichen. Sie fordert die Regulierungs- und Aufsichtsbehörden zudem auf, sich nicht von Kreditbewertungen abhängig zu machen.

Um das Vertrauen in die Verbriefungsmärkte durch größere Transparenz zu erhöhen, werden US-Hypotheken dauerhafte Codes zugeteilt, die Anlegern helfen sollen, Zahlungen und andere bonitätsrelevante Informationen nachzuverfolgen.

Die Ausschüsse des Repräsentantenhauses und des Senats haben weitgehend ähnliche Ansätze gewählt. Erstens, verlangen beide Vorschläge von Unternehmen, die verbrieft Produkte verkaufen, einen Teil des Kreditrisikos einzubehalten. Sowohl der Vorschlag des Repräsentantenhauses als auch der Senatsvorschlag sehen eine Anforderung des Risikoeinhalts von 5 Prozent vor, die von der Regulierungsbehörde erhöht werden kann. Beide Gesetze verlangen außerdem bessere Berichtsvorschriften zur Erhöhung der Transparenz von verbrieften Produkten. Sie wollen von den Emittenten forderungsbesicherter Wertpapiere (Asset-Backed Securities – ABS) die Offenlegung von Informationen über die Höhe der Forderungen, um Anlegern eine unabhängige detaillierte Prüfung der wirtschaftlichen und finanziellen Situation des Emittenten zu ermöglichen.

Nach dem Gesetz des Repräsentantenhauses sollen diese Informationen folgendes umfassen: „Eine eindeutige Kennzeichnung des Kreditvermittlers oder des Verkäufers, die Art und Höhe der Vergütung des Vermittlers oder Verkäufers des forderungsbesicherten Wert-



papiers, die Höhe des Risikoeinhalts des Verkäufers oder des Verbriefers dieser Forderungen“. Beide Gesetze fordern auch eine eindeutige Definition der offen zu legenden Buchungs- und Regulierungsstandards.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission hat für Banken die Anforderung eingeführt, mindestens fünf Prozent der Produkte, die sie verkaufen, in ihrer Bilanz zu behalten. Auf diese Weise soll ein Anreiz zu detaillierter Prüfung sowie ein Interesse an der langfristigen Wertentwicklung dieser Produkte gewährleistet werden.

Die Kommission hat auch eine strengere Regulierung von Wiederverbriefungen vorgeschlagen, die wie gesagt komplexer sind als einfache Verbriefungen. Sie sollen beschränkt und höheren Kapitalanforderungen unterworfen werden, die nahezu einer Verdreifachung des Kapitals entsprechen, das zur Unterlegung von Wiederverbriefungen erforderlich ist.

Der EU-Kommissionsvorschlag ähnelt dem US-Vorschlag, da er ebenfalls eine weitaus umfangreichere Offenlegung vorsieht, die Informationen über Transaktionsabläufe einschließt.

## 8.2 Bewertung

Sowohl in den USA als auch in der EU wird über einen Risikoeinbehalt von 5 Prozent beraten, was die Arbitragemöglichkeiten zwischen beiden Standorten verringert. Über den idealen Wert herrscht noch keine Einigkeit. Die USA haben die Regulierungsbehörden ermächtigt, darüber zu entscheiden, und die EU prüft, ob dieser Wert erhöht werden kann.

Nach dem Vorschlag der USA kann das Risiko entweder auf der Ebene der Verkäufer (Originatoren) der Forderung (die damit einen Anreiz zur eigenen sorgfältigen Prüfung haben) oder der Sponsoren der Verbriefung gehalten werden (die dadurch einen Anreiz haben,

sicherzustellen, dass die Verkäufer eine eigene detaillierte Prüfung vorgenommen haben). Der EU-Vorschlag bezieht sich nur auf die Banken, die Forderungen verbrieften.

Enttäuschend ist allerdings, dass in den Diskussionen auf all diesen Ebenen nicht über Bestimmungen zur Beschränkung der Ausgabe von Wiederverbriefungen wie den inzwischen berüchtigten CDO2 und CDO3 gesprochen wird, die in der aktuellen Krise eine zentrale Rolle gespielt haben, auch wenn der EU-Vorschlag die Unterlegung solcher Vermögenswerte mit wesentlich höheren Kapitalanforderungen vorsieht. Da diese Arten von Wertpapieren zurzeit nicht verboten werden, ist es sinnvoll, die Höhe des Risikoeinhalts an die Komplexität und die potentielle Gefahr der verbrieften Produkte zu knüpfen.

Positiv an dem US-Vorschlag ist, dass manche der Bestimmungen sehr breit sind. So lassen sie sich auf eine ganze Reihe von Akteuren in der Verbriefungskette anwenden. Die Regulierungsbehörden können dann für jedes der Kettenglieder eine Vergütung vorschreiben, die abhängig ist von der langfristigen Wertentwicklung der zugrundeliegenden Forderungen. Diese Bestimmung sollte von der EU übernommen werden.

Die Anforderung einer höheren Beteiligung am Risiko ist die Antwort auf das Problem des mangelnden Anreizes zur sorgfältigen Prüfung. Weitere in der Einleitung zu diesem Abschnitt angesprochene Probleme werden in anderen Gesetzestexten behandelt. Das Problem der offenkundig zu positiven Bewertungen wird durch die Anforderung an die Ratingagenturen behandelt, eine eigene Bewertungsskala für strukturierte Produkte aufzustellen und Informationen über die Transaktionen offenzulegen. Die exzessive Komplexität wird nur zum Teil durch „strafende“ Kapitalanforderungen geregelt. Dem Problem der Arbitrage zwischen Anlage- und Handelsbüchern wurde mit einer Verdoppelung der Kapitalanforderungen für Handelsbuchpositionen begegnet.



## 9. Regulierung alternativer Investmentfonds

Die Banken waren zwar weitgehend in die aktuelle Finanzkrise verstrickt, doch auch das Schattenbankensystem mit Institutionen wie Hedgefonds, Zweckgesellschaften (Conduits) und Geldmarktfonds, die bankähnliche Funktionen ausüben, ist an dem Ausbruch und der Ausbreitung der Krise mit Schuld. Dieses Schattenbankensystem ist kein kleiner Nebenschauplatz; es ist in den letzten zehn Jahren fast zu einem echten Rivalen des Bankensystems angewachsen. Laut Financial Times hatte das Schattenbankensystem in den USA einen Wert von 5.900 Mrd. Dollar und damit keinen wesentlich geringeren Umfang als das Bankensystem mit einem Volumen von 9.400 Mrd. Dollar.

Weiterhin zählen zu diesem Schattenbankensystem auch andere Formen alternativer Investmentfonds, wie Beteiligungsfonds (Private Equity), die ebenfalls zur exzessiven Fremdverschuldung im Finanzsystem beigetragen haben. Die laufenden Reformbemühungen konzentrieren sich auf eine schärfere Regulierung der Banken, dabei wären die politischen Entscheidungsträger gut beraten, wenn sie auch das Schattenbankensystem in die Regulierung einbeziehen würden. Andernfalls könnte die strengere Regulierung des Bankensystems dazu führen, dass die Risiken, welche die Regulierungsbehörden zu beherrschen versuchen, einfach aus dem Regulierungskreis in das Schattenbankensystem verlagert werden. Die simple Tatsache, dass es nicht der Regulierung unterliegt, verschafft ihm nämlich einen Wettbewerbsvorteil gegenüber dem strenger regulierten Bankensystem.

Deshalb verlangt die G-20, dass alle Finanzinstitute, Instrumente und Rechtsordnungen in den Regulierungskreis aufgenommen werden.

In diesem Abschnitt wird insbesondere auf die Regulierung von Hedgefonds und Private Equity eingegangen, die bislang weitgehend unreguliert sind.

### 9.1 Reformvorschläge

#### USA

Gegenwärtig sind manche Berater von privaten Kapitalpools in den USA bei der CFTC registriert, andere sind freiwillig bei der SEC gemeldet. Nach dem Vorschlag der Obama-Administration soll jedoch die Registrierung bei der SEC für alle Anlageberater, die Vermögenswerte von über 30 Mio. Dollar verwalten, zur Vorschrift werden. Diese Berater sind zur Auskunft über 1) Vermögenswerte, 2) Verschuldungsgrad, 3) bilanzexterne Risiken, 4) Kontrahentenrisiko, 5) Handel und 6) Anlagepositionen der verwalteten Fonds verpflichtet, um 1) den Regulierungsbehörden die Beurtei-

lung des Systemrisikos der Fonds zu ermöglichen und 2) über alle großen Risiken im Finanzsystem informiert zu sein.

Theoretisch gelten die Bestimmungen nur für „US-basierte“ Fondsmanager, doch die Definition dieser „Basis“ ist in dem Vorschlag sehr breit gefasst, so dass in der Praxis die meisten Fondsmanager auch mit nur geringer Präsenz auf dem amerikanischen Markt darunter fallen. Bedient ein Fonds zum Beispiel mindestens 15 Kunden in den USA oder verwaltet er ein Vermögen von über 25 Mio. Dollar, das amerikanischen Kunden zugeordnet werden kann, oder hat er einen Geschäftssitz in den USA oder stellt er sich selbst als Anlagenberater in den USA dar, finden die Bestimmungen auf ihn An-

wendung. Mit anderen Worten: Die meisten Fondsmanager, die Geld von amerikanischen institutionellen Anlegern nehmen, fallen unter diese Bestimmungen.

Die SEC soll regelmäßig überprüfen, ob ein Marktteilnehmer die Vorschriften einhält und (auch vertrauliche) Informationen an die Fed und die FSOc weiterleiten, damit diese beurteilen können, ob ein Fonds oder eine Fondsfamilie so groß, so verflochten oder so komplex sind, dass sie ein Systemrisiko darstellen. Sollte das der Fall sein, wird der Fonds von der Fed wie eine Finanzholdinggesellschaft der Kategorie 1 reguliert und einer strengen Aufsicht unterstellt.

Zusätzlich zur Offenlegung dieser vertraulichen Informationen müssen sie laut dem Vorschlag der Regierung Anforderungen an die Führung von Unterlagen erfüllen und 1) Anlegern, 2) Gläubigern und 3) Kontrahenten detailliertere Informationen über die Fonds geben, die von Fondsmanagern verwaltet werden, die bei der SEC registriert sind.

Das im Dezember 2009 vom Repräsentantenhaus angenommene Gesetz sieht für Hedgefonds- und andere Anlageberater, die privates Beteiligungskapital verwalten, die Registrierung bei der SEC innerhalb einer Übergangsfrist von einem Jahr vor. Berater von Hedgefonds mit einem Volumen von über 100 Mio. Dollar müssen sich bei der SEC als Anlageberater registrieren lassen.

Auch das Gesetz des Senats sieht neue Auflagen für private Berater im Hinblick auf die Führung von Unterlagen und die Offenlegung vor. Das Ziel dabei ist, den Regulierungsbehörden die Beurteilung des Systemrisikos zu ermöglichen. Zu den Informationen, die Hedgefonds melden müssen, zählen 1) das verwaltete Vermögen, 2) der Verschuldungsgrad, 3) das Kontrahentenrisiko, 4) Handels- und Anlagepositionen, 5) Bewertungsverfahren, 6) die Art der gehaltenen Vermögenswerte, 7) Nebenab-

sprachen, 8) Handelsusancen und 9) weitere für den Anlegerschutz und die Systemstabilität erforderliche Angaben. Die SEC soll das Recht haben, regelmäßige Inspektionen durchzuführen und relevante Informationen an die neue Regulierungsbehörde für das Systemrisiko weiterzugeben.

Darüber hinaus soll die SEC dem Kongress jährlich berichten, wie sie diese Daten zum Schutz der Anleger und der Marktintegrität nutzt. Das Gesetz des Senats enthält eine begrenzte Ausnahmeregelung für ausländische Berater, die keinen Geschäftssitz in den USA haben, weniger als 15 amerikanische Kunden bedienen, Vermögen von US-Kunden im Wert von weniger als 25 Mio. Dollar verwalten und nicht als Berater in den USA auftreten. Anlageberater müssen mit unabhängigen Verwahrstellen für Kundenvermögen zusammenarbeiten, um Betrug wie im Madoff-Fall zu verhindern.

Wenn Hedgefonds nach Auffassung der Fed zu groß oder zu sehr mit anderen Finanzmarktakteuren verflochten sind, können strengere Kapitalanforderungen an sie gestellt werden, um sie für ihren Beitrag zum Systemrisiko zu bestrafen.

### Europäische Union

Die Europäische Kommission hat vorgeschlagen, die Verwalter alternativer Investmentfonds zu regulieren, statt der Fonds selbst. Sie hat einen Richtlinienentwurf vorgelegt, der für eine Zulassung in der gesamten EU die Registrierung der in der EU ansässigen Fondsmanager erfordert. Mit der Richtlinie sollen bislang unregulierte Marktteilnehmer der Regulierung unterworfen werden. Dabei würden Meldepflichten und die Führung von Geschäftsregeln eingeführt. Verwalter von Fonds unterhalb einer bestimmten Schwelle (100 Mio. Euro für Hedgefonds und 500 Mio. Euro für Private-Equity-Fonds) sind hiervon ausgenommen. In den nachfolgenden Beratungen im Rat und Par-

lament wurden andere Schwellen vorgeschlagen, so dass noch unklar ist, worauf sich die Europäische Union letztendlich einigen wird.

Fondsmanager mit Sitz in einem Drittland müssen in jedem EU-Land zugelassen werden, in dem sie ihre Produkte verkaufen, können aber drei Jahre nach Verabschiedung der Richtlinie auch einen EU-Pass beantragen, sofern sie „strenge Auflagen im Hinblick auf Regulierung, Aufsicht und Zusammenarbeit, auch mit Steuerbehörden“ erfüllen.

