



MANAGERKREIS  
DER FRIEDRICH-EBERT-STIFTUNG

# Lehren aus der Finanzmarktkrise ziehen



Autoren:

Harald Noack  
Karl-Peter Schackmann-Fallis

**FRIEDRICH  
EBERT**   
**STIFTUNG**

[www.managerkreis.de](http://www.managerkreis.de)



## Impressum

ISBN: 978-3-86872-329-8

1. Auflage  
Copyright by Friedrich-Ebert-Stiftung  
Hiroshimastr. 17, 10785 Berlin  
Abteilung Zentrale Aufgaben

Autoren:  
Harald Noack  
Karl-Peter Schackmann-Fallis

Redaktion:  
Philipp Fink, Irin Nickel

Gestaltung:  
Werbestudio Zum weissen Roessl, Schäpe

Druck: bub Bonner Universitäts-Buchdruckerei  
Printed in Germany 2010

# **Lehren aus der Finanzmarktkrise ziehen**

**Thesenpapier der Permanenten Arbeitsgruppe  
Finanzpolitik, Steuern, Haushalt und Finanzmärkte  
des Managerkreises der Friedrich-Ebert-Stiftung**

Autoren

Harald Noack  
Karl-Peter Schackmann-Fallis

# Inhaltsverzeichnis

	<b>Einführung:</b> Einige Aspekte der Finanzmarktkrise	<b>5</b>
<b>1</b>	<b>Der deutsche Bankenmarkt: Strukturpolitische Leitlinien</b>	<b>6</b>
1.1	Notwendigkeit staatlicher Eingriffe in den Bankenmarkt	6
1.2	Pluralistische Strukturen im Bankensektor erhalten	6
1.3	Den Risiken systemrelevanter Bankinstitute angemessen begegnen	6
<b>2</b>	<b>Europäisierung von Aufsicht und Einlagensicherung</b>	<b>9</b>
2.1	Neue europäische Finanzmarktaufsichtsstruktur	9
2.2	Überlegungen der Europäischen Kommission für eine Harmonisierung der Einlagensicherung	9
2.3	Eigenkapitalanforderungen erhöhen, aber risikoadäquat	10
2.4	Richtige Anreizstrukturen im Bankensektor erzeugen	11
2.5	Verbraucherschutz: Welche Maßnahmen sind notwendig und angemessen?	11
<b>3</b>	<b>Regulatorische Rahmenpunkte zur Schaffung stabiler Finanzmarktstrukturen</b>	<b>13</b>
3.1	Der systemischen Bedeutung von Ratingagenturen gerecht werden	13
3.2	Rechnungslegung	13
3.3	Börsen- und Finanzmarktinfrastruktur	14
3.4	Liquiditätsregelungen	14
<b>4</b>	<b>Finanztransaktionssteuer</b>	<b>15</b>

# Einführung

## Einige Aspekte der Finanzmarktkrise

Als die derzeitige Finanz- und Wirtschaftskrise Mitte 2007 – zu dem Zeitpunkt noch die sogenannte Subprime-Krise – begann, ging man davon aus, dass es sich um eine Krise nicht werthaltiger US-amerikanischer Immobilienkredite handle, die weitgehend auf den US-Markt und insbesondere diese spezielle Assetklasse beschränkt bleiben würde. Das bestätigte sich nicht: Im Herbst 2008 bestand die reale Gefahr eines Absturzes des gesamten Weltfinanzsystems. Darauf folgte ein starker und vor allem synchroner Nachfrage- sowie Produktionseinbruch weltweit.

Maßnahmen sind notwendig, um die Wahrscheinlichkeit solcher und vergleichbarer Krisen deutlich zu verringern und v. a. um eine systemische Bankenkrise möglichst auszuschließen. Dazu besteht bei Aufsicht und Regulierung Handlungsbedarf.

Zur Eindämmung systemischer Bankenkrisen müssen zudem struktur- bzw. ordnungspolitische Konsequenzen gezogen werden. Bisher galt ein Bankenmarkt dann als effizient, wenn nur wenige, dafür möglichst große Player vorhanden waren und diese gleichzeitig eine möglichst hohe Eigenkapitalrendite erzielten. Diese Sichtweise gilt es abzulegen, denn ein solcher Weg hat sich weder mit Blick auf eine verlässliche Unternehmenskreditvergabe noch in Bezug auf das Kriterium der Finanzmarktstabilität als zweckdienlich erwiesen.

