

Enquête-Kommission des Deutschen Bundestages "Wachstum, Wohlstand und Lebensqualität"

**Article**

## Regulierung der Finanzmärkte

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Enquête-Kommission des Deutschen Bundestages "Wachstum, Wohlstand und Lebensqualität" (2013) : Regulierung der Finanzmärkte, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 82, Iss. 4, pp. 107-134, <https://doi.org/10.3790/vjh.82.4.107>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/111276>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

---

# Regulierung der Finanzmärkte\*

ENQUETE-KOMMISSION DES DEUTSCHEN BUNDESTAGES „WACHSTUM, WOHLSTAND UND LEBENSQUALITÄT“

---

Enquete-Kommission, E-Mail: edelgard.bulmahn@bundestag.de

---

## **Vorwort zur „Regulierung der Finanzmärkte“ von Edelgard Bulmahn**

Vor einigen Jahren erschütterte die internationale Banken- und Finanzkrise die Wirtschaftssysteme, ja ganze Staaten der westlichen Hemisphäre. Und obwohl die Finanzkrise in der Öffentlichkeit kaum noch thematisiert wird, sind ihre verheerenden Auswirkungen besonders in den europäischen Ländern spürbarer denn je. Ganze Volkswirtschaften sind zusammengebrochen, Staaten haben sich in unvorstellbarer Höhe verschuldet, um das Finanzsystem in ihren Ländern zu retten.

Die verheerenden Folgen der Finanzkrise, aber auch die drohende Klimakrise und die zunehmende Kluft zwischen arm und reich – allen diesen Krisen ist gemeinsam, dass sie nicht durch Wirtschaftswachstum allein gelöst werden, sondern von der Politik neue Antworten erfordern.

Die Enquete Kommission Wachstum, Wohlstand und Lebensqualität hatte zum einen das Ziel, sachgerechtere Maßstäbe und eine bessere Beschreibung von Wohlstand und Lebensqualität in Deutschland zu erarbeiten. Zum anderen hatte sie das Ziel, ordnungspolitische Rahmenbedingungen zu beschreiben und neue Antworten auf die großen Fragen zu entwickeln. Darunter auch auf die Fragen, die die Finanzkrise aufgeworfen hat.

Im Einsetzungsbeschluss der Enquete-Kommission Wachstum, Wohlstand und Lebensqualität wurde gefordert, zu untersuchen *„welche ordnungspolitischen Bedingungen erfüllt sein müssen, damit die Ziele des nachhaltigen Wirtschaftens im Rahmen der Sozialen Marktwirtschaft erreicht werden können.“* Insbesondere sollten dabei Vorschläge entwickelt werden

---

\* Die hier abgedruckten Textstellen sind dem Schlussbericht der Enquete-Kommission „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität – Wege zu nachhaltigem Wirtschaften und gesellschaftlichem Fortschritt in der Sozialen Marktwirtschaft“ entnommen..

- wie das Verursacherprinzip stärker zur Geltung und somit die Verursacher der Krise stärker zur Rechenschaft gezogen werden können,
- wie kurzfristige, rein spekulative Finanztransaktionen eingedämmt werden können.

In der Projektgruppe 4 „Nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik“ der Enquete-Kommission konnte in vielen Punkten Einigung erzielt werden.

Das gemeinsame Ziel war die Sicherung eines stabilen und krisenfesten Finanzsystems. Denn nur so können die Finanzmärkte zur gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt beitragen. Uns war wichtig, deutlich zu machen, dass Finanzstabilität nicht gleichbedeutend ist mit der Stabilität von einzelnen Banken. Banken müssen auch scheitern können! Unser Hauptanliegen war, systemische Risiken, die in der Finanzkrise von einigen Instituten ausgegangen sind und die als Folge ganze Volkswirtschaften an den Abgrund gebracht haben, zukünftig zu unterbinden. Es gab daher eine Verständigung in der Kommission darüber, dass wir Risiko und Haftung wieder zusammenführen wollen. Einig waren wir uns auch darüber, dass dies durch eine wesentlich höhere Leverage Ratio geschehen muss, die bisherigen Reformbestrebungen auf EU-Ebene schätzten wir als nicht weitgehend genug ein.