Die Verwalter alternativer Investmentfonds müssen die zuständige Behörde von der Solidität ihrer internen Vorkehrungen zum Risikomanagement und zur sicheren Verwahrung von Vermögenswerten überzeugen. Mit der Richtlinie sollen die Vermarktung dieser Fonds auf professionelle Anleger beschränkt und Mindestanforderungen an die Informationspflicht gegenüber den Anlegern eingeführt werden. Die Richtlinie präzisiert auch, zu welchen Sachverhalten den zuständigen Behörden Informationen gegeben werden müssen: 1) die wichtigsten Märkte, auf denen die Fondsmanager handeln, 2) die verwendeten Handelsinstrumente, 3) die größten Risiken, 4) die Wertentwicklung, 5) die Risikokonzentration und 6) weitere Angaben zum Organisations- und Risikomanagement, die es der Behörde erlauben, eine wirksame Aufsicht auf Makroebene durchzuführen.

Für Verwalter dieser Fonds, die in großem Umfang auf Hebelwirkung setzen, gelten besondere Anforderungen. Nach der Richtlinie soll die Aufsichtsbehörde die Möglichkeit haben, bei einer Bedrohung der Finanzstabilität einzugreifen und Obergrenzen für den Fremdkapitaleinsatz vorzuschreiben. Für Fonds, die einen beherrschenden Anteil an einem öffentlichen Unternehmen von über 10 Prozent bzw. über 20 Prozent erwerben, gelten besondere Bestimmungen bezüglich der Informationspflicht. Der Richtlinienentwurf sieht eine Eigenkapi-

tanforderung an die Fonds-Manager von mindestens 0,02 Prozent vor und schränkt die Möglichkeit der Manager ein, administrative Dienstleistungen oder Dienste von Bewertungsstellen außerhalb der EU in Anspruch zu nehmen.

Das Europäische Parlament hat die AIFM-Richtlinie erheblich verschärft und Bestimmungen zur Vergütung und zur Hebelfinanzierung aufgenommen sowie relativ strenge Kriterien für die Zulassung von Fonds aus Drittländern zu den EU-Märkten. Der Entwurf wurde vom ECON-(Wirtschafts-)Ausschuss angenommen, doch der Prozess der Abstimmung zwischen Rat, der mehrere Bestimmungen abmildern will, und Parlament, das auf seinen Änderungen besteht, kann sich noch hinziehen. Es besteht nur eine geringe Wahrscheinlichkeit, dass eine Einigung vor der Sommerpause zu erzielen ist.

### **Großbritannien**

Nach der geltenden Praxis müssen Verwalter von Hedgefonds mit Sitz in Großbritannien registriert sein und Mindestinformationen offenlegen. Die FSA hat angekündigt, dass sie mit der Branche zusammenarbeiten will, um die Offenlegungsregeln zu verbessern und sicherzustellen, dass sie relevante Informationen rechtzeitig erhält, einschließlich der Angaben über die Finanzierung, die Hebelwirkung und die Anlagestrategie der Fonds. Den Behörden soll auch das Recht eingeräumt werden, von Fall zu Fall weitere Informationen zu verlangen. Wenn die FSA eine Erhöhung des Systemrisikos befürchtet, soll sie eine Verringerung der Hebelwirkung von Fonds oder die Auslagerung des Risikos in einem bestimmten Bereich vorschreiben können.

Die FSA hat eine enge Zusammenarbeit mit der SEC zur Harmonisierung der Sammlung und des Austausches von „systemrelevanten“ Informationen über Hedgefonds-Berater und -Verwalter mit Sitz in Großbritannien und den

USA zugesagt. Diese Koordinierung zwischen den Regulierungsbehörden der USA und der EU soll einerseits den Fondsmanagern die Einhaltung der Anforderungen erleichtern, und andererseits der SEC und der FSA ermöglichen, Risiken für ihre Regulierungsziele und -aufgaben schneller zu erkennen.

Die britische Labour-Regierung hat jedoch weite Teile des von der Europäischen Kommission vorgelegten Richtlinienentwurfs abgelehnt, insbesondere zu Vorschriften über Private-Equity-Gesellschaften. Ihrer Auffassung nach sollte in der Richtlinie zwischen den verschiedenen Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds unterschieden werden. Großbritannien möchte einen risikoabhängigen Ansatz anwenden. Es hält die spezifizierten Schwellenwerte von der Bandbreite her für zu weit und zu niedrig, um genau jene alternativen Fonds und ihre Verwalter zu adressieren, die ein erhebliches Risiko für die Finanzstabilität und die Markteffizienz darstellen. Die FSA macht sich außerdem für einen globalen Ansatz stark, der „ungerechtfertigte geographische Unterscheidungen über legitime und notwendige Geschäftsmodelle hinweg“ vermeiden hilft. So soll die Entscheidungsfreiheit der Anleger respektiert werden.

Die neue britische konservativ-liberale Regierung teilt diese Positionen offensichtlich weitgehend, hat aber bereits angedeutet, dass sie es nicht auf einen Kampf mit ihren EU-Partnern anlegen wird und zu einem Kompromiss bereit ist.

## 9.2 Bewertung

Sowohl die USA als auch die EU haben in ihrem Bemühen, die alternativen Investmentfonds in den Geltungsbereich der Regulierung einzubeziehen, Fortschritte gemacht. Für besondere Gesellschaften wie Zweckgesellschaf-

ten werden neue Grenzen für außerbilanzielle Risiken gelten. Die Gesetzesvorschläge in den USA und der EU sind so breit, dass sie die meisten privaten Kapitalpools erfassen, einschließlich Hedgefonds, Private-Equity-Gesellschaften, Family Offices und Beteiligungsfonds.

Beide Vorschläge wählen den Ansatz, die Verwalter der Fonds, und nicht die Fonds selber zu regulieren. Das ist vielleicht nicht ideal, kann aber dennoch gut funktionieren, wenn auch andere Anforderungen erfüllt sind. Die EU-Richtlinie verlangt im Gegensatz zum US-Vorschlag die Registrierung aller Fondsmanager bei der Regulierungsbehörde, wenngleich die Anforderungen minimal sind. Ab einer bestimmten Größe (100 Mio. Dollar verwaltetes Vermögen in den USA und 100 Mio. Euro bei hebelfinanzierten Fonds sowie Euro 500 Mio. Euro für Fonds ohne Hebelwirkung in der EU) gelten nach beiden Vorschlägen sowohl der USA als auch der EU recht solide Registrierungsanforderungen für Fondsverwalter.

Die Informationen, die nach beiden Vorschlägen gesammelt werden sollen, müssen wenigstens theoretisch ausreichen, um ein Urteil über das Systemrisiko eines Fonds treffen zu können.

Die von der EU vorgesehene Mindestkapitalanforderung ist ein interessanter Gedanke, selbst wenn nicht ganz klar ist, was 0,02 Prozent bewirken können. Der US-Ansatz ermächtigte die Regulierungsbehörde, Institute als systemrelevant einzustufen sowie private Kapitalpools als Finanzholdinggesellschaften der Kategorie 1 einzustufen. So können sie der Regulierung und Aufsicht durch die Fed unterstellt werden. Dieser Ansatz ist eindeutig und pragmatisch, zumindest auf dem Papier.

Die EU-Richtlinie sieht Bestimmungen vor, die es den Regulierungsbehörden ermöglichen, aufsichtsrechtliche Standards und Beschränkungen auf Verwalter von alternativen Investmentfonds anzuwenden, deren Tätigkeit ihrer



Auffassung nach ein Systemrisiko darstellt. Die Richtlinie enthält jedoch keine Einzelheiten dazu, wie das geschehen könnte und wer das tun sollte und hat hier keinen Biss.

Der vorgeschlagene EU-Pass für Fonds ist sehr gut, diese haben schon seit langem so etwas Ähnliches verlangt. Damit wird sich die EU in Richtung eines integrierteren Finanzmarktes bewegen, auch wenn noch nicht klar ist, ob alle für die Regulierung alternativer Investmentfonds benannten zuständigen Behörden auch tatsächlich die erforderlichen Fähigkeiten haben werden. So könnte es zu Regulierungsarbitrage kommen, wenn Fonds versuchen, die nachgiebigste Regulierungsbehörde zu finden.

Die von der EU vorgesehene Anforderung, den Nachweis für solide Geschäftsverfahren und unabhängige Bewertungsstellen zu erbringen, ist ein richtiger Schritt. Doch könnte die Anforderung, Verwahrstellen für Vermögenswerte mit Sitz in der EU zu wählen, Repressalien vor allem der USA nach sich ziehen, die keinen vergleichbaren Vorschlag gemacht haben. Vielleicht wäre es besser, von einem „gleichwertigen Regulierungsrahmen“ zu sprechen.

Die EU erlegt Private-Equity-Gesellschaften (relativ schwache) Berichtspflichten über das private Beteiligungskapital auf. Der Vorschlag der USA enthält nichts Derartiges.

In keinem der beiden Vorschläge wird der „Fußabdruck“ (eigene Sitz-Präsenz) der Verwalter alternativer Investmentfonds im Markt erwähnt. Selbst nicht-ansässige und unregistrierte Verwalter können durch die Möglichkeit, auch ohne lokale Niederlassung und Kunden auf lokalen Märkten tätig zu sein, ein Systemrisiko darstellen. Wahrscheinlich beabsichtigen die Regulierungsbehörden, dieses Risiko im Rahmen der Regulierung der Finanzmärkte aufzufangen.

Alle derzeit vorliegenden Vorschläge sind eher unangemessen und nicht optimal gestaltet, so dass das Schattenbankensystem sich weiterhin einer ernsten und effizienten Aufsicht entzieht.

## 10. Reform der Ratingagenturen

Jahrelang haben Ratingagenturen Anleihen nach ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit bewertet und dabei ein Buchstabensystem verwendet. Diese Bonitätseinstufung war relativ unumstritten und funktionierte viele Jahrzehnte zur allgemeinen Zufriedenheit. In den letzten Jahren begannen die Ratingagenturen jedoch, in großem Maßstab verbriefte Anleihen zu bewerten. Sie wendeten für die Bewertung dieser Wertpapiere dieselbe Buchstabenskala an wie für einfache Anleihen.

Das hat Regulierungsbehörden und Anleger gleichermaßen in dem Glauben gewiegt, eine mit AAA bewertete zweitverbriefte Schuldverschreibung (CDO) wäre einer mit AAA bewerteten Unternehmensanleihe ähnlich. Dadurch konnten Banken und Anleger große Mengen an CDOs horten, die bei gleichem Kapitaleinsatz eine höhere Rendite versprachen, als gleichwertige Unternehmensanleihen.

Die Krise hat gezeigt, dass die Annahme der Gleichwertigkeit von Anleihen falsch war. Die Risiken der beiden Titel sind sehr unterschiedlicher Natur. Es hat sich herausgestellt, dass die von den Agenturen bewerteten CDOs wesentlich riskanter waren als die gleich bewerteten Unternehmensanleihen. Sie bescherten den Anlegern große Verluste und haben zum Ausbruch der Krise beigetragen.

Das Tätigkeitsspektrum der Ratingagenturen zeigte deutlich ihre Interessenkonflikte auf. Denn sie bekamen hohe Beraterhonorare von den Banken, für die sie die CDOs bewerteten. Es wurde auch deutlich, wie dieser Konflikt sie dazu geführt hat, Abstriche an der sorgfältigen Prüfung zu machen.

Ein weiteres Problem, das in der Krise offensichtlich wurde, war, welche entscheidende Rolle die Bonitätsbewertungen inzwischen bei der Regulierung spielten. Ratings wurden sogar in Eigenkapitalvereinbarungen verankert.

Um diese Probleme zu lösen, ist Regulierung an drei Fronten notwendig: 1) Lösung des Interessenskonflikts der Ratingagenturen, 2) Neugestaltung der Bewertungsmethoden für verbriefte Produkte und 3) Überdenken der Rolle der Ratingagenturen im Rahmen der Regulierung.

### 10.1 Reformvorschläge

#### USA

Nachdem die US-Behörden erkannt hatten, welche Rolle die Ratingagenturen in der Krise gespielt haben, legten sie detaillierte Vorschläge vor. Diese sind in erster Linie auf strengere Regulierung zur Lösung des Interessenskonfliktes und größere Transparenz ausgerichtet. Die Vorschläge der Regierung beinhalten eine Registrierungsverpflichtung der Agenturen, sowie die Schaffung einer speziellen Aufsichtsabtei-

lung bei der SEC und Beaufsichtigung der Bewertungsverfahren.

Die Vorschläge schließen 1) Agenturen von der Erbringung von Beratungsleistungen an Unternehmen, die sie auch bewerten, aus; verbieten 2) Interessenkonflikte, die sich aus vielfachen Beziehungen ergeben, bzw. schreiben deren Offenlegung vor; schreiben 3) die Offenlegung der für jede Bewertung gezahlten Honorare vor, und ebenfalls der von dem betreffenden Kunden im Laufe der letzten zwei Jahre gezahlten Honorare; verlangen 4) eine



zurückschauende sorgfältige Prüfung, wenn ein Mitarbeiter von einem Kunden angestellt wird. So soll unzulässiges Verhalten ausgeschlossen werden; schreiben 5) die verbindliche Offenlegung von „ratings shopping“ (Auswählen der Ratingagentur, die ein besseres Rating verspricht); verlangen 6) eine separate Bewertungsskala für strukturierte Produkte; schreiben 7) detaillierte qualitative und quantitative Begründungen aller Ratings vor; führen 8) die Pflicht zur Offenlegung detaillierter Informationen über strukturierte Produkte für alle Agenturen ein, so dass jede Agentur „unabhängig und unaufgefordert“ Urteile abgeben kann.

Daneben beauftragte die Regierung die Arbeitsgruppe des Präsidenten zu Finanzmärkten und das überparteiliche Untersuchungsorgan des Kongresses, GAO (Government Accountability Office), zu überprüfen, wie der Einfluss von Bonitätsbewertungen auf die Regulierung verringert werden kann. Die Regierung hat außerdem eine öffentliche Anhörung zu dieser Frage eingeleitet.

Das Gesetz des Repräsentantenhauses zur Finanzmarktreform von 2009 zielt darauf ab, Interessenkonflikte zu verringern, das blinde Vertrauen des Marktes in Ratingagenturen zu erschüttern und Haftungsvorschriften für Ratingagenturen einzuführen. Damit ähneln diese Vorschläge den ursprünglichen Vorschläge der Regierung. Die neueste Fassung des Gesetzes des Senats gleicht dem ebenfalls.