### Feststellungen grundsätzlicher Art

1. Es war ein Fehltriteil, davon auszugehen, dass die Finanzmärkte imstande sind, sich selbst in Teilen zu regulieren. Der Prozess starker Deregulierung war hingegen eine der grundlegenden Ursachen für die Finanzmarktkrise.
2. Es ist deutlich geworden, dass Eigenkapitalrenditen von über 20 Prozent zum einen nicht dauerhaft erreichbar sind und zum anderen nur durch das Eingehen hoher Risiken kurzfristig erzielt werden konnten.
3. Der im Vorfeld der Krise einsetzende Prozess starker Disintermediation im traditionell einlagenbasierten Kreditgeschäft erwies sich als nicht tragfähig. Es bedarf nicht einer Zurückdrängung von Finanzintermediären zugunsten der Kreditverbriefung, sondern einer Rückbesinnung der Banken auf die klassischen Transformationsfunktionen. Das bedeutet für die Bankwirtschaft eine stärkere Fokussierung auf die Realwirtschaft und besonders den Ausbau der Hausbankfunktion sowie der direkten Kundenbeziehungen.

# 1 Der deutsche Bankenmarkt: Strukturpolitische Leitlinien

## 1.1 Notwendigkeit staatlicher Eingriffe in den Bankenmarkt

Der Bankensektor braucht im Gegensatz zu anderen Wirtschaftssektoren einen besonderen Ordnungsrahmen, da Akteure nicht oder nur sehr begrenzt durch Marktaustritt „bestraft“ werden können.

Eine hinreichende Transparenz sowie eine hoheitliche Überwachung der eingegangenen Risiken sind daher zwingend:

- Risiken müssen erkennbar offengelegt und dürfen nicht aus den Bankbilanzen entfernt werden.
- Der regulatorische Rahmen muss die richtigen Anreize für ein vernünftiges und produktives Verhalten der Marktteilnehmer setzen.

Die weitgehende Deregulierung der Finanzmärkte erwies sich als wenig tragfähiges Konzept. Die bewusste Schaffung internationaler Finanzkonglomerate und das Aufbrechen traditioneller Bankenmarktstrukturen dürfen nicht Leitlinie strukturpolitischer Überlegungen sein.

## 1.2 Pluralistische Strukturen im Bankensektor erhalten

Das dreigliedrige Bankensystem hat sich bewährt und ist ein wesentlicher Standortvorteil für die Bundesrepublik Deutschland. Es verhindert ein gleichgerichtetes Marktverhalten und stärkt den Wettbewerb.

Die Krisenresistenz der deutschen Sparkassen hat gezeigt, dass es auch in Zukunft unabdingbar ist, über ein öffentlich-rechtliches Bankensystem in kommunaler Trägerschaft zu verfügen.

Innerhalb des öffentlich-rechtlichen Bankensektors muss hingegen die Geschäftsausrichtung der Landesbanken überdacht werden: Kundenunabhängiges Kapitalmarktgeschäft kann nicht primäre Geschäftsstrategie sein. Landesbanken haben die grundlegende Aufgabe, die Kreditversorgung des regionalen Mittelstandes gemeinsam mit den Sparkassen zu bewerkstelligen.

## 1.3 Den Risiken systemrelevanter Bankinstitute angemessen begegnen

Banken, die primär wegen ihrer Größe als „too big to fail“ gelten, machen den Staat erpressbar und verursachen gesamtwirtschaftlich negative Verzerrungseffekte. In Krisen faktisch erzwungene Stützungsmaßnahmen führen zur Einschränkung der fiskalischen Handlungsfähigkeit des Staates, insbesondere zu einer Vernachlässigung gesamtwirtschaftlich notwendiger staatlicher Investitionen.

Sowohl auf fiskalischer Ebene als auch auf Marktebene selbst entstehen aus der „Too big to fail“-Problematik systemdestabilisierende Risiken:

- **Excessive Risk Taking:** Die Erwartung, dass ein Kreditinstitut wegen seiner Größe im Notfall staatliche Unterstützung bekommt, kann dazu führen, dass das Institut übermäßige Risiken eingeht. Die implizit unterstellte Staatshaftung verleitet das Bankmanagement dazu, höhere Risiken – verglichen mit der Situation, in der alle Risiken bzw. Verluste vom Akteur selbst zu tragen sind – einzugehen (Moral Hazard).
- **Wettbewerbsverzerrung hinsichtlich der Refinanzierungskosten:** Aufgrund der impliziten Staatshaftung für große Institute bildet sich die Effektivrendite, die den Risikograd des Investments anzeigt, nahezu unabhängig von der eigentlichen Risikobehaftung der von der Bank getätigten Finanzgeschäfte. In der Konsequenz haben große Banken verglichen mit kleineren Finanzinstituten derselben Risikoklasse geringere Refinanzierungskosten.
- **Hang zur Größe jenseits erzielbarer Synergien:** Aufgrund des Refinanzierungsvorteils allein durch Größe bzw. dann vorliegender impliziter Staatshaftung sind Institute geneigt, sich über ihre betriebswirtschaftlich optimale Größe hinaus zu erweitern bzw. zu fusionieren. Die Folge ist eine Oligopolisierung des Marktes mit entsprechend negativen Wohlfahrtseffekten.
- **Finanzielle Erpressbarkeit und Einschränkung der Handlungsfähigkeit des Staates:** Große Banken können mit Verweis auf ihre Bedeutung für die Systemstabilität Staaten faktisch zwingen, finanzielle Stützungsmaßnahmen im Ernstfall durchzuführen.