Außerdem verständigte sich die Kommission, dass wir eine Schutzverantwortung gegenüber den Verbrauchern haben, die sich nicht tagtäglich auf dem Finanzmarkt bewegen. So sollen beispielsweise Finanzprodukte, die mit hohen Risiken behaftet sind oder für die es keine sachliche Begründung gibt, nicht ohne Einschränkungen zugelassen werden.

Wir konnten uns nicht in allen Fragen einigen, so beispielsweise bei dem Thema „Trennbankensystem“, bei dem das Investmentgeschäft vom traditionellen Bankgeschäft getrennt werden soll. Eine Trennung könnte verhindern, dass die Einlagen der Sparer für eventuelle Verluste aus riskanten Handelsgeschäften der Banken erhalten.

Insgesamt haben wir uns in der gemeinsamen Analyse und bei vielen Handlungsempfehlungen einigen können und sind zu vielen konkreten Vorschlägen für ein stabileres Finanzsystem gekommen. Allerdings zeigten sich deutlich unterschiedliche Regulierungsstrategien besonders bezüglich der Schärfe und Systematik der Regulierung. Letztlich ist es auch ein gutes Zeichen für eine lebendige Demokratie, unterschiedliche Politikansätze und Entscheidungsalternativen deutlich hervorzuheben. Gemeinsame Vorschläge werden dadurch in ihrer Bedeutung umso stärker!

## I **Ziele der Finanzmarktregulierung**

Das Ziel der Finanzmarktregulierung ist ein stabiles und krisenfestes Finanzsystem. Denn ein stabiles und funktionstüchtiges Finanzsystem trägt zur gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt bei.<sup>1</sup> Fehlt dagegen ein fester und durchsetzbarer Ordnungsrahmen, stellen sich in der Regel – wie

---

<sup>1</sup> Vergleiche zum Zusammenhang zwischen Finanzmärkten und gesamtwirtschaftlichem Wachstum Kapitel 3.3 Wachstum und Finanzmarkt der Projektgruppe 1.

in der zurückliegenden Finanzkrise offensichtlich geworden – unerwünschte Marktergebnisse ein, die der Gesellschaft Schaden zufügen. Dabei darf Finanzstabilität nicht verwechselt werden mit der Stabilität einzelner Finanzinstitute: Banken müssen scheitern können. Vielmehr geht es darum, die Systemrisiken, die von einzelnen Instituten ausgehen, beherrschbar zu machen und negative externe Effekte zu vermeiden. Zu diesem Zweck muss Finanzmarktregulierung zum einen präventiv dafür sorgen, dass die Wahrscheinlichkeit von systembedrohenden Bankinsolvenzen verringert wird, zum anderen aber Instrumente bereithalten, die im Schadensfall die gesellschaftlichen Kosten begrenzen.

Finanzstabilität ist ein Gemeinschaftsgut und muss vom Staat bereitgestellt werden. Eine Selbstregulierung der Finanzmärkte ist nicht zu erwarten, da die Finanzmarktakteure ihren eigenen Vorteil statt der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt im Blick haben und daher versucht sind, Kosten auf die Allgemeinheit abzuwälzen.<sup>2</sup> Dies sollte der Gesetzgeber berücksichtigen, wenn er sich bei Regulierungsfragen von den zu Regulierenden beraten lässt. Zudem ist eine internationale Koordinierung anzustreben, denn der „Laschheitswettbewerb“ der nationalen Regulierer hat maßgeblich zum Ausmaß der Finanzkrise beigetragen.<sup>3</sup>

Aber Finanzmarktregulierung wirkt sich nicht nur auf die systemische Stabilität aus. Sie muss auch beachten, dass die Finanzmärkte aufgrund ihres zentralen Stellenwertes in Wirtschaft und Gesellschaft Wirkungen besitzen, die etwa die Risikoabsicherung und die kapitalgebundene Alterssicherung betreffen.