Die Gesetze schaffen ein neues Amt für Bonitätsbewertungen bei der SEC, das die Umsetzung der Regulierung überwachen, hochwertige Kreditbewertungen gewährleisten und sicherstellen soll, dass diese Ratings nicht durch unzulässige Interessenkonflikte beeinflusst werden.

Beide Gesetze wollen die internen Kontrollstrukturen verbessern und führen ein Verfahren zur jährlichen Überprüfung der Ratings ein. Die SEC soll mindestens einmal im Jahr die

national anerkannten Ratingagenturen (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSROs) überprüfen und die wichtigsten Ergebnisse veröffentlichen. Außerdem ist die SEC befugt, eine Agentur vorübergehend zu suspendieren oder sogar im Register zu löschen, wenn sie über einen längeren Zeitraum unzutreffende Bewertungen abgegeben hat.

Beide Vorschläge sollen die Transparenz erhöhen, indem sie von den Ratingagenturen verlangen, Informationen über die Verfahren und Methoden ihrer Bewertung offenzulegen, die Anzahl der von der NRSRO vorgenommenen Bewertungen bekanntzugeben und zu berichten, wie die Agentur bezahlt wird.

Die Gesetze sehen auch die Einführung von Haftungsregeln bei vorsätzlicher oder fahrlässiger mangelnder Überprüfung von Sachverhalten vor, oder wenn versäumt wurde, eine Analyse von unabhängigen Quellen einzuholen. Auch sollen Privatpersonen die Möglichkeit erhalten, gerichtlich gegen Ratingagenturen vorzugehen.

Darüber hinaus verlangt das Gesetz des Repräsentantenhauses die Schaffung von Anreizen für hochwertige Ratings und schlägt z. B. ein Zufallssystem für die Zuweisung der NRSROs an Emittenten vor, die eine Bonitätsbewertung wollen.

Die Vorschläge versuchen die Interessenkonflikte zu mildern, die sich aus dem „Emittenten-Bezahl-Modell“ ergeben. Das Gesetz des Senats verbietet es Mitarbeitern, die für die Einhaltung der Bestimmungen verantwortlich sind, an Bewertungen, Methoden oder Verkauf mitzuarbeiten. Auch soll mit beiden Gesetzen die Leistung der Mitarbeiter der NRSROs verbessert werden. Während das Gesetz des Repräsentantenhauses eine engere Überwachung der Mitarbeiter und jährliche Evaluierung der von jedem einzelnen vorgenommenen Bewertungen verlangt, will der Senat von den Rating-Analysten entsprechende Befähigungsnachweise ver-



langen und sie zu Weiterbildungsmaßnahmen verpflichten.

Die endgültige Fassung des Gesetzes des Senats enthält zwei zusätzliche Bestimmungen, die die Ratingagenturen einer wesentlich stärkeren Regulierung unterziehen. Danach kann der Agentur jede Rechtsgrundlage entzogen werden. Außerdem wurde die SEC gebeten, dem Kongress Empfehlungen für neue Anforderungen an die Kreditwürdigkeit unterbreiten. Das Gesetz verhindert auch, dass Banken sich die Bonitätsbewertungen aussuchen und nach dem besten Rating umsehen können. Das vorgeschlagene neue Amt für Bonitätsbewertungen bei der SEC soll den Antragstellern Agenturen zur Bewertung zuteilen.

### Europäische Union

Europäischer Rat und EU-Parlament haben dem Kommissionsvorschlag zur Regulierung und Beaufsichtigung der Ratingagenturen in der EU bereits zugestimmt. Danach werden die Agenturen verpflichtet, sich bei der europäischen Wertpapieraufsicht (derzeit dem CESR) registrieren zu lassen. Überwacht werden sie dann von Kollegien der nationalen Wertpapieraufsichtsbehörden. Es ist davon auszugehen, dass das neue europäische Aufsichtssystem ESFS eine zentrale Rolle bei der Regulierung und Beaufsichtigung dieser Agenturen spielen wird, sobald es seine Tätigkeit aufnimmt. Die Aufsichtsbehörde wird eine Datensammelstelle einrichten, die Informationen über die Bewertungsverfahren, die Entwicklung und die Daten aller von allen Ratingagenturen erstellten Bonitätsbewertungen erfasst. Diese Datensammelstelle wird zur sorgfältigen Prüfung und zum Vergleich der Leistungen beitragen.

Die Ratingagenturen müssen demnach 1) mindestens zwei unabhängige Vorstandsmitglieder aufweisen, deren Vergütung nicht an die Leistung der Firma gekoppelt ist; 2) die Na-

men der bewerteten Unternehmen offenlegen, deren Beitrag zu ihren Erträgen 5 Prozent oder mehr beträgt; und 3) den regelmäßigen Wechsel ihrer Analysten gewährleisten, damit sie keine zu große Nähe zu den einzelnen Branchen aufbauen können. Die Kommission plant, Regeln für Ratingagenturen aufzustellen, wie die Offenlegung der Modelle und Verfahren, auf denen ihre Bewertungen beruhen. Außerdem beabsichtigt die Kommission, von den Agenturen die Verbesserung ihrer Governance zu verlangen, indem sie z. B. mindestens zwei unabhängige Vorstandsmitglieder nachweisen müssen, deren Vergütung nicht an die Leistung der Firma gekoppelt ist.

Darüber hinaus soll es den Ratingagenturen verboten sein, Unternehmen zu bewerten, in denen Analysten finanzielle Interessen haben, und Beraterdienste für Firmen zu erbringen, die sie heute oder in Zukunft bewerten.

Die neue EU-Regulierung zu Ratingagenturen, mit der die Aufsicht über Ratingagenturen eingeführt wird, wurde im Juli 2009 vom Europäischen Rat und im September 2009 vom Europäischen Parlament formal angenommen. Von nun an müssen sich Ratingagenturen in der EU registrieren lassen. Nach den derzeit diskutierten Vorschlägen sollen sie der Regulierung durch die neue Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA unterstellt werden. Es wird damit gerechnet, dass die EU für die Zulassung der Ratingagenturen in der Union vollen Zugang zu ihren Daten und Verfahren verlangen wird. Mehrere führende EU-Politiker haben sich für die Einrichtung einer neuen europäischen Rating-Agentur ausgesprochen: Doch ist noch unklar, welche Aufgaben sie haben und wie sie arbeiten soll.

## 10.2. Bewertung

Für die in der aktuellen Krise deutlich gewordenen Probleme der Ratingagenturen gibt es drei potentielle Lösungen auf Makroebene. Eine besteht in dem Wechsel des Zahlungsprinzips vom derzeitigen „Emittenten-Bezahl-Modell“ zu einem „Anleger-Bezahl-Modell“. Eine andere Lösung wäre die Abschaffung der Rolle von Kreditbewertungen bei der Regulierung. Die dritte besteht in der Lösung der durchdringenden Interessenkonflikte, der Informationsungleichgewichte und der Probleme, die sich dadurch ergeben, dass komplexe Risiken, insbesondere strukturierter Produkte, in einer einzigen Kennzahl ausgedrückt werden.

Die Regulierungsbehörden haben die erste Lösung aufgrund der praktischen Schwierigkeiten der Umsetzung eines „Anleger-Bezahl-Modells“ abgelehnt. Weltweit und vor allem in den USA versuchen die Regulierungsbehörden, die Bedeutung der Kreditbewertungen für die Regulierung zu verringern; doch scheint es eher unwahrscheinlich, dass diese Rolle vollkommen abgeschafft werden kann.

Die meisten neuen Regulierungsansätze konzentrieren sich auf die dritte Möglichkeit der Verringerung der Interessenkonflikte und Informationsungleichgewichte. Die Vorschläge der USA und die der EU sind beide bei weitem nicht perfekt, stellen aber einen wichtigen Schritt in die richtige Richtung dar. Darüber hinaus könnten sich beide Vorschläge gegenseitig befruchten.

Vor allem die Vorschläge der USA zur Offenlegung detaillierter Analysen als Ergänzung zu Bonitätsbewertungen sowie die Verpflichtung, Daten auch anderen Agenturen zur Verfügung zu stellen, sollten von der EU übernommen werden. Das wird wahrscheinlich auch geschehen. Im Gegenzug sollten die USA die von der EU vorgeschlagene Datensammelstelle

sowie die regelmäßige Rotation der Analysten übernehmen.

Eine Möglichkeit, die dem „Emittenten-Bezahl-Modell“ innewohnenden Konflikte zu umgehen, wird im Folgenden erörtert.

So könnte ein Teil der von dem Emittenten gezahlten Mittel in einen Fonds einfließen, der eine zweite Rating-Agentur nach dem Zufallsprinzip auswählt und um eine unabhängige Bewertung bittet. Die so erhaltenen Informationen können herangezogen werden, um Unterschiede zwischen Ratings zu erkennen und zu beheben. So ließe sich außerdem eine sorgfältige Überprüfung vornehmen, die Genauigkeit besser kontrollieren Aufzeichnungen zurückverfolgen und Korrekturen vornehmen. Insgesamt wird so die Zuverlässigkeit der Ratings erheblich verbessert.

Dieser Ansatz der doppelten Bewertung würde sowohl das Vertrauen in die Unabhängigkeit der Ratings erhöhen als auch den Wettbewerb fördern. Es wäre auch möglich, die zuständige Regulierungsbehörde (z. B. die SEC oder die vorgeschlagene Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde) mit der Wahl einer Rating-Agentur zur Bewertung jedes einzelnen Titels zu beauftragen. Diesen Vorschlag enthält das neue Gesetz des US-Senats. Nimmt man dem Emittenten die Möglichkeit, die von ihm bevorzugte Rating-Agentur zu wählen, hätte er keine Gelegenheit mehr zum „Ratings Shopping“. Gleichzeitig hätten die Agenturen keinen Anreiz mehr, sich Geschäfte zu sichern, indem sie günstige Bewertungen anbieten.

## 11. Einsatz des Steuersystems zur Regulierung der Finanzmärkte

### 11.1. Finanztransaktionssteuern: Eine kurze Geschichte

Finanztransaktionssteuern haben eine lange Tradition. Das bekannteste Beispiel ist wahrscheinlich die britische Stempelsteuer (stamp duty), die auf den Kauf von Anteilen an Unternehmen mit einem britischen Aktionärsregister erhoben wird. Es gibt sie in der einen oder anderen Form bereits seit 1694; ihr aktueller Steuersatz beträgt 0,5 Prozent. Allerdings sind bestimmte „qualifizierte Vermittler“, wie Market Maker in Großbanken, ausgenommen. Die „Stamp Duty Reserve Tax“, wie sie heute heißt, erzielt jedes Jahr ein Aufkommen von nahezu 3 Mrd. Pfund.

Mehrere andere europäische Länder, darunter Irland, Griechenland, Finnland und die Schweiz, erheben ebenfalls Steuern auf verschiedene Finanztransaktionen. Das Gleiche gilt für Indien, Südafrika, China und Taiwan außerhalb Europas. In Großbritannien wie auch in Irland erzielen diese Steuern rund 1 Prozent der gesamten Steuereinnahmen, während sie in Taiwan, das eine größere Bandbreite an Steuern erhebt, 5–8 Prozent des gesamten Steueraufkommens ausmachen. Selbst die USA erheben eine „Section 31 fee“<sup>60</sup> auf Finanztransaktionen, deren Steuersatz derzeit bei 0,00169 Prozent liegt<sup>61</sup>. Von deren Aufkommen wird teilweise die SEC (die Regulierungsbehörde für den Kapitalmarkt) finanziert.

Auch einige lateinamerikanische Staaten erheben Finanztransaktionssteuern und erzielen damit erhebliche Einnahmen. Die in Lateinamerika am weitesten verbreitete Steuerform sind Steuern auf Kontobelastungen. Die meisten dieser Steuern erzielen ein Aufkommen in Höhe

von 1 Prozent des BIP. In den 1990er Jahren erzielte eine Steuer in Ecuador ganze 3,4 Prozent des BIP und die vor kurzem ausgesetzte brasilianische Transaktionssteuer CPMF erzielt jedes Jahr rund 10 Mrd. Dollar, 4 Prozent der gesamten Einnahmen der Regierung. Brasilien hat nun eine Steuer auf den Fremdwährungszustrom in Höhe von 2 Prozent eingeführt, um spekulative Devisenströme einzudämmen.

Im Zeitraum von 2005–2009 erhob Indien eine „Banking Cash Transaction Tax“ von 0,1 Prozent auf Barabhebungen von Bankkonten. Und heute noch gibt es eine Steuer auf Börsentransaktionen.

Weltweit verfügen viele Länder über verschiedene Formen von Transaktionssteuern auf verschiedene Teile ihrer Finanzsysteme, darunter auch auf Derivatemarkte, Aktienhandel, Anleihen und Kontobelastungen.

Es wurden viele verschiedene Gründe für die Erhebung von Finanztransaktionssteuern angeführt, doch einige der Hauptgründe für die Einführung solcher Steuern sind:

- Sie können erhebliche Einnahmen erzielen, wenn sie auf breiter Basis zu sehr niedrigen Steuersätzen erhoben werden.
- Sie können die verbreitete Kurzsichtigkeit der Finanzmärkte verringern, indem sie diese Verhaltensweisen abstrafen.
- Sie können dazu beitragen, exzessive Spekulation zu verringern, indem sie sie verteuern.
- Sie können zu Steuer- oder Regulierungszwecken Informationen über das Transaktionsniveau liefern.
- Sie können dazu beitragen, das Systemrisiko zu verringern, indem sie Undurchsichtigkeit und Komplexität bestrafen.
- Sie können Steueraufkommen von schwach besteuerten Finanzmarktakteuren generieren.

<sup>60</sup> <http://www.sec.gov/answers/sec31.htm>

<sup>61</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-29.htm>

### 11.2 Besteuerung von Finanzinstrumenten

Die Staats- und Regierungschefs der G20 betonten bei ihrem Treffen 2009, dass der Finanzsektor einen „angemessenen und wesentlichen“ Beitrag zu den Kosten der Finanz- und Wirtschaftskrise leisten muss. Sie haben über verschiedene Möglichkeiten zur Umsetzung dieser Option gesprochen und den Internationalen Währungsfonds beauftragt, eine Studie über die verschiedenen möglichen Mechanismen vorzulegen. Die Welt war sich plötzlich der Herausforderungen für ihre Steuersysteme bewusst geworden. Schon bald stehen in vielen Ländern weltweit, vor allem aber in Europa, Haushaltskürzungen an; die Mittel zur Finanzierung der internationalen Entwicklung und der Probleme des Klimawandels wurden bereits gekürzt.