Die Tatsache, dass große Institute individuell von ihrer reinen Größe profitieren, aber der Gesellschaft potenziell hohe Kosten auflasten, macht es dringend notwendig, hier Abhilfe zu schaffen. Gleichwohl bewegt man sich dabei in einem gewissen Spannungsfeld zum wünschenswerten Ziel der Sicherung bzw. Vertiefung des europäischen Binnenmarktes für Finanzdienstleistungen, der auch grenzüberschreitend tätige Institute mit einschließt. Es ist nicht wünschenswert, Finanzmarktakteure ex ante aufzuspalten, weil dies eine Renationalisierung des Binnenmarktes bewirken würde.

Stattdessen ist es zielführend, (1) Risiken von Bankgeschäften regulatorisch adäquater zu bepreisen, um auf diese Weise Fehlanreize zu vermeiden, und (2) Instrumente zu schaffen, sodass von großen tätigen Instituten möglichst keine finanzielle Erpressbarkeit ausgeht. Dazu sind verschiedene Ansätze denkbar:

### (1) Verstärkte Prävention mit Blick auf besonders riskante Banktätigkeiten

Der Umgang mit Risiken ist Wesensmerkmal des Bankgeschäfts. Allerdings muss die Zuordnung von Risiko und Ertrag stimmen, d. h. Risiken dürfen nicht externalisiert werden. Hohen Risiken müssen – anders als bisher – nicht nur hohe Ertragschancen, sondern auch hohe Kosten gegenüberstehen. Dazu können Eigenkapitalunterlegungspflichten, Liquiditätsvorsorge und Anforderungen an das Risikomanagement dienen. Die höheren Risiken, die bestimmten Geschäften innewohnen, müssen sich durch höhere Risikokosten in Form der vorgenannten Aufschläge widerspiegeln. Dies ist zwingend, damit Aktivitäten des sogenannten Casino Bankings nicht volkswirtschaftlich wichtige Bankfunktionsbereiche (Utility Banking) gefährden. Hohe Risikokosten entfalten dabei aus sich heraus eine Lenkungs- und Anreizwirkung und vermindern damit das Eingehen exzessiver Risiken.

### (2) Komplexität großer Banken managen

(A) Große, grenzüberschreitend tätige Kreditinstitute müssen Pläne erarbeiten, die es im Ernstfall erlauben, die volkswirtschaftlich relevanten Bankfunktionsbereiche leicht organisatorisch herauszulösen. Aufsicht,

Politik und Notenbank müssen klar kommunizieren, dass die volkswirtschaftlich nicht zwingend notwendigen Bankfunktionsbereiche (Casino Banking) nicht gerettet, sondern beispielsweise über Zweckgesellschaftslösungen kontrolliert abgewickelt werden. Eine geordnete Abwicklung ist hierbei notwendig, um Verwerfungen bei Marktkursen sowie Kontrahentenpositionen zu vermeiden.

(B) Die genannten Abwicklungspläne können zusätzlich dadurch untermauert werden, dass innerhalb großer, grenzüberschreitend tätiger Institute bereits vorab eine Art Chinese Wall gezogen wird. Eine solche Chinese Wall umfasst u. a. verbindliche Eigenkapitalzuweisungen zwischen Utility Banking und Casino Banking, die nur sporadisch – in keinem Fall jedoch in der Krise – geändert werden dürfen. Verluste aus dem Casino könnten dann nicht mit Eigenkapital aus dem Utility Banking abgedeckt werden.

(C) Zudem ist zu überlegen, Bankinstitute, die auf europäischer Ebene bedeutend sind, einer nach Größe gestaffelten Gebühr zu unterwerfen. Eine mit der Institutsgröße anwachsende Gebühr internalisiert die marktverzerrenden Vorteile, die große Institute aufgrund ihrer impliziten Staatshaftung erlangen. Dies kann mit einem Krisenfonds im Sinne eines „Early Intervention Systems“ für große, grenzüberschreitend tätige Banken kombiniert werden. Eine solche Gebühr muss in erster Linie Lenkungsfunktion im Sinne einer Pigou-Steuer<sup>1</sup> besitzen. Wegen seiner auf Systemrisiken ausgerichteten Funktion bietet sich der Europäische Ausschuss für Systemrisiken hierbei als geeignete Ansiedlungsinstanz an.

---

<sup>1</sup> Externe Effekte bezeichnen in der Wirtschaftstheorie Situationen, in denen das einzelne Wirtschaftssubjekt nicht alle Kosten (negativer externer Effekt) bzw. nicht den gesamten Nutzen (positiver externer Effekt) seines Handelns berücksichtigt. Dies führt in der Konsequenz – aus gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrtsperspektive betrachtet – zu einer suboptimalen Allokation, d. h. im Fall negativer externer Effekte wird zu *viel* der Aktivität bzw. im Fall positiver externer Effekte – weil der Akteur nicht den gesamten Nutzen individuell vereinnahmen kann – wird zu *wenig* der Aktivität durchgeführt. Die Idee der Pigou-Steuer bzw. der Pigou-Subvention ist es, genau diese Lücke zu füllen, damit der individuelle Akteur die gesamten Kosten bzw. den gesamten Nutzen seines Handelns in sein Handlungsentscheidungskalkül einbezieht. Gelingt dies, wird Marktversagen, also das Auseinanderfallen von individueller und kollektiver Rationalität, mittels einer Pigou-Lenkung geheilt.