## 2 Strukturelle Ursachen der Finanzkrise<sup>4</sup>

Die anstehende Neugestaltung der Finanzmarktregulierung muss insbesondere auf die strukturellen Ursachen für die zurückliegende Finanzkrise reagieren.<sup>5</sup> Die der Krise vorausgehende Blasenbildung und der anschließende Beinahe-Kollaps des Weltfinanzsystems lassen sich dabei primär auf eine Kombination von Regulierungsfehlern und Marktunvollkommenheiten zurückführen (zu weiteren Einflussfaktoren vergleiche Kasten 1). Insbesondere weist die Architektur des internationalen Finanzsystems an vielen Stellen Konstruktionsmängel auf, die zum einen Krisenauslöser waren, zum anderen aber auch als Brandverstärker während der Krise gewirkt haben. Wesentlich waren eine zu geringe Eigenkapitalausstattung, implizite Staatsgarantien für systemrelevante Banken, Informationsasymmetrien, das Prinzip der Zeitwertbilanzierung, eine teilweise exzessive Fristentransformation, Regulierungsdefizite für Schattenbanken und Rating-

2 Vergleiche zum Beispiel Admati, DeMarzo, Peter M.; Hellwig, Martin F.; Pfleiderer, Paul (2010): Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation.

3 Sinn, Hans-Werner (2010): Kasino-Kapitalismus: 216; Sinn, Hans-Werner (2002): Risktaking, Limited Liability, and the Competition of Bank Regulators.

4 Dieser Abschnitt basiert – ohne dies an jeder Stelle kenntlich zu machen – auf: Hellwig, Martin (2010): Finanzkrise und Reformbedarf; Sinn, Hans-Werner (2010): Kasino-Kapitalismus. Herangezogen wurden auch: Admati, Anat R.; DeMarzo, Peter M.; Hellwig, Martin F.; Pfleiderer, Paul (2010): Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2009): Zur Bankenregulierung in der Finanzkrise; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009): Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen – Jahresgutachten 2009/10: Kapitel 4. Für eine ausführliche Darstellung, auf die in diesem Abschnitt aus Platzgründen verzichtet werden muss, sei auf diese Arbeiten verwiesen.

5 Vergleiche dazu auch Kapitel 3.3 „Wachstum und Finanzmarkt“ der Projektgruppe 1.

## Kasten 1

**Weitere Einflussfaktoren der Finanzkrise**

Neben den genannten Marktunvollkommenheiten und Defiziten der Regulierungsarchitektur lassen sich weitere Einflussfaktoren und strukturelle Ursachen ausmachen, deren Bewertung und quantitative Bedeutung allerdings umstritten sind. So könnten makroökonomische Ungleichgewichte sowohl Ursache als auch Folge der Marktunvollkommenheiten und Regulierungsfehler darstellen. Unstrittig ist jedoch, dass zunehmende Leistungsbilanzüberschüsse in einigen Ländern (zum Beispiel Deutschland) und Leistungsbilanzdefizite in anderen Ländern (zum Beispiel USA und Südeuropa vor der Finanzkrise) mit steigenden finanziellen Verpflichtungen einhergehen: Die Überschussländer akkumulieren Forderungen, die Defizitländer verschulden sich immer weiter.