Gleichzeitig sind nur wenige Änderungen der Regulierung in Kraft getreten, wie wir in den vorangegangenen Kapiteln dieser Publikation erörtert haben. Der Prozess wird sich außerdem noch zwei bis drei Jahre hinziehen. Solange bleibt das Finanzsystem, das uns diesen Steuerschlamassel eingebracht hat, weitgehend unverändert erhalten. Auf der anderen Seite erhalten die Banker in vielen Fällen bereits wieder ihre Bonuszahlungen, die praktisch von Staaten und Zentralbanken finanziert werden.

Aber selbst wenn alle Änderungen der Regulierung rechtskräftig sind, werden sie wahrscheinlich nicht ausreichen, und zwar aus zwei Gründen: Erstens, vernachlässigen die vorgeschlagenen Änderungen weitgehend die Frage des Systemrisikos, das die Finanzmärkte darstellen, und konzentrieren sich auf Änderungen des Bankensystems. Wie aus der bisherigen Darstellung in diesem Buch ersichtlich ist, zielen die meisten Regulierungen auf die einzelnen Banken ab. Es gibt nur wenige Vorschläge zur Reform der Finanzmärkte. Zweitens, und das ist noch wichtiger, sind viele der Reformvor-

schläge reaktiv. Es wurde nur sehr wenig getan, um das Finanzsystem an der Realwirtschaft auszurichten.

Maßvolle Steuern auf Finanztransaktionen können dazu beitragen, diese beiden Mängel auszugleichen und gleichzeitig erhebliche Einnahmen zu erzielen. Traditionell werden diese Steuern als Finanztransaktionssteuern bezeichnet. Wir schlagen vor, das Konzept zu erweitern und auf eine größere Zahl von Märkten anzuwenden. Die Steuern könnten einmalig auf jede Emission erhoben werden. Dabei könnte die Steuer nach Marktliquidität gestaffelt werden, von liquideren Märkten wie Aktien und Terminkontrakte auf den Wertpapierhandel bis hin zu illiquideren Märkten wie verbrieftete Produkte, Hypotheken und OTC-Derivate.

Die Einführung einer Reihe von Steuern auf Finanzinstrumente (Financial Instrument Taxes – FIT) bietet ein hochflexibles Instrumentarium, das den Besonderheiten der einzelnen Märkte angepasst werden kann. In einem solchen System könnten auf Produkte, die ein höheres Systemrisiko darstellen, höhere FIT-Steuersätze angewendet werden. So ließen sich Transaktionen mit Derivaten, die komplexer und weniger transparent sind oder außerbörslich gehandelt werden, durch höhere Steuersätze benachteiligen. Ein äußerst attraktiver Aspekt der FIT ist, dass Steuersätze antizyklisch variiert werden können, um ein Anwachsen des Systemrisikos zu unterbinden: überhitzte Märkte könnten durch eine Anhebung der Steuersätze abgekühlt werden, während bei einem Marktabschwung die FIT-Sätze gesenkt werden könnten.

Neben diesem Reiz eines Instrumentes für die Regulierung auf Makroebene bieten FIT die Möglichkeit, äußerst wertvolle Informationen zu gewinnen. So hat z. B. die brasilianische Finanztransaktionssteuer CPMF nicht nur erhebliche Steuereinnahmen ermöglicht, sondern auch Daten geliefert, die zur Bekämpfung der

Steuerhinterziehung beigetragen haben. In ähnlicher Weise wurde in Indien eine Steuer auf Geldgeschäfte in erster Linie mit dem Ziel eingeführt, nützliche Informationen zur Steuereintreibung zu erhalten. In China hat ein hochrangiger Regierungsberater die Idee geäußert, eine solche Steuer auf Devisen zu erheben, um Spekulanten zu erkennen. Wir zahlen noch immer die Kosten für die unzureichende Aufsicht über das Finanzsystem. Da ist die Möglichkeit, mit FIT Informationen über Handelsgeschäfte zu erhalten, von großer Bedeutung. Sie sollte zu einem ihrer erklärten Ziele gemacht werden. Ein solches FIT-System trägt erstens dazu bei, Steuerflucht zu verringern; zweitens gewährleistet die Protokollierung aller Transaktionen mit Finanzinstrumenten, dass die Regulierungsbehörden Risiken im Finanzsektor schneller lokalisieren können.

Darüber hinaus würde die Einführung von FIT die zunehmenden Probleme im Zusammenhang mit neuen Handelsmustern wirksam angehen. Hierzu zählen der hochfrequente automatisierte Handel und algorithmischer Handel, der in erster Linie zur Beschleunigung von Trends konzipiert wurde. Als Nische kann der automatisierte Handel zwar zu erhöhter Vielfalt und Liquidität im Markt führen, seine heute beherrschende Stellung verhindert aber ein effizientes Funktionieren des Marktes. Insgesamt kann automatisierter Handel Trends verschärfen und die Volatilität erhöhen. Und was noch schwerer wiegt: von ihm geht zunehmend eine ernste Gefahr des System-Zusammenbruchs aus, wie jüngst im August 2007 und Mai 2010 zu beobachten war. Das Erheben einer geringen Transaktionssteuer würde das Systemrisiko reduzieren und durch geringere Gewinne im automatisierten Handel das Gleichgewicht des Marktes wieder herstellen. Es würde auch die extreme Kurzsichtigkeit, die immer häufiger auf

den Finanzmärkten herrscht, etwas verringern.

FIT können eine Menge Geld einbringen, das zum Ausgleich der riesigen Steuerdefizite und für so wichtige Aufgaben wie die internationale Entwicklung und die Beherrschung des Klimawandels gebraucht wird – nach unseren Schätzungen 250–350 Mrd. Dollar jährlich. Mehr noch: ein gut gestaltetes FIT-System wird einen höchst fortschrittlichen Einfluss haben, politische Spielräume eröffnen und einen großen Gewinn für die Regulierung einbringen. Es ist auch die natürliche marktbezogene Ergänzung einer bankbezogenen Abgabe.

### 11.3 Aktuelle Vorschläge

Es ist interessant, unsere Ideen für differenzierte Steuern mit den Vorschlägen zu vergleichen, die bereits von anderer Seite gemacht wurden. Mehrere Regierungen, darunter die Frankreichs, Deutschlands, Großbritanniens, Österreichs und Belgiens, haben sich für die Ausweitung des Systems von Finanztransaktionssteuern als Reaktion auf die Krise stark gemacht. Während diese Regierungen allerdings wenig konkrete Vorschläge vorgelegt haben, wurden zahlreiche Konzepte von Nicht-Regierungsorganisationen, Wissenschaftlern, Denkfabriken und dem US-Kongress unterbreitet, die hier kurz vorgestellt werden sollen:

**The Leading Group**<sup>62</sup>: Die Gruppe hat 55 Mitgliedsländer und widmet sich der Mobilisierung von Geldern zur Finanzierung von Entwicklung durch innovative Mittel. Diese Gruppe unterstützt den Vorschlag einer Steuer von 0,005 Prozent auf Devisentransaktionen zur Mobilisierung von Mitteln für die Entwicklung und hat zur Untersuchung dieser Option eine Expertengruppe eingesetzt. Der Vorschlag kam als erstes von dem britischen Netzwerk

62 <http://www.leadinggroup.org/rubrique20.html>



„Stamp out Poverty“<sup>63</sup> und war als reines Instrument zur Geldbeschaffung gedacht. Eine solche Steuer könnte jährlich zwischen 20 Mrd. und 40 Mrd. Dollar einbringen.

**WIFO**<sup>64</sup>: Das österreichische Wirtschaftsforschungsinstitut hat einen einheitlichen Steuersatz für eine Finanztransaktionssteuer vorgeschlagen, die in allen Finanzmärkten erhoben werden soll. Der Vorschlag des WIFO verfolgt zwei Ziele: 1) die Beschaffung erheblicher Mittel und 2) die Abschwächung von Mustern in den Finanzmärkten, die zu konjunkturellen Berg- und Talfahrten führen. Das Institut hat die erwarteten Steuereinnahmen beispielhaft für drei Steuersätze von 0,01 Prozent, 0,05 Prozent und 0,1 Prozent berechnet und kommt auf insgesamt zwischen 0,4 Prozent und 2,2 Prozent des weltweiten BIP. Das WIFO geht davon aus, dass damit etwa 200 bis 1.000 Mrd. Dollar zu erzielen wären, wenn die Steuer weltweit erhoben würde.

**US-Kongress**<sup>65</sup>: In den USA wurden dem Repräsentantenhaus und dem Senat Gesetzesvorschläge zur breiten Einführung von Finanztransaktionssteuern vorgelegt. Sie sehen die Besteuerung von Börsentransaktionen mit 0,25 Prozent sowie von Derivaten wie Terminkontrakten, Swaps und Kreditausfallderivate mit 0,02 Prozent vor. Hauptzweck dieser Gesetzesvorlagen ist die Mittelbeschaffung und nicht so sehr eine Änderung des Marktverhaltens. Es wird geschätzt, dass mit diesen Steuern in den USA rund 150 Mrd. Dollar jährlich zu erzielen sind.

**CEPR/PERI**<sup>66</sup>: In einem gemeinsamen Arbeitspapier haben die beiden US-amerikanischen Denkfabriken CEPR und PERI ein System von Finanztransaktionssteuern vorgeschlagen, das auf unterschiedliche Finanztransaktionen verschiedene Steuersätze anwendet: *Aktien*: -0,5 Prozent, *Anleihen*: 0,01 Prozent für jedes Jahr bis zur Fälligkeit, *Futures*: 0,02 Prozent des fiktiven Wertes des zugrunde liegenden Vermögenswertes, *Optionen*: 0,5 Prozent der gezahlten Optionsprämie, *Zins-Swaps*: 0,02 Prozent pro Jahr bis zum Ablauf der Swap-Vereinbarung. Dieses vorgeschlagene Steuersystem diene in erster Linie der Erzielung von Einnahmen und fördere zweitens die Finanzstabilität. Allein in den USA rechnet man mit Einnahmen aus diesen Steuern zwischen 180 und 350 Mrd. Dollar.

**Re-Define**: Die Organisation des Autors, Re-Define, plädiert für ein stärker differenziertes System von Finanztransaktionssteuern<sup>67</sup>. Ein solches wird bereits in einer gewissen Form in einigen Ländern angewandt. Taiwan, zum Beispiel, wendet ein sorgfältig differenziertes System unterschiedlicher Steuersätze an: auf Aktien 0,3 Prozent, Anleihen 0,1 Prozent, Futures zwischen 0,0000125 Prozent und 0,06 Prozent je nach Art des Vertrages und Optionen zwischen 0,1 Prozent und 0,6 Prozent. Finnland, Italien und Malta haben ein Transaktionssteuersystem, nehmen an Börsen gehandelte Wertpapiere aber davon aus. Damit benachteiligt diese Steuer die Undurchsichtigkeit von außerbörslichen Transaktionen und ermutigt dazu, mehr Wertpapiere an der Börse zu handeln.

63 <http://www.stampoutpoverty.org/>

64 <http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?&language=2> und [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31819&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31819&typeid=8&display_mode=2) und [http://www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S\\_2008\\_FINANCIAL\\_TRANSACTION\\_TAX\\_31819\\$.PDF](http://www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2008_FINANCIAL_TRANSACTION_TAX_31819$.PDF)

65 Let Wall Street pay for Wall Street's Bailout Act of 2009

66 [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_201-250/WP212.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP212.pdf) und [http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working\\_papers/working\\_papers\\_1-50/WP20.pdf](http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_1-50/WP20.pdf)

67 Vgl. „Financial Transaction Taxes: Tools for Progressive Taxation and Improving Market Behaviour“, Re-Define, Sony Kapoor, 2010 und frühere Publikationen. Siehe auch Aussage von Re-Define Managing Director Sony Kapoor vor dem Europäischen Parlament unter: <http://www.re-define.org/blog/2009/12/04/re-define-testimony-european-parliament-hearings-financial-transaction-taxes>



### 11.4 Regulierungsgründe für die Einführung eines FIT-Systems

In diesem Abschnitt konzentrieren wir uns auf unsere eigenen Vorschläge und zeigen auf, wie ein flexibler Einsatz von Finanzsteuern dazu beitragen kann, mehrere Regulierungsziele zu erreichen.

„Finanzinstitute konzentrieren sich natürlicherweise auf die Entwicklung von Produkten, mit denen Geld zu verdienen ist. Die Produkte, mit denen sie am meisten Geld verdienen, werden am intensivsten gehandelt. Folglich ist das Finanzsystem durch exzessiven Handel, Gebührenmissbrauch und Volatilität verzerrt.“ – *Avinash Persaud, Chairman Intelligence Capital Writing in the Financial Times*

„Es ist fast sicher, dass es ein Niveau gibt, auf dem der Handel wirtschaftlich nicht optimal ist, jenseits des Optimalen liegt, und wenn wir eine relativ niedrige Steuer erheben, können wir zuversichtlich sein, wenigstens etwas Geld herein zu bekommen, ohne Schaden anzurichten; denn selbst wenn sich die Handelstätigkeit dadurch etwas verringern sollte, richten wir keinen Schaden an, da wir am Anfang der Ansicht waren, es würde zu viel gehandelt“<sup>68</sup>. – *Lord Adair Turner, Chairman Financial Services Authority, im Gespräch mit Re-Define*

#### Gebührenmissbrauch verringern

Privatanleger und institutionelle Anleger zahlen Milliarden Dollar überzogener Maklerprovisionen und Gebühren. Dies resultiert unmittelbar daraus, dass die Makler Kundengelder in stärker schwankende Wertpapiere stecken, die häufiger gehandelt werden und damit grö-

ßere Provisionen für die Makler generieren. Die Makler werden so angereizt, exzessiv mit Wertpapieren zu handeln, um ihre Provisionen zu maximieren, selbst wenn die Fundamentalwerte diesen Handel nicht rechtfertigen<sup>69</sup>.