## 2 Europäisierung von Aufsicht und Einlagensicherung

### 2.1 Neue europäische Finanzmarktaufsichtsstruktur

Das angedachte neue europäische Aufsichtssystem soll aus zwei zentralen Komponenten bestehen:

(A) European Systemic Risk Board (ESRB) [Europäischer Ausschuss für Systemrisiken] – zuständig für die sogenannte makroprudentielle Aufsicht

(B) European System of Financial Supervisors (ESFS) [Europäisches Finanzaufsichtssystem] – verantwortlich für die mikroprudentielle, also die institutsspezifische Aufsicht

Besonders wegweisend ist die Einrichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken. Damit wird der Notwendigkeit einer makroprudentiellen Aufsichtskomponente Rechnung getragen, d. h. explizit makroökonomische Entwicklungen sowie intrasektorale Auswirkungen von institutsbezogenen Aufsichtsentscheidungen werden berücksichtigt.

Im neu geschaffenen Europäischen Finanzaufsichtssystem ist es notwendig und im Interesse eines stabilen Integrationsprozesses, die nationalen bzw. regionalen Besonderheiten der Bankenmärkte hinreichend zu berücksichtigen. Daher ist es bedenklich, wenn die europäischen Behörden – jenseits ihrer Befugnisse zur Setzung einheitlicher Aufsichtsstandards – direkte Durchgriffsrechte auf die entsprechenden Institute haben. Auch müssen die Mitwirkungsrechte des Europäischen Parlaments bei der Entwicklung aufsichtsrechtlicher Standards gewahrt bleiben.

Bisher ungenügend geklärt ist die Frage eines Notfallplanes für ein koordiniertes Vorgehen im Fall ernsthafter Liquiditäts- oder Solvenzprobleme bei grenzüberschreitend tätigen Finanzinstituten.

### 2.2 Überlegungen der Europäischen Kommission für eine Harmonisierung der Einlagensicherung

Ein gewisses Mindestmaß an Harmonisierung ist zum Funktionieren eines Binnenmarktes für Bankdienstleistungen erforderlich. Sinnvoll ist es, den zu schützenden Personenkreis, die Palette abgesicherter Produkte oder die Auszahlungsfristen bei Entschädigung zu harmonisieren. Zum Funktionieren eines Binnenmarktes sind jedoch weder ein paneuropäischer Sicherungsschirm noch Höchstgrenzen der Einlagensicherung erforderlich.

Die bisher auf europäischer Ebene getroffenen Maßnahmen im Bereich Einlagensicherung sind sinnvoll: So trägt die Anhebung des Mindestschutzes von 20.000 EUR auf 50.000 EUR (und später 100.000 EUR) zur Vertrauensbildung auf der Einlegerseite bei. Allerdings ist die Schaffung eines paneuropäischen Einlagensicherungssystems nicht notwendig, sondern eher kontraproduktiv: Eine erneute Überarbeitung der Einla-

gensicherungsrichtlinie in so kurzer Zeit wird eine Diskussion über eine mutmaßlich fehlende Tragfähigkeit bestehender Systeme erzeugen und eine grundlegende Debatte über die Glaubwürdigkeit eines solchen neuen Systems herbeiführen. In der Bundesrepublik Deutschland etwa haben sich besonders die Institutssicherungssysteme in systemischen Krisen als tragfähig und bei den Einlegern als sehr glaubhaft herausgestellt.

Ein paneuropäischer Einlagensicherungsschirm ist vor allem deshalb unglaubwürdig, weil er die zentrale Frage der Lastenverteilung nicht lösen kann. Im Fall einer breitflächigen Instabilitätssituation bedarf es unter Umständen einer staatlichen Garantieerklärung für das Einlagensicherungssystem. Da der europäischen Ebene keine Steuererhebungskompetenz zufällt, kann eine solche Garantie nur durch die Nationalstaaten gegeben werden. Es ist jedoch schwer vorstellbar, dass eine nationale Regierung eine Garantieerklärung für einen paneuropäischen Schirm abgeben wird. Daher mangelt es diesem Einlagensicherungssystem an grundsätzlicher Glaubwürdigkeit, was es letztlich funktionslos macht.

Zudem ist zunächst zu klären, ob eine gesamteuropäische Einlagensicherung durch die bestehenden Kompetenzen der EU-Ebene gedeckt ist. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund entstehender impliziter fiskalischer Lasten für die Mitgliedsstaaten.