Daneben spielten nach Überzeugung der Opposition und der von ihr berufenen Sachverständigen auch Inkohärenzen des Steuersystems<sup>1</sup> und die Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensverteilung<sup>2</sup> eine Rolle. Schließlich ist zu berücksichtigen, dass Regulierungsfehler und eine möglicherweise zu geringe Ausnutzung von Eingriffskompetenzen der Regulierungsbehörden auf politökonomische Aspekte zurückzuführen sein dürften.<sup>3</sup> Unstrittig ist hierbei, dass die Aufsichtsinstitutionen und Regierungen oft im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Finanzplatzes eine zu laxen Regulierung nicht verhindert, toleriert oder gar vorangetrieben haben (siehe auch Kapitel 3.8 Regulatory Capture). Unterschiedliche Auffassungen bestehen aber bei der Frage, wie darauf reagiert werden sollte, um Finanzkrisen in Zukunft zu vermeiden. Neben den im Folgenden beschriebenen Reformen der Finanzmarktregulierung fordert ein Teil der Mitglieder der Enquete-Kommission politische Maßnahmen für eine gleichere Verteilung von Einkommen und Vermögen, Änderungen im Steuerbereich sowie eine Demokratisierung der Finanzmarktregulierung.

1 Schubert, Helene (2012): Tax Policies and Financial Stability.

2 Rajan, Raghuram G. (2010): Fault Lines.

3 Levine, Ross (2010): The governance of financial regulation; Mooslechner, Peter, Helene Schubert und Beat Weber (Hrsg.) (2006): The Political Economy of Financial Market Regulation.

agenturen sowie die Entlohnungssysteme für Bankmanagerinnen und Bankmanager. Die einzelnen Aspekte und ihr Zusammenwirken werden im Folgenden kurz dargestellt.

Das Eigenkapital repräsentiert die Haftung der Anteilseigner für den Erfolg oder Misserfolg eines Unternehmens: Im Erfolgsfall steigt der Wert eines Anteilsscheins, im Misserfallsfall kann der Wert bis auf null sinken. Daher müssten die Eigenkapitalgeber einer Bank eigentlich ein hohes Interesse daran haben, dass das Management die Geschäfte ordentlich führt und insbesondere keine zu hohen Risiken eingeht. Ist die Eigenkapitalquote jedoch sehr gering – vor der Finanzkrise lag sie häufig unter fünf Prozent der Bilanzsumme<sup>6</sup> – und die Eigenkapitalrendite in einem Umfeld niedriger Fremdkapitalzinsen entsprechend hoch – in einzelnen Jahren wurden über 25 Prozent erreicht – geht der Anreiz bei nicht voll funktionsfähigen Märkten in die entgegengesetzte Richtung. Denn selbst wenn nach mehreren Jahren ein Teilverlust des

6 Sinn, Hans-Werner (2010): Kasino-Kapitalismus: 114 f; Basel Committee on Banking Supervision (2009): Strengthening the resilience of the banking sector.

Eigenkapitals sicher einträte, hätten die Aktionärinnen und Aktionäre aufgrund der bis dahin erzielten Dividenden ein gutes Geschäft gemacht. Daher müssen die unter Basel II festgelegten Eigenkapitalanforderungen als zu gering eingestuft werden. Zwar lagen die risikogewichteten Eigenkapitalquoten zum Teil deutlich höher, hierbei wurden aber vielen Bilanzpositionen aus heutiger Sicht zu geringe Risikogewichte zugewiesen – auch die Bewertung von Staatsanleihen als risikolose Papiere ist zu hinterfragen.