Schon eine niedrige Finanztransaktionssteuer würde den Gebührenmissbrauch vermeiden und dazu beitragen, die Spreu vom Weizen zu trennen. Manche renditeorientierten Geschäfte auf den Finanzmärkten kämen nicht mehr zustande.

#### Extreme Kurzsichtigkeit in Angriff nehmen

Lord Myners, ehemaliger Fondsverwalter und heute britischer Finanzstaatssekretär, fürchtet, die Unternehmen könnten aufgrund des superschnellen automatisierten Aktienhandels zum „Spielball“ der Spekulanten werden. Er sagte, solche Praktiken liefen Gefahr, die Beziehung zwischen dem Anleger und dem Unternehmen zu zerstören. Er sagte weiter, dass die Tatsache, dass Menschen Anteile nur Nanosekunden lang halten könnten, vollkommen losgelöst sei von dem Gedanken des gemeinschaftlich gehaltenen Unternehmens. – *BBC Interview mit Lord Myners*<sup>70</sup>.

Lord Myners hat damit ein zunehmendes Problem der Kapitalmärkte knapp zusammengefasst: ihre Rolle als Informationsmarkt, Kapitalanbieter und Überwacher von Anlagen wird durch immer kürzere Anlagehorizonte und damit verbundenen steigenden Transaktionsvolumina unterminiert. Nach Schätzungen macht der automatisierte und hochfrequente Handel inzwischen schon 70 Prozent des Handelsvolumens mit US-Aktien aus.

Extreme Volatilität und ein zunehmend kurzfristiger Marktlohn führen zur Vorherrschaft

<sup>68</sup> Gespräch zwischen Lord Turner, Chairman FSA and Sony Kapoor, Managing Director Re-Define auf der Re-Define website [www.re-define.org](http://www.re-define.org)

<sup>69</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Churning\\_\(stock\\_trade\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Churning_(stock_trade)), <http://www.sec.gov/answers/churning.htm>, [http://www.stockbrokerfraudblog.com/2009/04/churning\\_accounts\\_by\\_brokers\\_i.html](http://www.stockbrokerfraudblog.com/2009/04/churning_accounts_by_brokers_i.html)

<sup>70</sup> <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8338045.stm>



technikdominierter Händler gegenüber jenen, die auf der Grundlage wirtschaftlicher Fundamentaltwerte handeln. Langfristige Anleger und Unternehmen, die ihren Kapitalbedarf am Markt decken, werden so zu Verlierern.

Langfristige Anleger können durch die höhere Volatilität der Wertpapiere, in die sie investieren, große Summen Geld verlieren. Außerdem tragen sie Milliarden an Kosten, da sie als Reaktion auf die höhere Volatilität häufiger handeln müssen, als sie es sonst tun würden. Wer den Kapitalmarkt nutzt, kann verlieren, weil die Marktsignale, die seine Anlageentscheidung beeinflussen, immer weniger auf wirtschaftlichen Fundamentaltwerten beruhen und immer mehr von technischen Handelsstrategien getrieben sind.

Das Erheben einer geringen Finanztransaktionssteuer benachteiligt extrem kurzfristige Anlagehorizonte und automatisierten Handel gegenüber fundamentalem Handel.

Im September 2009 hat das hoch angesehene Aspen-Institut in den USA ein Grundsatzdokument zu dem Thema herausgegeben, betitelt mit „Overcoming Short-termism“. In diesem drängt es die Regierung, sich mit der Überwindung der Kurzfristigkeit zu befassen. Einer der wichtigsten Vorschläge in diesem Dokument besteht in der Erhebung einer Verbrauchssteuer auf Finanztransaktionen. Der legendäre Investor Warren Buffet, der Gründer der Vanguard Gruppe von Investmentunternehmen John Bogle, und der ehemalige Präsident der Weltbank James Wolfensohn gehören zu den prominenten Unterzeichnern dieses Aufrufes<sup>71</sup>.

Finanztransaktionssteuern erhöhen die Transaktionskosten bei kurzfristigem Handel und benachteiligen so extrem kurzfristige

Anlagehorizonte. Ihre Einführung würde den Gebührenmissbrauch verringern, die extrem kurzfristige Ausrichtung zurückdrängen, das exzessive Handelsvolumen reduzieren und die Volatilität in diesen Märkten dämpfen. All dies trüge erheblich zum Funktionieren der Finanzmärkte bei. Außerdem würde die Information in den Finanzmärkten wesentlich effizienter. FTT (Financial Transaction Taxes) haben das Potential, zusätzlich zu den durch diese Steuern erzielten Einnahmen Milliarden von Dollars an Kosteneinsparungen und Effizienzgewinnen zu generieren. Nach Auffassung des Aspen-Instituts wird eine FTT einen Anreiz für stabilere langfristige Anlagen schaffen<sup>72</sup>.

Der IWF kommt in seiner Analyse verschiedener Formen von Kapitalkontrollen zu der Schlussfolgerung, dass Finanztransaktionssteuern auf Devisenzuflüsse Ländern wie Chile geholfen haben, das Profil der Anlagen längerfristig und manche Möchtegern-Kurzfrist-Anleger zu langfristigen Anlegern zu machen<sup>73</sup>.

### **Extreme Volatilität verringern**

Eine störende Tendenz der Finanzmärkte ist ihre zunehmende Volatilität. Während neue Informationen über Unternehmen oder relevante makroökonomische Variablen eher selten aufkommen, sind die Marktpreise äußerst volatil und Transaktionen wesentlich häufiger als durch die Reaktion auf neue Informationen allein zu rechtfertigen wäre. Laut einem Bericht der Financial Times wurden an einem typischen Tag 90 Geschäftsabschlüsse und 72 Preisänderungen der Vodafone-Aktie in weniger als einer Minute registriert<sup>74</sup>.

In Umfragen gaben zwei Drittel der Devisenhändler an, dass bei einem Zeithorizont

71 <http://www.aspeninstitute.org/policy-work/business-society/corporate-programs/cvsg/public-policy>

72 <http://www.aspeninstitute.org/policy-work/business-society/corporate-programs/cvsg/public-policy>

73 „Capital Inflows: The Role of Controls, IMF Staff Working Position Note, 2010

74 <http://www.ft.com/cms/s/0/b0ec7222-819e-11de-9c5e-00144feabdc0.html>

von bis zu sechs Monaten die wirtschaftlichen Fundamentalwerte nicht das wichtigste Element zur Festsetzung des Handelspreises sind. Sie nannten stattdessen Spekulation, Herdenverhalten und „automatisierten Handel“<sup>75</sup>.

Nehmen wir an, es gäbe eine Änderung der wirtschaftlichen Fundamentalwerte, die den Anstieg des Preises eines Wertpapiers von 100 auf 101 rechtfertigt. Bei weitgehend kurzfristigem Handel könnte das fünfzig Zwischenschritte beinhalten, in einem Markt mit weniger kurzfristigem Handel wären es womöglich nur zwei. Nach konventionellen Volatilitätsmaßstäben, die sich auf die Preisänderung zwischen zwei Transaktionen beziehen, mag der Markt mit weniger kurzfristigem Handel eine höhere Volatilität aufweisen. Das erklärt vielleicht, warum Finanztransaktionssteuern manchmal die kurzfristige Volatilität in den von der Wissenschaft herangezogenen empirischen Modellen erhöhten. Aus der Sicht des langfristigen Anlegers ist das jedoch nicht der richtige Maßstab für Preisschwankungen. Sie werden benachteiligt, wenn der Momentum-getriebene Handel überschießt und zu größeren Ausschlägen der langfristigen Preisschwankungen führt.

Durch die Benachteiligung Momentum-getriebener Handelsstrategien haben Finanztransaktionssteuern das Potential, die Informationseffizienz der Märkte zu verbessern und aus der Sicht der langfristigen Anleger die Volatilität zu verringern.

### Marktüberhitzung in den Griff bekommen

Im automatisierten Handel ist „der Trend Dein Freund“ – Händler kaufen, wenn der Preis eines Titels steigt, und verkaufen, wenn der

Preis fällt. Sie orientieren sich also an Marktmustern<sup>76</sup>. Der meiste algorithmische Handel (Hochfrequenz-Handel) folgt ähnlichen Schemata. Zusammengenommen vergrößern diese Praktiken die „Störgeräusche“ der Finanzmärkte und, da sie in erster Linie auf dem Verhalten anderer Marktteilnehmer und auf Preisbewegungen als Informationsquelle beruhen, können sie die Informationseffizienz der Finanzmärkte erheblich reduzieren. Derartiges Verhalten führt zu übertriebenen Preisschwankungen und zur Überhitzung der Märkte und kann die Marktvolatilität erheblich erhöhen; und sie kann die in Finanzmärkten beobachtete konjunkturelle Berg- und Talfahrt schließlich noch vergrößern.

Wir wissen auch, dass das „Herdenverhalten“ der Menschen zu einem Spekulationsrausch führen kann, wenn bestimmte Märkte überhitzen und sich von den wirtschaftlichen Fundamentalwerten völlig lösen. Der Aktienmarkt während der Dotcom-Blase ist ein Beispiel dafür. In den letzten Monaten konnte die Überhitzung des chinesischen Wohnungsmarktes beobachtet werden. Eine ähnliche Blasenbildung der Immobilienmärkte in den USA und in Großbritannien führte zu der aktuellen Finanzkrise.

Die chinesische Regierung setzt ihre Börsentransaktionssteuer als Aufsichtsinstrument ein, um überhitzte Märkte abzukühlen, wenn sie feststellt, dass diese von Spekulanten beherrscht werden<sup>77</sup>. Im Mai 2007 verdreifachte sie z. B. den Steuersatz, um den Markt abzukühlen und eine Prise Vernunft hineinzugeben, bevor sich noch mehr Spekulanten auf ihm tummeln konnten. Der Gedanke einer zweistufigen Steuer zur Eindämmung von Spekulationsexzessen

75 Cheung Y. and M.D. Chinn (2000) „Currency traders and Exchange rate dynamics. A survey of the U.S. market.“ Department of Economics, University of California, Santa Cruz, mimeo.

Hutcheson T. (2000) „Trading in the Australian foreign exchange market.“ Working Paper No. 107, School of Finance and Economics, University of Technology, Sydney.

Cheung Y., M.D. Chinn, and I. Marsh (2000) „How do UK-based foreign exchange dealers think their markets operates?“ NBER Working Paper No 7524

76 Lehman Brothers Technical Trading Manual

77 <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601080&sid=az9GIHMvaBhA&refer=asia>

in überhitzten Märkten, ähnlich der Tobin circuit-breaker, wurde als erstes von dem deutschen Wissenschaftler Paul Spahn<sup>78</sup> vorgetragen und in einer Untersuchung für die Genossenschaftsbank<sup>79</sup> weiter entwickelt.

Mit einer variablen Finanztransaktionssteuer, deren Steuersätze bei Überhitzung der Märkte oder übermäßiger Spekulation angehoben werden können, hätten die Regulierungsbehörden ein nützliches marktspezifisches Aufsichtsinstrument in der Hand.

### **Vorkehrungen gegen Scheinliquidität treffen**

Der Gesamtumsatz des weltweiten Finanzmarktes ist in den letzten Jahrzehnten sprunghaft angestiegen. Der Umsatz auf dem Devisenmarkt stieg z. B. von rund 4 Billionen Dollar in den 70er Jahren auf 40 Billionen Dollar in den 80ern und auf über 500 Billionen Dollar heute. Der Umsatz an den Aktienmärkten verzeichnete zwischen 1993 und 2005 einen Anstieg um das Siebenfache auf rund 51 Billionen Dollar, und das im Anleihemarkt weltweit gehaltene Vermögen beläuft sich auf heute über 60 Billionen Dollar bei einem entsprechend höheren Umsatz. Der fiktive Wert der OTC-Kreditausfallderivate, nur eine Derivateart von vielen, stieg von praktisch Null vor zehn Jahren auf heute über 60 Billionen Dollar<sup>80</sup>.

Es ist heute allgemein anerkannt, dass dieser rapide Anstieg des Umsatzes nicht uneingeschränkt positiv ist. Wer diese Zunahme als ein Zeichen für höhere Liquidität hielt, wurde in der Finanzkrise eines Besseren belehrt. Die Liquidität, die in den Finanzmärkten vorhanden war, war genau in dem Moment verschwunden, als sie am meisten gebraucht wurde.

Diskussionen über die Liquidität der Finanzmärkte sind oft verworren, weil Liquidität meist mit dem Transaktionsvolumen gleichgesetzt wird. Das ist falsch. Echte Liquidität ergibt sich aus der Vielfalt an Teilnehmern und aus der Meinungsvielfalt in einem Markt. Die Zahl der Transaktionen in Zeiten des billigen Geldes ist ein schlechter Maßstab. Die aktuelle Krise zeigte, dass scheinbar liquide Märkte – gemessen an einer hohen Zahl von Transaktionen – innerhalb kürzester Zeit illiquide werden, sobald Störungen im Finanzsektor auftreten. Dieses Phänomen trat in der aktuellen Finanzkrise auf zahlreichen Märkten auf. Gewissermaßen ist in friedlichen Zeiten eine Illusion von Liquidität in den Märkten vorhanden, doch ist diese Liquidität nur hauchdünn und nicht durch Fundamentalwerte gestützt. Das wiegt die Marktteilnehmer in falscher Sicherheit. Als Folge dieser eingebildeten Liquidität bilden sie daher zu wenig Rücklagen, Kapital und Liquiditätspolster.

Ein geringeres Transaktionsvolumen, das mehr solide Liquidität liefert, ist wesentlich nachhaltiger. Die Einführung von Finanztransaktionssteuern wird dazu beitragen, überflüssige Transaktionen, die keinen wirtschaftlichen Zweck haben, vom Markt zu nehmen. Die verbleibenden Transaktionen richten sich dann stärker an wirtschaftlichen Fundamentalwerten aus.