Während der ernsthaften Entwicklungen im Herbst 2008 haben in Deutschland die Institutssicherungssysteme maßgeblich zur Vertrauensbildung beigetragen. Diese Systeme haben ihre Leistungskraft erneut bestätigt und dies in einer außergewöhnlich kritischen Situation. Jede Maßnahme, die die Institutssicherungssysteme in ihrer Existenz gefährdet und potenziell dazu führt, das Vertrauen der Einleger in die Sicherheit und Funktionsfähigkeit der vorhandenen Sicherungssysteme zu schwächen oder das vorhandene Schutzniveau abzusenken, ist strikt abzulehnen.

In jedem Fall sollten – wenn überhaupt – nur tatsächlich grenzüberschreitend tätige Institute in den Anwendungsbereich eines paneuropäischen Systems einbezogen werden. Dabei müssen eine Beitragsstaffelung nach dem Risikograd der Aktivseite erfolgen sowie institutsspezifische, freiwillige Systeme, die einen höheren Schutz bieten, zulässig sein.

## 2.3 Eigenkapitalanforderungen erhöhen, aber risikoadäquat

Wesentlicher Kritikpunkt an den geltenden Eigenkapitalregelungen ist, dass sie zyklisch wirken und sich somit weder stabilisierend auf den Bankensektor noch auf die Unternehmensfinanzierung auswirken. Die Regelungen erlauben den Instituten, in wirtschaftlich guten Zeiten die Eigenkapitalunterlegung abzubauen bzw. ihr Geschäft zu erweitern, zwingen sie jedoch bei auftretenden Risiken zur Eigenkapitalaufstockung oder zum Abbau des Aktivgeschäfts. Die Schaffung dynamischer Wertberichtigungen zur Abfederung der erwarteten Verluste – wie schon in Spanien praktiziert – oder die Einführung von dynamischen Eigenkapitalpuffern zur Deckung der unerwarteten Verluste sind ein möglicher Weg. Wichtig ist es jedoch, vor Inkrafttreten die quantitativen Auswirkungen solcher Puffer eingehend zu untersuchen.

Zu aufgetretenen Eigenkapitalengpässen haben auch geltende Bilanzierungsvorschriften beigetragen: Zuwächse im Marktwert konnten erfolgswirksam verbucht und ausgeschüttet werden. Einem Rückgang im Marktwert stand jedoch nachfolgend kein Ausgleichspuffer mehr gegenüber. Es ist notwendig, die Risiken, die von systemrelevanten Instituten ausgehen, zukünftig deutlich zu begrenzen. Ein höherer Eigenkapitalpuffer gehört sicher dazu. Daher ist es wenig hilfreich, die Eigenkapitalanforderungen

breitflächig und undifferenziert anzuheben: Auf diese Weise wird den systemischen Risiken nicht begegnet, aber die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken werden allgemein eingeschränkt. Insofern sollten höhere Eigenkapitalanforderungen insbesondere beim risikoreichen Kreditersatzgeschäft zur Anwendung kommen.

Keine zusätzliche Stabilität gewinnt man, indem der Eigenkapitalbegriff nach angelsächsischem Muster – d. h. beschränkt auf stimmberechtigtes, gezeichnetes Kapital und offene Rücklagen – neu definiert wird. Sachlich gibt es keinen Grund für eine solche Einschränkung des Kernkapitalbegriffs, da die infrage stehenden Kapitalinstrumente an möglichen Verlusten ebenso wie Eigenkapital teilnehmen und daher Eigenkapitalqualität haben. Bestrebungen, den Kernkapitalbegriff künstlich enger zu fassen, also etwa Vermögenseinlagen stiller Gesellschafter nur noch in geringem Maße zuzurechnen, gehen daher in die falsche Richtung.

## 2.4 Richtige Anreizstrukturen im Bankensektor erzeugen

Zentral ist zuallererst die Einhaltung von Mindeststandards bei der Kreditvergabe. Dazu zählen eine sorgfältige Prüfung der Bonität, solide Beleihungsrelationen, die Betonung der Langfristfinanzierung sowie ein notwendiger Eigenkapitalanteil des Kreditnehmers.

Verbriefungen sind grundsätzlich ein taugliches Finanzinstrument, das es Instituten erlaubt, ihr Kreditportfolio zu steuern und so auch Raum für erneute Kreditvergaben zu generieren. Allerdings ist es wichtig, den Verkäufern von strukturierten Papieren durch einen verpflichtenden Selbstbehalt eine höhere Verantwortung aufzuerlegen. Auch muss der letztendliche Anspruchskern einer Verbriefung dem Investor klar herausgestellt werden. Ob der inzwischen vorgesehene Eigenbehalt in Höhe von fünf Prozent ausreichend ist, einen verantwortungsvollen Einsatz von Verbriefungen herbeizuführen, wird die Zukunft zeigen. Ein höherer Selbstbehalt hätte die Risiken laxer Kreditvergabe im Rahmen des Geschäftsmodells „Originate to Distribute“ sicher stärker eingedämmt.