### **Das Systemrisiko aus Derivaten und strukturierten Produkten in den Griff bekommen**

Die Verbreitung von Derivaten, wie CDSs, strukturierten Finanzprodukten und Zweitverbriefungen, hat wesentlich zur Finanzkrise bei-

<sup>78</sup> <http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/spahn/pdf/publ/1-057.pdf>

<sup>79</sup> Transaction Taxes: Raising Revenues and Stabilizing Markets, Report for a Project financed by the Co-operative Bank, Sony Kapoor, 2004

<sup>80</sup> Die Zahlen stammen alle aus: Taking the Next Step – Implementing a Currency Transaction Levy, Hillman, Kapoor & Spratt, Norwegian Government, 2007: <http://www.innovativefinance-oslo.no/pop.cfm?FuseAction=Doc&pAction=View...>

getragen. Außerbörslich bilateral gehandelte Derivate hatten 2009 einen Umlaufwert von über 600 Billionen Dollar, rund das Zehnfache des weltweiten BIP<sup>81</sup>.

#### INTRANSPARENZ

Diese Derivate-Transaktionen waren intransparent und der Überwachung durch die Regulierungsbehörden oder Gegenparteien entzogen. Diese hatten einfach nicht die Informationen, die sie zur Einschätzung der Derivate-Risiken benötigt hätten. So konnte sich an den wachsenden Augen der Regulierungsbehörden vorbei ein erhebliches Risiko im Finanzsystem aufbauen, das zum Ausbruch der Krise beitrug. Das mangelnde Wissen über das Risiko ihrer Kontrahenten aus Derivaten Dritter führte dazu, dass Finanzinstitute sich bei Ausbruch der Krise gegenseitig Mittel vorenthielten. Dies zog ein Blockieren der Interbankenmärkte und eine Verstärkung des ersten Finanzschocks nach sich.

Die neue Regulierungsdiskussion über die Verlagerung des Derivatehandels auf Börse und zentrale Gegenparteien wird diese Undurchsichtigkeit ein wenig verringern; doch sind jetzt schon Ausnahmen für bestimmte Derivate-Transaktionen vorgesehen.

Höhere Finanztransaktionssteuern auf Derivate, die nicht an der Börse gehandelt oder über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden, könnten dazu beitragen, das mit diesen Transaktionen verbundene Systemrisiko zu verringern und externe Effekte zu internalisieren, d.h. die Verursacher die Kosten tragen zu lassen.

#### HEBELWIRKUNG

Für außerbörsliche Derivate waren nur geringe Deckungszusagen (Margins) und nur geringe Sicherheiten erforderlich, so dass die Finanzinstitute eine erhebliche Hebelwirkung aufbauen

konnten, die eine ernste Bedrohung der Finanzstabilität darstellt. Für rund ein Drittel der OTC-Derivate bestand keinerlei Marginanforderung, so dass die Institute völlig kostenlos große Hebel nutzen konnten, ganz ohne Sicherheitsnetz. Exzessive Fremdverschuldung war eine der Hauptursachen der Finanzkrise.

Die Besteuerung von Derivate-Transaktionen kann dazu beitragen, exzessiven Hebelsatz zu bestrafen. So können Steuersätze so gewählt werden, dass Transaktionen mit Derivaten, die eine größere Hebelwirkung entfalten, höher besteuert werden als andere.

#### VERFLECHTUNG

Ein anderes Merkmal der OTC-Derivate ist, dass sie den Grad der Verflechtung zwischen den Finanzinstituten durch Überkreuz- bzw. Verkettungs- oder Weitergabe-Verbindlichkeiten erhöhen. Die extreme Verflechtung von Instituten wie Lehman Brothers und AIG über den Derivate-Markt hat so dazu geführt, dass die Probleme dieser Institute ein ernstes Systemrisiko darstellten, weil sie ihren zahlreichen Kontrahenten dominoartig Verluste zufügen konnten. Der Ausdruck „zu verflochten zum Scheitern“ wurde in der Krise geprägt und bezieht sich auf die exzessive Verflechtung der Institute über die OTC-Derivate-Märkte.

Es ist schon heute klar, dass, selbst wenn die Derivate-Regulierungs-Reformen umgesetzt und die Transaktionen über Börsen und zentrale Gegenparteien abgewickelt werden, dies nicht das Ende der OTC-Transaktionen bedeutet. Die übrigen außerbörslichen Derivate-Transaktionen werden weiterhin für extreme Verflechtung zwischen den Finanzinstituten sorgen und zum Systemrisiko beitragen. Darum wäre es gut, solche OTC-Derivate-Transaktionen mit höheren Sätzen der Finanztransaktionssteuer zu belasten.

---

81 [www.bis.org](http://www.bis.org)



## KOMPLEXITÄT

Im Streben nach Maximierung ihrer Gewinnspannen begannen die Banken, immer komplexere Wertpapiere wie CDO und CDO2 auszugeben. Größere Komplexität kann höhere Gewinnspannen nach sich ziehen, da sie den natürlichen Informations- und Verständnisunterschied zwischen Käufern und Verkäufern vergrößert. Die Bank of England hat festgestellt, dass ein Anleger, der CDO2s voll und ganz verstehen will, bis zu einer Milliarde Prospektseiten lesen muss. Der Verkauf komplexer Derivate an unbedarfte Privatanleger sowie Stadtverwaltungen und kommunale Behörden in Ländern wie Italien erfolgte ebenfalls in dem Wunsch, die Rentabilität zu maximieren. Die Unsicherheit über den echten und angemessenen Wert komplexer strukturierter Finanzprodukte und Derivate führte zu einer Verschärfung der Finanzkrise. Da die Komplexität zum Systemrisiko beiträgt, wäre es sinnvoll, diesen Beitrag durch höhere Transaktionssteuersätze für komplexe Derivate und strukturierte Produkte zu bestrafen.

### Informationen für Regulierungs- und Steuerbehörden erzeugen

Die Besteuerung von Derivate-Transaktionen führt zu mehr Informationen bei den Aufsichts- und Steuerbehörden und gibt ihnen Mittel an die Hand, Derivate-Transaktionen ausnahmslos nachzuverfolgen. Diese Beaufsichtigung der Transaktionen würde für alle Finanzmärkte gelten, die besteuert werden.

... „Was ihre [der Finanztransaktionssteuer] Informationsrolle anbelangt, haben Sie vollkommen Recht; manche der Dinge, die wir tun, damit stärker von der Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei und von zentralen

Datensammelstellen und Nachhandelsoffenlegung Gebrauch gemacht wird, tragen zu einem durchsetzungsfähigen Steuersystem bei, aber auch der Prozess der Umsetzung eines Besteuerungssystems selbst ... ist einer der Gründe, weshalb wir heute viele unserer CO<sub>2</sub>-Emissionen ziemlich genau kennen, weil wir bestimmte Tätigkeiten besteuern<sup>82</sup>.“ – Lord Adair Turner, *Chairman Financial Services Authority, im Gespräch mit Re-Define*.

Die indische „Banking Cash Transactions Tax (BCTT)“ von 2005 bis 2009, die mit einem Steuersatz von 0,1 Prozent auf Bankbarabhebungen erhoben wurde, hat nach Aussage des Finanzministers „einen sehr nützlichen Zweck erfüllt, indem sie das Informationssystem der Einkommenssteuerabteilung erweitert hat<sup>83</sup>.“ Die brasilianische CPMF hat nach Angaben des Economist ebenfalls sehr nützliche Informationen erzeugt. Diese haben den brasilianischen Behörden geholfen, gegen Steuerhinterziehung vorzugehen<sup>84</sup>. Ein weiterer Aspekt ist, dass eine Finanztransaktionssteuer auch zur Bestrafung von nicht kooperativen Rechtsordnungen und Steuerparadiesen eingesetzt werden könnte, indem Transaktionen mit diesen Ländern mit höheren Steuersätzen belastet werden.

Finanztransaktionssteuern auf Derivate und andere Finanzprodukte können den Regulierungs- und Steuerbehörden durch ihre „Informationsrolle“ helfen, indem sie ihnen die Möglichkeit bieten, wichtige Finanztransaktionen und deren Akteure zu verfolgen.

Der Chefberater der chinesischen Bankenaufsichtsbehörde, Andrew Shang, hob vor kurzem das Informationspotential von Finanztransaktionssteuern hervor, indem er die Einführung von Devisentransaktionen zum Nullsatz vorschlug, um leichter zu erkennen, wer auf den Devisenmärkten spekuliert<sup>85</sup>.

82 Gespräch zwischen Lord Turner, Chairman FSA und Sony Kapoor, Managing Director Re-Define auf der Re-Define website [www.re-define.org](http://www.re-define.org)

83 Financial Transaction Tax: Panacea, Threat or Damp Squib? World Bank Policy Research Working Paper 5230, 2010.

84 [http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story\\_id=E1\\_TDNVPQQD](http://www.economist.com/world/americas/displaystory.cfm?story_id=E1_TDNVPQQD)

85 <http://static.reuters.com/resources/media/editorial/20100319/Global%20Regulatory%20Briefing%202010-03-18.pdf>

### **Das Systemrisiko des Hochfrequenz-Handels in den Griff bekommen**

Über 60 Prozent des Handels auf den Aktienmärkten in den USA stammt heute aus dem sog. algorithmischen Handel oder dem hochfrequenten Handel, bei dem Computer, nicht Menschen, Handelsentscheidungen treffen und die normale Transaktionszeit in Millisekunden und nicht in Tagen gemessen wird.

Das wirft vier Probleme auf:

- 1) Die meisten dieser Algorithmen beruhen auf dem Prinzip „Der Trend ist Dein Freund“ des automatisierten Handels. Dies lässt den Markt noch prozyklischer werden und verstärkt Preisschwankungen und kurzfristige Volatilität.
- 2) Ein in Millisekunden abgewickelter Handel kann eindeutig nicht auf Änderungen der wirtschaftlichen Fundamentalwerte reagieren. Er setzt sich sogar über die Rolle der Märkte hinweg, Informationen aufzudecken. Eine jüngste Untersuchung hat 90 Geschäftsabschlüsse und 72 Preisänderungen der Vodafone-Aktie innerhalb von weniger als einer Minute festgestellt. An diesem durchaus typischen Tag wurden die meisten Transaktionen von automatischen Algorithmen ausgelöst.
- 3) Dieser „automatisierte“ Handel kann ein ernstes Systemrisiko darstellen. Das war im August 2007 der Fall, als unvorhergesehene Marktbewegungen zu einer Fehlfunktion mehrerer dieser Algorithmen und zu weit verbreitetem Marktstress und einem Beinahe-Zusammenbruch geführt haben. Goldman Sachs bezeichnete dies als „Ereignis von 25 Standardabweichungen“, das im Hinblick auf die Wahrscheinlichkeit nur einmal in mehreren Lebenszeiten des Universums vorkommt. Am 06. Mai 2010 fiel der Börsenindex DJIA, getrieben durch dieselbe „Fehlfunktion“ der Algorithmen, innerhalb von 15 Minuten um 800 Punkte.

- 4) Da die zunehmenden Geschäfte an Börsen und Handelsplattformen durch hochfrequenten automatisierten Handel generiert werden, haben bereits mehrere von ihnen den Hedgefonds eigene Handelsräume angeboten, um sich den Zugang zu Preisbewegungen zu sichern, bevor der Rest des Marktes feststellen kann, dass sie ein Grundprinzip des fairen Marktes verletzen. Das hat zu besonderen „Konditionenabsprachen“ geführt, die zu Lasten höherer Kosten für andere Anleger gehen können.

Selbst bei einer nur geringen Transaktionssteuer würde automatisierter Computerhandel, der auf der Grundlage mechanistischer Regeln manchmal denselben Titel mehrere Hundert Mal am Tag kauft und verkauft, unhaltbar. In Anbetracht des Risikos, das diese Handelsform für das Finanzsystem bedeutet, wie der totale Zusammenbruch im August 2007 und dann im Mai 2010 deutlich gemacht hat, wäre dies sinnvoll. Eine Verringerung der Handelsstrukturen, die ohne großen gesellschaftlichen Nutzen die Finanzstabilität gefährden, würde die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise reduzieren.

Zusammengefasst kann die Einführung einer differenzierten Finanztransaktionssteuer mit unterschiedlichen Steuersätzen für verschiedene Märkte und Produkte und der Möglichkeit, den Steuersatz zu ändern,

- 1) erhebliche Einnahmen generieren, die
- 2) gerade bei Hedgefonds, Investmentbanken und anderen Teilen des Schattenbankensystems hohe Progressionswirkung hätten; was 3) hilft, die Kurzfristigkeit in den Finanzmärkten in den Griff zu bekommen, und 4) exzessive Spekulation verringert, 5) Undurchsichtigkeit bestraft, 6) Komplexität benachteiligt, 7) als antizyklisches Instrument zum Abkühlen überhitzter Märkte eingesetzt werden kann, 8)



echte Marktliquidität fördert, 9) hilft, Steuerhinterziehung in den Griff zu bekommen und 10) eine bessere Überwachung des Systemrisikos fördert.

Kritiker behaupten, dass Finanzmarktsteuern sehr schwer umzusetzen sind. Sie würden auch hauptsächlich von kleinen Sparern bezahlt und der Marktliquidität durch Verringerung der Zahl der Transaktionen ernsthaft schaden. Diese Kritik ist leicht zu widerlegen.

Erstens zeigt die Erfahrung mit solchen Steuern in Ländern wie Großbritannien, Indien und Lateinamerika, dass sie aufgrund der in den Märkten genutzten EDV-Systeme leicht und kostengünstig eingeführt, aber nur schwer und teuer vermieden werden können. Darüber hinaus machen es Regulierungsaufgaben wie die verstärkte Nutzung von zentralen Gegenparteien und Datensammelstellen für Derivate den Akteuren schwerer, sich diesen Steuern zu entziehen. FIT (Financial Instrument Taxes) können auf einzelnen Märkten wie dem Aktienmarkt, dem Anleihemarkt und dem Immobilienmarkt eingeführt werden. Derivate- und Devisenmärkte können auf der Ebene der Europäischen Union erfasst werden. Ein Abkommen der G20 ist zwar wünschenswert, aber nicht zwingend erforderlich. Merkels Engagement für Finanzmarktsteuern auf EU-Ebene ist kein leeres Gerede, sondern ein realistisches Ziel.

Zweitens sollte eine Ausnahme für Kleinanleger und eine Bestimmung zur Steuererstattung in das System aufgenommen werden, um die Progressionswirkung der Steuer zu gewähr-

leisten. Sinnvoll wäre es, in der ersten Stufe eines FIT-Systems im wesentlichen Hedgefonds, Investmentbanken und große Fondsmanager zu erfassen und nicht Geschäftsbanken.

Drittens: Liquidität, die gemessen wird an Preiswirkungen und an der Leichtigkeit, mit der Abschlüsse getätigt werden, hängt nur indirekt mit der Transaktionshäufigkeit zusammen. Ein hoch liquider Markt kann wenige Transaktionen aufweisen, während ein Markt mit zahlreichen Transaktionen äußerst illiquide sein kann. Echte Liquidität ergibt sich aus der Meinungsvielfalt. FITs können die Liquidität erhöhen, indem sie das Gleichgewicht des Marktes dadurch wieder herstellen, dass sie einförmige Algorithmen zurückdrängen und die Diversifizierung von Marktteilnehmern fördern. FITs können auch für ein reibungsloses Funktionieren des Marktes sorgen, indem sie Scheinliquidität in Zeiten der Hochkonjunktur herausfiltern, ohne die echte Liquidität zu beeinträchtigen. Echte Liquidität trotz auch einem konjunkturellen Abschwung.

Doch wie überzeugend die Argumente auch sein mögen, die Lobby des Finanzsystems wird jeden Versuch, es zu besteuern, vehement bekämpfen. Nicht nur die Banker sind skeptisch, auch manche Politiker sind von den Vorschlägen noch nicht überzeugt. Wenn sie ehrliche Zweifel haben, sollten sie einfach mit einem kleinen Satz von beispielsweise 0,001 Prozent oder weniger auf ausgewählten Märkten beginnen und den Steuersatz und den Umfang, nach ordnungsgemäßer Analyse der Folgen, stufenweise anheben.



## 12. Resümee

Das Finanzsystem ist von Natur aus in sich instabil; im Vorfeld der Finanzkrise wurde diese Eigenschaft noch einmal deutlich verstärkt. Der technologische Fortschritt, die Liberalisierung der Kapitalströme und die Deregulierung der Finanzmärkte gestatteten es Bankern und anderen Fachleuten der Finanzwirtschaft, auf der Jagd nach Gewinnen immer mehr Fremdkapital einzusetzen; kompliziertere und schlecht gestaltete Wertpapiere auszugeben; die Abhängigkeit von kurzfristiger Finanzierung zu erhöhen; und hektisch mit immer größerer Geschwindigkeit zu handeln. Dadurch konnte die Finanzwirtschaft immer höhere Renditen erzielen. Die Mitarbeiter, die klare Anreize hatten, für hohe Renditen hohe Risiken einzugehen – für den Einzelnen optimal, aber gesellschaftlich zerstörerisch – steckten den größten davon Teil in die eigene Tasche.

Der Finanzsektor hat sich zu einem System hochgradig verschuldeter, kurzfristig denkender, komplexer, undurchsichtiger und konfliktgetriebener Institute und Märkte entwickelt, die in hohem Maße miteinander verflochten waren und mit kaum nennenswerten Kapital- und Liquiditätssicherheitsmargen arbeiteten. Als ein Teil dieses Systems erschüttert wurde, führte diese Situation dazu, dass die Schockwellen auf andere Institute übergriffen und fast das ganze System zum Einsturz gebracht hätten, wäre es nicht durch eine beispiellose Unterstützung von Regierungen gerettet worden.

Die „Evolution“ des Finanzsystems hat zum Aufbau eines enormen Systemrisikos geführt. Immer größere Finanzinstitute, immer schnellere Transaktionen, eine immer stärkere Verflechtung – all das hat die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenbruchs des Systems wesentlich erhöht. Darum war die Krise weniger ein plötzliches Erdbeben, als vielmehr eine sich langsam aufbauende Tsunamiwelle, die jeder, der sich die Mühe gemacht hätte, genauer hinzuschauen, rechtzeitig hätte vorhersehen können. Doch solange alles gut zu gehen schien, gab es wenig Interesse, sich um die Stabilität des Finanzsystems zu kümmern.

Diejenigen, die Teil des Systems waren, verkauften der Welt erfolgreich das Märchen von einer neuen Ära, in der Technologie und Innovationen lohnende Finanzgeschäfte ohne Risiko ermöglichen. Glücklicherweise, dass ihre Schützlinge Rekordgewinne erzielten, glaubten die Regulierungsbehörden das Märchen und fragten nicht hartnäckig danach, wo das Risiko letztendlich geblieben war. Selbst wenn die Behörden gewollt hätten, hätten sie sich kein genaues Bild machen können, da das Finanzsystem immer mehr von undurchsichtigen Derivaten durchdrungen war, die außerhalb der Bilanz gehalten wurden, manchmal in legalen Strukturen, die es in Steueroasen eingerichtet hatte. Die Bürger nahmen ihnen allzu leicht ab, dass das „zu kompliziert sei, als dass sie es verstünden“ und machten sich nicht die Mühe, den Sektor zur Verantwortung zu ziehen.

Um sicherzustellen, dass wir nicht noch einmal in eine solche Situation geraten, brauchen wir Reformen des Finanzsystems in vier Bereichen:

- Änderung der Aufsichtsstrukturen und -ansätze. Der gegenwärtige Ansatz arbeitet von der lokalen und nationalen unteren Ebene nach oben. Dieses System ist durch internationale Regulierungsbehörden zu ergänzen, die von oben nach unten arbeiten und das gesamte System im Blick haben.



- Änderung der Struktur des Finanzsystems: Institute, die zu groß, zu verflochten und zu komplex zum Scheitern und in der Lage sind, in friedlichen Zeiten Quasi-Subventionen durch Nichtregulierung einzustreichen und die die Wahrscheinlichkeit eines Systemzusammenbruchs erheblich erhöhen, in die Pflicht zu nehmen.
- Änderung der Regulierung, so dass Kapital- und Liquiditätspolster aufgebaut, die Prozyklizität begrenzt und der Aufbau von Systemrisiko verhindert werden können.
- Lösung der Probleme falscher Anreize im Finanzsektor, die das Eingehen exzessiver Risiken und Kurzsichtigkeit fördern.

Wenn diese Änderungen vorgenommen werden, müssen wir uns generell fragen, welche Art Finanzsystem wir brauchen, um die Realwirtschaft zu unterstützen. Unsere Änderungen des Finanzsystems dürfen nicht nur eine Reaktion auf die Krise sein, sondern müssen auch proaktiv wirken und die Bedürfnisse der Wirtschaft im 21. Jahrhundert antizipieren und ihnen gerecht werden.

Der Reformprozess ist noch voll im Schwung, so dass es sinnvoll ist, das, worüber diskutiert wird, mit dem, was getan werden muss, immer wieder zu vergleichen.

Ein schwerwiegendes Versäumnis der laufenden Diskussion ist, dass Vorschläge zur Einrichtung einer globalen Finanzaufsicht völlig fehlen. Es wird zwar erwartet, dass der Internationale Währungsfonds (IWF) und der Finanzstabilitätsrat (FSB) eine gewisse Finanzaufsicht übernehmen, aber ein globales Finanzsystem braucht auch eine globale Regulierungsbehörde.

In der Europäischen Union und in den USA macht die Einrichtung von Regulierungsbehörden, die das Systemrisiko von oben nach unten angehen und ganzheitlich ausgerichtet sind, Fortschritte. Doch werden die Bemühungen wahrscheinlich nicht weit genug gehen.

Zwar besteht fast weltweit Einigkeit darüber, dass die Beherrschung des Systemrisikos das neue Mantra ist, doch wird viel zu wenig getan, um das Übel an der Wurzel zu packen. Nur selten zieht man ernsthaft in Erwägung, die Institute, die zu groß zum Scheitern sind, aufzusplitten, obwohl ihr wirtschaftlicher Nutzen nicht erwiesen, ihr Beitrag zum Systemrisiko aber weithin anerkannt ist.

Das Problem „zu verflochten zum Scheitern“ ist nicht durch eine Begrenzung des Umfangs der Tätigkeit einer Firma zu lösen, sondern nur durch die Einführung einer Vorschrift zur Abwicklung von Derivaten über Clearingstellen. Damit wäre aber auch nur ein Teil des Problems gelöst. Man hofft, das Problem der zu großen Komplexität durch die Einführung strenger und glaubwürdiger „living wills“ mildern zu können, „Testamente“, die es erlauben, notleidende Institute schnell abzuwickeln. Doch dies ist keineswegs sicher.

Angesichts der enormen Lobbymacht der großen Finanzinstitute und der Neigung mancher Politiker, ihre Banken als nationale Champions zu betrachten, sind Erfolge bei der Beherrschung der problematischen Struktur des Finanzsystems eher unwahrscheinlich.

Änderungen der Kapital- und Liquiditätsanforderungen werden durch den Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht koordiniert und wahrscheinlich bis Ende 2010 beschlossen. Auch hier wurden die ursprünglich vorgelegten soliden Vorschläge von Lobbyisten des Finanzsektors durchlöchert. Inzwischen steht fest, dass sowohl die Qualität als auch die Quantität des Kapitals erhöht werden soll; doch ist bei weitem nicht klar, ob diese Änderungen weit genug gehen werden. Eine seit langem überfällige Liquiditätsregelung wurde endlich vorgeschlagen und wird wahrscheinlich

schrittweise in den nächsten Jahren umgesetzt. Wiederum ist zwar die Richtung der Reform klar, doch wird noch heftig über ihren Umfang diskutiert.

In Ergänzung zu den grundlegenden Kapital- und Liquiditätsregeln wird derzeit über die Einführung eines bilanziellen Mindestkapitals (Leverage Ratio), von antizyklischen Zusatzkapitalpuffern und von Systemrisikoabgaben verhandelt. Diese Fragen werden entscheidende Merkmale der neuen Regulierung sein, selbst wenn noch intensiv über die Parameter diskutiert wird.

Die falsche Ausrichtung der Anreize im Finanzsystem wird kaum angesprochen. Zwar wurden Reformen hierzu am Rande eingeführt, um die Interessenskonflikte bei Verbriefungen und Ratingagenturen in den Griff zu bekommen. Doch werden falsch gestaltete Gehaltssysteme Mitarbeiter und Institute des Finanzsektors weiterhin dazu verleiten, exzessive Risiken einzugehen.

Vergütungsfragen beeinflussen das Verhalten des Finanzsektors sowohl auf Mikroebene als auch auf Makroebene. Von den Lobbyisten des Finanzsektors hingegen, die sehr darauf bedacht sind, ihre exorbitanten und unfairen Bonusstrukturen zu erhalten, wurden sie erfolgreich als „Nebenschauplatz“ bezeichnet. Die vom Financial Stability Board bei der BIZ vorgeschlagenen Vergütungsregeln sind sehr schwach und laufen Gefahr, noch weiter abgeschwächt zu werden. Die einzig sinnvolle Lösung, die Fehlstruktur der Vergütung durch Festlegung von relativen und absoluten Obergrenzen für Bonuszahlungen zu verringern, steht noch nicht einmal zur Debatte.

Auch andere Anreizprobleme, die das Finanzsystem in extreme Kurzfristigkeit, massive Intransparenz und überflüssige Komplexität treiben, werden nicht behandelt.

Das Finanzsystem hat den Markttest nicht bestanden und den Steuerzahlern eine gigantische Rechnung für sein Scheitern präsentiert. Die Hoffnung, dass dies zu korrigierenden Maßnahmen führt, hat sich bislang nicht erfüllt. Die Chance dazu besteht noch, aber entscheidend ist, dass wir uns alle mit dem Prozess und dem Inhalt der Reform des Finanzsektors befassen. Wenn wir das nicht tun, besteht die Gefahr, dass uns in Zukunft eine noch höhere Rechnung präsentiert wird.

Die Bürgerinnen und Bürger und die jenseits des Finanzsektors Stehenden sollten sich nicht länger mit der Erklärung: „Das ist zu kompliziert, als dass Du es verstehen könntest“ oder den Botschaften des Finanzsektors und der Regulierungsbehörden: „Entspann Dich, ich weiß was ich tue“ zufrieden geben.

Dieses Buch ist der Versuch, ihnen das Finanzsystem und die Reform des Finanzsektors näher zu bringen, in der Hoffnung, dass sie sich einbringen und den Finanzsektor und die Regulierungsbehörden des Finanzsystems zur Verantwortung ziehen. Die Reform des Finanzsystems ist viel zu wichtig, um sie den Regulierungsverantwortlichen und den Politikern zu überlassen.