Bisherige Bonusstrukturen haben vor allem das kurzfristige Risiko belohnt, was zur Destabilisierung des Finanzsystems beigetragen hat. Vergütungsstrukturen dürfen nicht den Anreiz für eine übermäßig kurzfristige Gewinnmaximierung geben, bei der die langfristige Solidität der Geschäfte vernachlässigt wird. In diesem Kontext sind auch schärfere Haftungsregeln notwendig, um zu risikoreiche und somit destabilisierende Entscheidungen einzuschränken. Sollen variable Vergütungssysteme beibehalten werden, sind mehrperiodige Bonusstrukturen notwendig.

## 2.5 Verbraucherschutz: Welche Maßnahmen sind notwendig und angemessen?

Der Gesetzgeber hat bereits die Verjährungsfristen für Ansprüche aus Falschberatung verlängert sowie ab dem 1. Januar 2010 eine umfangreiche Protokollierungspflicht für Anlageberatungsgespräche in Finanzinstrumenten sowie – unter bestimmten Voraussetzungen – ein Rücktrittsrecht im Fall telefonischer Beratungen eingeführt.

Nicht verkannt werden darf allerdings, dass intensivere Regulierung nicht zwangsläufig zu besserem Anlegerschutz führt: Zu viele Vorschriften oder Erschwernisse bei der Beratung können sogar bewirken, dass schlicht weniger Beratung angeboten und der Anleger allein gelassen wird. Vermieden werden sollten in

jedem Fall Regelungen, die vordergründig dem Verbraucherschutz dienen sollen, aber von Anlegern gar nicht gewünscht werden, wie zum Beispiel die Sprachaufzeichnung von Beratungen.

Es gilt vielmehr, zum einen einzelne Felder zu identifizieren, in denen weitere Maßnahmen sinnvoll sein können. Zum anderen sollten noch bestehende Lücken in der Regulierung und Aufsicht identifiziert und geschlossen werden:

- So sollten – zum Schutz der Anleger – grundsätzlich vergleichbare und angemessene Vorgaben für alle Marktteilnehmer bestehen, verbunden mit einer wirksamen Aufsicht. Dies gilt insbesondere für die Vermittler von Finanzprodukten. Hier sollten gehobene Qualifikationsanforderungen gestellt werden, die ein einheitliches Niveau und die erforderliche Aktualisierung des Wissens sicherstellen. Ferner bestehen erhebliche Defizite beim Anlegerschutz im Bereich des sogenannten Grauen Kapitalmarktes, der daher weiter gehend zu regulieren und einer Aufsicht zu unterwerfen ist. Regelungen, die sich nicht bewährt haben, sollten dann wieder abgeschafft werden.
- Bei einer sorgfältigen Anlageberatung stehen die wirtschaftlichen Verhältnisse, die Anlageziele sowie die Risikopräferenz des Kunden im Vordergrund. Eine Empfehlung in der Beratung muss somit den Interessen des Kunden entsprechen. Vertriebsdruck oder Anreize für den Verkauf einzelner Produkte dürfen nicht dazu führen, dass kurzfristige Renditeziele über die Belange des Anlegers gestellt werden. Hier bestehen schon rechtliche Vorgaben, die aber auf ihre Wirksamkeit überprüft werden sollten.
- Auch wenn Chancen und Risiken der Anlage naturgemäß vom Anleger zu tragen sind, muss die Anlageberatung sicherstellen, dass der Anleger eine Entscheidung auf gut informierter Basis treffen kann. Hier besteht Nachbesserungsbedarf: So beklagen sowohl Kreditwirtschaft als auch Kunden die Papierfluten, mit denen die Kreditinstitute ihre Kunden überschütten – die aber doch von den jüngst umzusetzenden Gesetzen vorgeschrieben werden. Es sollte nicht die vollständige umfängliche, sondern die kurze, prägnante und verständliche Information des Anlegers im Vordergrund stehen. Hier könnte es sinnvoll sein, eine europäische Grundlage für Kurzinformationen für bestimmte Produktgruppen zu schaffen.
- Eine gemeinsame Aufgabe von Politik und Kreditwirtschaft ist es ferner, die finanziellen Kenntnisse der Bürger weiter auszubauen.

## 3 Regulatorische Rahmenpunkte zur Schaffung stabiler Finanzmarktstrukturen

### 3.1 Der systemischen Bedeutung von Ratingagenturen gerecht werden

Die Ratingagenturen haben wesentlich zum Boom im Subprime-Verbriefungsmarkt und damit letztlich auch zur US-Immobilienpreisblase beigetragen. Über Jahre hinweg haben sie die Risiken der verbrieften Positionen als viel zu niedrig eingestuft. Dies war nicht nur Resultat ungeeigneter Bewertungsmodelle, sondern auch verzerrter Anreize: Von günstigen Ratingurteilen haben die Agenturen mehr profitiert als von ungünstigen.