ANHANG

## Quellenangaben

- Bank of England (2009) „Financial Stability Report“, Bank of England.
- Bank for International Settlements (Various Publications).
- Basel Committee on Banking Supervision (Various Publications).
- Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament (Various Publications).
- Directorate General Internal Markets, European Commission (Various Publications).
- The Economist Magazine (Various Issues).
- The Euractiv Web Portal.
- Financial Services Authority (2009) „A Regulatory Response to the Global Banking Crisis“, FSA Discussion Paper.
- Financial Stability Board (Various Publications).
- Financial Times (Various Issues).
- Gieve, J. (2009) „Seven Lessons from the Last Three Years“, Bank of England Speech.
- Global Risk Regulator (Various Monthly Issues).
- Haldane, A. (2010) „The \$100 Billion Question“, Bank of England Speech.
- Haldane, A. (2009) „Banking on the State“, Paper Presented at „International Financial Crisis: Have the Rules of Finance Changed?“, Federal Reserve Bank of Chicago Conference.
- House Committee on Financial Services (2009) „Wall Street Reform and Consumer Protection Act“, US House.
- International Monetary Fund (Various Publications).
- Kapoor, S. (2010) „Bank Levies AND Financial Transaction Taxes NOT Bank Levies OR Financial Transaction Taxes“, Re-Define Policy Paper.
- Kapoor, S. (2010) „Controlling Compensation, Taxing Transactions and Imposing Bank Levies“, Speech at the Dutch Ministry of Finance.
- Kapoor, S. (2010) „Emergent Global Challenges: What Europe Needs to do to Tackle the Triple Crises of Tax Finance and Climate“, European Parliament Policy Paper.
- Kapoor, S. (2009) „Financial Transaction Taxes: Necessary, Desirable and Feasible“, Hearing at the ECON Committee of the European Parliament.
- Kapoor, S. (2009) „Principles for Reforming Finance“, Keynote Address at the DGB Conference on the Future of Capitalism.
- Kapoor, S. (2010) „Reforming Finance – As if we had a plan“, Speech at the European Commission DG Internal Markets.
- Kapoor, S. (2008) „Risk Sharing to Put Financial System on a Healthy Track“, Presentation to the Second Committee of the 63rd UN General Assembly, United Nations.
- Kapoor, S. (2009) „The financial crisis – some implications for regulation, investments, tax policy & economic governance“, Speech at the Norwegian Ministry of Finance.
- Kapoor, S. (2010) „Taxpayers Pay and Bankers Sashay: A Prudential Case for Controlling Compensation“, Re-Define Policy Paper.
- Kapoor, S. (2009) „What financial reforms are needed“, Re-Define Policy Brief.
- Kapoor, S. (2009) „What makes a good banking system“, Re-Define Policy Brief.
- King, M. (2009) „Finance: A Return from Risk“, Bank of England Speech.
- Landau, J. P. (2009) „Complexity and the Financial Crisis“, Banque de France Speech.
- New York University (2009) „Real Time Solutions for Financial Reform“, NYU Stern Working Group on Financial Reform.
- Re-Define (2010) „The Development Footprint of Financial System Reforms“, GTZ Report.
- Senate Banking Committee (2010) „Financial Reform Bill Text“, US Senate.
- Tucker, P. (2009) „The Debate on Financial System Resilience: Macro Prudential Instruments“, Bank of England Speech.
- Tucker, P. (2010) „Resolution of Large and Complex Financial Institutions: The Big Issues“, Bank of England Speech.
- US Treasury (2009) „Financial Regulatory Reform: A New Foundation“, US Treasury White Paper.
- Warwick Commission (2009) „In Praise of Unlevel Playing Fields“, Warwick Commission on International Financial Reform.



## Glossar

- Arbitrage:** Zins-, Preis- oder Kursdifferenzen an verschiedenen Börsenhandelsplätzen. Bei Arbitragegeschäften versuchen Finanzmarktakteure, diese Differenzen auszunutzen, um einen Arbitragegewinn zu erzielen.
- BHC:** Bank Holding Company – Bankbeteiligungsgesellschaft
- BCBS:** Basel Committee on banking standards – Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
- BIS:** Bank for International Settlements – BIZ: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
- CCP:** Centralized Counter Party – Zentrale Gegenpartei. Dies schiebt sich als (dritter) Vertragspartner zwischen die beiden Kontrahenten eines bilateralen Derivategeschäftes und nimmt ihnen das Kontrahenten-Risiko ab. Gleichzeitig ist sie für das Clearing der Derivate-Geschäfte zuständig.
- CEBS:** Committee of European Banking supervisors, eingerichtet von der Europäischen Union – Ausschuss der Europäischen Bankenaufsichtsbehörden
- CEIOPS:** Committee of European Insurance and Occupational Pensions Committee – Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung
- CESR:** Committee of European Securities Regulators – Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden
- CDOs:** Collateralized Debt Obligations – forderungsbesicherte Schuldverschreibungen. Diese Wertpapiere bzw. Kontrakte sind Zweitverbriefungen bereits verbriefter Kredite (siehe auch Stichwort Verbriefung). Diese Zweitverbriefung erfolgt aus verschiedenen Pools von sehr unterschiedlichen Kreditverbriefungen. CDOs sind daher sehr komplex und bezüglich der in ihnen steckenden Risiken für Käufer kaum mehr einzuschätzen. Sie wurden erst in jüngster Zeit eingeführt.
- CDSs:** Credit Default Swaps – Kreditausfallderivate /-„versicherungen“
- Clearing:** Vertragliche Abwicklungsprozesse von Derivatgeschäften
- Derivative:** Derivative sind Wertpapiere, die ihren Wert von einem anderen zugrunde liegenden Titel oder Index ableiten („underlying“).
- ESRB(C):** European Systemic Risk Board / Council – Europäischer Ausschuss / Rat für Systemrisiken
- FDIC:** Federal Deposit Insurance Corporation – Einlagensicherungsfonds der USA
- FSAP:** Financial Sector Assessment Program – Programm zur Bewertung des Finanzsektors, aufgrund dessen der IWF das Finanzsystem verschiedener Länder beaufsichtigt
- FSB:** Financial Stability Board – Finanzstabilitätsrat
- FSF:** Financial Stability Forum – Forum für Finanzmarktstabilität, Vorgängerorganisation der FSB
- OTC derivatives:** Over the Counter derivatives – außerbörsliche Derivate sind Wertpapiere, die bilateral zwischen (mehrheitlich) Finanzmarktakteuren gehandelt werden und nicht über eine zentrale Gegenpartei
- Eigenhandel:** wenn eine Bank ihr eigenes Kapital einsetzt und im eigenen Namen und für eigene Rechnung handelt und nicht im Auftrag ihrer Kunden
- Repo:** Repurchase option – der vorübergehende Verkauf eines Wertpapiers an einen Kontrahenten mit der gleichzeitigen Vereinbarung, es zu einem späteren Zeitpunkt üblicherweise zu einem höheren Preis zurückzukaufen
- Rent:** Im Sinne von Rent seeking, das das Streben nach Erträgen bezeichnet, die über der normalen Rendite für das eingegangene Risiko in einem Wettbewerbsumfeld liegen. Auch „excess return“, Überschussrendite, genannt
- ROSCs:** Reports on the Observance of Standards and Codes – Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes; werden vom IWF herausgegeben und bewerten die Einhaltung international vereinbarter Standards durch das Finanzsystem eines Landes.
- SEC:** Securities and Exchange Commission – US-Börsenaufsicht
- Verbriefung:** Bündelung mehrerer Finanztitel oder Verträge wie Anleihen in einer Finanzzweckgesellschaft und Umwandlung der Vermögenswerte in Wertpapiere, die Ansprüche an dieser Zweckgesellschaft darstellen und nicht an den ursprünglichen Forderungen
- VaR:** Value at Risk-Modelle nutzen historische Daten zur Berechnung einer Zahl, die den größtmöglichen Verlust wiedergibt, den eine Bank unter normalen Marktbedingungen an 99 von 100 Tagen erleiden könnte.

### Anzahl von Tochtergesellschaften großer internationaler Bank-Gesellschaften nach Kategorien/31.12.2007

| Bankengruppe                 | Bank       | Versicherung | Fonds/<br>Beauftragter<br>Trust/<br>Treuhand | Andere<br>Finanz-<br>töchter | Nicht-<br>Finanz-<br>töchter | Gesamt        |
|------------------------------|------------|--------------|----------------------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------|
| ABN Amro                     | 50         | 7            | 129                                          | 204                          | 280                          | 670           |
| BoFA                         | 32         | 24           | 396                                          | 282                          | 673                          | 1.407         |
| Barclays                     | 49         | 21           | 309                                          | 239                          | 385                          | 1.003         |
| BNP Paribas                  | 88         | 74           | 102                                          | 433                          | 473                          | 1.170         |
| Citi                         | 101        | 35           | 706                                          | 584                          | 1.009                        | 2.435         |
| Credit Suisse                | 31         | 4            | 91                                           | 63                           | 101                          | 290           |
| Deutsche Bank                | 54         | 9            | 458                                          | 526                          | 907                          | 1.954         |
| Goldman Sachs                | 7          | 4            | 48                                           | 151                          | 161                          | 371           |
| HSBC Holdings Plc            | 85         | 37           | 246                                          | 381                          | 485                          | 1.234         |
| JP Morgan Chase & Co         | 38         | 17           | 229                                          | 145                          | 375                          | 804           |
| Lehman Brothers Holdings Inc | 9          | 3            | 84                                           | 210                          | 127                          | 433           |
| Merrill Lynch & Co           | 16         | 9            | 85                                           | 89                           | 68                           | 267           |
| Morgan Stanley               | 19         | 22           | 225                                          | 170                          | 616                          | 1.052         |
| RBS                          | 31         | 29           | 168                                          | 450                          | 483                          | 1.161         |
| Soc Gen                      | 81         | 13           | 93                                           | 270                          | 387                          | 844           |
| UBS                          | 29         | 2            | 121                                          | 66                           | 199                          | 417           |
| <b>Total</b>                 | <b>720</b> | <b>310</b>   | <b>3.490</b>                                 | <b>4.263</b>                 | <b>6.729</b>                 | <b>15.512</b> |
| <i>in Prozent von Gesamt</i> | 5          | 2            | 22                                           | 27                           | 43                           | 100           |

Quelle: Berger Allen N., Molyneux Phillip, Wilson, John (eds.) (2010), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford University Press





## Regulierung systemischer Risiken: Vorschläge und Szenarien

| Regulierungs-Gegenstand                                | Schwache Einwirkung                                                                     | Regulierungstypus                                                                                      | Starke Einwirkung                                                                                        | Zusätzliche Maßnahmen                                                                               | Folgen                                                                                                            | Beispiele                                                                    |
|--------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| Kapital-Arbitrage                                      | Einschränkung von Handlungsmöglichkeiten/ Geschäften                                    | Anpassung von Basel II und Solvency II, um Arbitrage zwischen Banken und Versicherungen zu reduzieren  | Spezifisches Einwirken auf erkannte Arbitragemöglichkeiten                                               | Internationale Übernahme von Basel II<br>Regulatorisches Eigenkapital für Hedgefonds                | Verpflichtung der Finanzinstitutionen, mehr Eigenkapital zu halten                                                |                                                                              |
| Zu groß, um insolvent gehen zu lassen                  | Einschreiten gegen regulatorische Nachlässigkeit                                        | Internationale Aufsicht                                                                                | Mit Institutionsgröße/-komplexität ansteigende Kapitalauflagen                                           | Staatsbeteiligung teilweise aufrechterhalten                                                        | Kapitalstarke Käufer profitieren von größeren Möglichkeiten, jenseits der Grenzen zu wachsen                      | GB: Lloyds Banking Group gemäß EU-Vorschriften zerlegen                      |
|                                                        |                                                                                         | Wachstumslimits für interne Töchter                                                                    | Erzwungenes Abwickeln                                                                                    | Moral hazard-Steuer                                                                                 |                                                                                                                   |                                                                              |
|                                                        |                                                                                         | Testament / eigener Abwicklungsplan                                                                    |                                                                                                          | Wiederbelebung Glass-Steagall-Act                                                                   |                                                                                                                   |                                                                              |
| Regulatorische Abdeckungsbreite und Schnittstellen     | Verstärkte Datenerhebungen/ Verschärfte Verpflichtungen, Daten zur Verfügung zu stellen | Einführung einer makroprudenziellen Aufsichts-/Regulierungs-Instanz                                    | Übergang zu einer risikoorientierten Überwachung von Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltern      | Einbeziehen des Schattenbankensektors                                                               | Starke Aufsicht über finanzsystemweite Risiken bilden, um potenziell die Stärke zukünftiger Risiken zu minimieren |                                                                              |
|                                                        |                                                                                         |                                                                                                        |                                                                                                          | Einführung eines Systems von Registrierung, Berichterwesen und Aufsicht für Hedgefonds              |                                                                                                                   |                                                                              |
| Überwachen und Bremsen des Aufbaus großer Verschuldung | Einführung einer „Leverage Ratio“ (bilanzieller Verschuldungsgrad)                      | Begrenzen von Repo-Geschäften                                                                          | Anheben der Kapitaleinschusspflichten (margins) bei Ansteigen des Leverage-Grades                        | Einrichtung einer unabhängigen Instanz, die politisch auf ansteigende Leverage-Grade einwirken kann | Verringerter Gesamtsystem-Leverage, um Stabilität zu erhöhen und RoE zu verringern                                | Basel-Ausschuss: Vorschlag, eine volumenabhängige Leverage Ratio einzuführen |
| Bremsen von Prozyklizität                              | Einschränkung/ Aussetzen der Bilanzierungsvorschriften nach Marktpreisen                | Orientierung des Beleihwertes bei einer Kreditvergabe am ursprünglichen Wert des Vermögensgegenstandes | Antizyklische Kapitalanforderungen / Kreditausfallrückstellungen in Abhängigkeit vom ökonomischen Zyklus | Vorgeschriebene Portfolio-Diversifikation bei prozyklischen Vermögenswerten/ Märkten                | Eindämmen exzessiven Kreditwachstums und Schutz des Bankensystems vor Systemrisiken                               | Spanien: vorausschauende Kapitalausfall-Rückstellungen                       |
|                                                        |                                                                                         |                                                                                                        |                                                                                                          | Anreize, zu defined benefit/hybriden Pensionsplänen zurückzukehren                                  |                                                                                                                   |                                                                              |

Quelle: Oliver Wyman, State of the Financial Services Industry 2010, p. 28

## Über die Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

### Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen oder Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

### Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

### Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßig Konjunkturprognosen vor.

### Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Mitbestimmung, Strukturpolitik, Arbeitsgesellschaft, Öffentlicher Sektor und Sozialstaat. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

### Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

### Öffentlichkeitsarbeit

Mit dem 14-tägig erscheinenden Infodienst „Böckler Impuls“ begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin „Mitbestimmung“ und die „WSI-Mitteilungen“ informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft.

Mit der Homepage [www.boeckler.de](http://www.boeckler.de) bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung  
Hans-Böckler-Straße 39  
40476 Düsseldorf  
Telefon: 02 11/77 78-0  
Telefax: 02 11/77 78-225  
[www.boeckler.de](http://www.boeckler.de)

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.



Hans **Böckler**  
**Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

Hans-Böckler-Straße 39  
40476 Düsseldorf  
Telefon: 02 11/77 78-0  
[www.boeckler.de](http://www.boeckler.de)