Bedenklich ist zudem die Tatsache, dass die oligopolistische Marktstruktur zu einer Synchronisierung der Risikoeinschätzung durch wenige Akteure geführt hat. Hierbei besteht nicht nur die Gefahr, dass wegen fehlender Pluralität der Risikoeinschätzung herdenartige Entwicklungen provoziert werden, sondern auch, dass Marktmissbrauch nicht auszuschließen ist.

Zukünftig müssen die Ratingagenturen wegen ihrer hohen Bedeutung für die Stabilität der Finanzmärkte einer wirksamen Aufsicht unterzogen werden. Mit gesetzgeberischen Maßnahmen zur Regulierung der Ratingagenturen, die Mitte 2009 vom Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat verabschiedet wurden und Ende des Jahres in Kraft treten werden, ist der erste Schritt auf europäischer Ebene getan. Es bleibt abzuwarten, ob die mit der Verordnung verfolgten Ziele erreicht werden.

### 3.2 Rechnungslegung

Dass die Zeitwertbilanzierung durch erzeugte Fire Sales zu einer deutlichen Verschärfung der Finanzmarktkrise beigetragen hat, ist bereits in einem frühen Stadium der Krise erkennbar geworden: Bilanzierung nach dem Fair-Value-Grundsatz führt dazu, dass der Zustand der Bankbilanzen stark von der jeweils aktuellen Preisentwicklung an den entsprechenden Finanzmarktsegmenten abhängt. Als die dort ausgewiesenen Vermögenspreise kollabierten, implodierten in kürzester Zeit die Bilanzen der Banken. Der aus dem Kursverfall resultierende Abschreibungsbedarf reduzierte das Eigenkapital der Banken und zwang die Institute zu Notverkäufen. Dadurch wurde der Kursverfall auf den Finanzmärkten verschärft. Im Umkehrschluss erzeugt die Bilanzierung zu Marktwerten über die in Boomzeiten im Allgemeinen steigenden Vermögenspreise einen entsprechend überhöhten Gewinnausweis. Gekoppelt daran ist eine in Boomphasen zu starke Ausweitung der Dividenden- und Bonuszahlungen.

Aus theoretischer Perspektive ist an den bestehenden Regelwerken zum einen zu kritisieren, dass sie zu stark auf die einzelwirtschaftliche Sicht fokussieren und somit systemische Implikationen ausblenden. Zum anderen unterstellt das Fair-Value-Prinzip stets eine Übereinstimmung zwischen Markt- und Fundamentalwert. Diese Informationseffizienz ist jedoch realistischerweise nicht gegeben. Stattdessen werden Preisblasen bzw. Marktpreiskorrekturen unmittelbar in die Bankbilanzen übertragen. Eine Bewertung rein nach aktuellen Marktpreisen generiert folglich extreme Schwankungen der ausgewiesenen Gewinne und zeichnet kein realistisches Bild des langfristigen Erfolgspotenzials. Diese der Fair-Value-Bilanzierung in-

härente Prozyklizität verstärkt somit das systemische Risiko im Bankensektor nicht unerheblich. Zudem fördert Fair Value Accounting kurzfristiges Denken und Wirtschaften. Vor diesem Hintergrund bedarf es der Implementierung von Bilanzierungsregeln, die langfristig, d. h. sich über den gesamten Konjunkturzyklus erstreckend, ausgerichtet sind.

Rechnungslegung hat die primäre Aufgabe, ein möglichst erwartungstreuues Bild der Vermögens- und Ertragslage zu zeichnen. Es hat sich gezeigt, dass die Zeitwertbilanzierung in der Breite dazu nicht geeignet ist. Zudem ist fraglich, ob die derzeitige „Expertenrunde für Rechnungslegungsregeln“ ausreichend demokratisch legitimiert ist; denn die Ausgestaltung der Rechnungslegung ist weit mehr als eine technische Angelegenheit. Der Ansatz der Zeitwertbilanzierung und die institutionelle Art der Festlegung konkreter Regeln müssen daher grundsätzlich überdacht werden.

### 3.3 Börsen- und Finanzmarktinfrastruktur

Die Krise hat gezeigt, dass die Finanzmärkte auch im Bereich der Abwicklung von Transaktionen robuste Strukturen aufweisen müssen. Breitflächiger OTC-Handel im Derivatebereich schafft weder die notwendige Transparenz noch die erforderliche Verlässlichkeit entsprechender Absicherungspositionen.

Die Schaffung von zentralen Gegenparteien (Central Counterparties) für die Abwicklung von Derivategeschäften ist daher der richtige Weg. Anbieter solcher Clearingstellen können bestehende Betreiber von Terminbörsen sein. Durch die Einschaltung solcher Mittler kann der Derivatehandel einerseits ausfallsicherer gestaltet werden, sodass bei Ausfall eines Marktakteurs negative Effekte auf andere Marktteilnehmer bzw. den gesamten Markt vermieden werden. Andererseits werden der Derivatehandel und die im Markt befindlichen Risiken transparenter: Denn anders als im bilateralen Handel besteht für die Aufsichtsbehörden im Fall des Vorhandenseins zentraler Abwicklungsinstanzen die Möglichkeit eines umfassenden Markteinblicks.

Um die Abwicklung über Clearingstellen zu ermöglichen, müssen Finanzderivate weitestgehend standardisiert werden. Zudem ist eine hinreichende Stellung von Sicherheiten der Handelsakteure gegenüber der Clearingstelle erforderlich. Dabei ist zu beachten, dass diese neuen Infrastrukturen nicht nur großen Marktteilnehmern zur Verfügung stehen, sondern auch ein effizienter Zugang für kleinere Marktteilnehmer sichergestellt ist.

### 3.4 Liquiditätsregelungen

Turbulenzen an den Geld- und Kapitalmärkten haben die Bedeutung eines effizienten Liquiditätsrisikomanagements sowohl für die Stabilität einzelner Institute als auch für das gesamte Finanzsystem deutlich gemacht.

Bisher existieren auf internationaler Ebene keine einheitlichen Standards zur regulatorischen Überwachung des Liquiditätsrisikos. Die neuen Regelungen – insbesondere die Vorschläge des Baseler Ausschusses – stellen einen ersten Schritt hin zu einem regulatorischen Standard für das Management von Liquiditätsrisiken dar.

Die Regelungen sehen vor allem eine höhere Liquiditätsreserve bei den Instituten vor. Diese Reserve soll es den Instituten ermöglichen, eine kurzfristige Stressperiode zu überwinden, ohne dass das Institut in einen Liquiditätsengpass gerät. Zusätzlich haben die Institute sehr viel häufiger zu prüfen, inwieweit bestimmte Marktverwerfungen zu Refinanzierungsproblemen führen.

## 4 Finanztransaktionssteuer

Durch Einführung einer Finanztransaktionssteuer bzw. Börsenumsatzsteuer wird bei jedem Handel ein bestimmter Prozentsatz des Verkaufspreises als Steuer abgeführt. Neben fiskalischen Motiven ist es Intention einer Finanztransaktionssteuer, einer Börsenumsatzsteuer oder einer Tobin-Steuer (Devisenhandel als Besteuerungsobjekt), Geschäfte, die allein der kurzfristigen Spekulation oder der Ausnutzung kleinster Arbitragemöglichkeiten dienen, unattraktiver zu machen. Damit soll erreicht werden, dass die Preise an Finanzmärkten stärker von fundamentalen Bestimmungsgrößen geprägt und zudem weniger schwankungsanfällig werden.

Ein solches Ziel kann jedoch nur erreicht werden, wenn eine Finanztransaktionssteuer international einheitlich eingeführt wird. Andernfalls entstehen allein Ausweichreaktionen, die in der Konsequenz eine Verlagerung der Geschäftsabwicklungen in wenig oder kaum regulierte Regionen provozieren. Daher muss die Einführung einer Finanztransaktionssteuer mindestens auf Ebene der EU bzw. geeigneter auf Ebene der G20 forciert werden. Zudem ist es notwendig, Umgehungswege über OTC-Handel möglichst auszuschließen. Dies verlangt die grundsätzlich verpflichtende Abwicklung von Handelsgeschäften über organisierte und regulierte Marktplätze bzw. -plattformen.

Aus fiskalischer Sicht ist ferner zu bedenken, dass die Finanztransaktionssteuer immer dort anfällt, wo die Produkte gehandelt werden, also in den großen Finanzzentren der Welt (bei Fonds also beispielsweise in Luxemburg). Daher muss gewährleistet sein, dass das entstehende Steueraufkommen gerecht unter den Staaten verteilt wird.

Zu bedenken ist schließlich, dass eine Finanztransaktionssteuer zwar helfen kann, kurzfristige spekulative Preisschwankungen an den internationalen Finanzmärkten einzudämmen. Daraus resultiert jedoch nicht unmittelbar eine zusätzliche Stabilisierung des Bankensektors.

Die Bundesrepublik Deutschland sollte trotz der angesprochenen Hürden die Debatte über eine internationale oder EU-weite Einführung einer Finanztransaktionssteuer offensiv vorantreiben.

# Lehren aus der Finanzmarktkrise ziehen

## THESENPAPIERE DES MANAGERKREISES:

**Bildung macht reich, Mehr Praxisorientierung in Bildung und Weiterbildung**, Juni 2009

**Mittelstandsfinanzierung in Zeiten der Krise**, April 2009

**Europäische Industriepolitik – Zwischen Wettbewerb und Interventionismus**, April 2009

**Wege aus der Krise: Zukunfts- und Konjunkturpaket des Managerkreises**, Februar 2009

**Neustart? Fünf Punkte zum Jahreswirtschaftsbericht 2010**, Januar 2010

Diese und weitere Thesenpapiere finden Sie zum Download auf:

**[www.managerkreis.de](http://www.managerkreis.de)**

ISBN: 978-3-86872-329-8