Zudem stellt sich die grundsätzliche Frage nach der Risikomessung. Die Finanzkrise legt nahe, dass zumindest die bisherigen bankinternen Risikomodelle versagt haben, indem sie Anreize geschaffen haben, Risiken niedrig anzusetzen.<sup>7</sup> Darüber hinaus ist das System der modellbasierten Eigenkapitalregulierung insgesamt infrage zu stellen. Zum einen ist die Risikomessung prinzipiell problematisch, denn Risiken verändern sich über die Zeit und sind endogen, schwerwiegende Kreditereignisse finden nur selten statt und korrelieren miteinander, die zur Messung heranzuziehenden Zeitreihen sind typischerweise kurz. Zum anderen verstärkt das gegenwärtige System die Prozyklizität: Da im Aufschwung die Risiken und somit Risikogewichte sinken, kann pro Euro Eigenkapital mehr an Kredit vergeben werden. Im Abschwung kehrt sich dies um und zwingt zu prozyklischen Anpassungen. Das System der risikokalibrierten Eigenkapitalregulierung hat auch den Anreiz erhöht, über das Instrument der Kreditderivate Risiken an Dritte auszulagern. Damit konnte zusätzlich mit dem verfügbaren Eigenkapital die Kreditvergabe und somit die Leverage erhöht werden, mit dem Nebeneffekt, dass im Zuge des Einsatzes von Risikotransferinstrumenten (zum Beispiel Kreditderivate) die Verflechtung des globalen Finanzsystems und dessen Verwundbarkeit enorm gestiegen ist.<sup>8</sup>

Risiken wurden auch in das weitgehend unregulierte System der Schattenbanken ausgelagert. Zu den Schattenbanken zählen beispielsweise Hedgefonds, Private-Equity-Fonds und Geldmarktfonds, aber auch Einheiten, die häufig allein zu dem Zweck gegründet wurden, um Risiken aus der Bankbilanz herauszulagern wie Zweckgesellschaften oder Structured Investment Vehicles. Daten des Financial Stability Board (FSB) für eine Stichprobe fortgeschrittener Volkswirtschaften zeigen: Von 2002 bis Ende 2007 stiegen die von „sonstigen Finanzintermediären“ gehaltenen finanziellen Vermögenswerte von schätzungsweise 23 Billionen US-Dollar – oder rund 23 Prozent der Gesamtaktiva des Finanzsystems – auf über 50 Billionen US-Dollar (oder 27 Prozent). Nach Schätzungen der Bundesbank macht der Schattenbereich in Deutschland rund 1,4 Billionen Euro aus – das entspricht 17 Prozent der Aktiva des Bankensektors. Der Zuwachs der von sonstigen Finanzintermediären gehaltenen Aktiva verlangsamte sich zwar während der weltweiten Krise, weil die Verbriefungs- und Repo-Märkte einbrachen. Der Bestand dieser Aktiva ist jedoch fünf Jahre nach Krisenausbruch immer noch beträchtlich.<sup>9</sup> Ein großer Teil des Schattenbankensystems ist dabei in Steuer- und Regulierungs-oasen (dem sogenannten Offshoresystem) angesiedelt.<sup>10</sup>

7 Das, Sonali und Amadou N. R. Sy (2012): How Risky are Banks' Risk Weighted Assets?

8 Haldane, Andrew G. (2009): Rethinking the financial network. Im Jahresbericht 2007 von AIG ist Folgendes zu lesen: „Approximately 379 billion dollar of the 527 billion dollar in notional exposure of AIGFP's super senior credit default swap portfolio as of December 31, 2007 were written to facilitate regulatory capital relief for financial institutions primarily in Europe [...] for the purpose of providing them with regulatory capital relief rather than risk mitigation.“ American International Group, Inc (AIG) (2008): Annual Report 2007: 33, 122.

9 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2012): Jahresbericht: 82.

10 Lloyd, Geoff (2009): Moving beyond the crisis.

Dass die Managerinnen und Manager vieler Banken oder Schattenbanken überhaupt hohe Risiken eingegangen sind, hatte nicht nur damit zu tun, dass dies für die Aktionäre vorteilhaft sein kann, von ihnen also zumindest implizit befördert wurde. Eine wichtige Rolle spielten auch die Entlohnungssysteme für leitende Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. So waren Bonuszahlungen oftmals an kurzfristigen Gewinnen orientiert, die wiederum durch hohe Risiken erkauft wurden. Zudem fehlten offenbar Konsequenzen in Form von Malussen oder gar persönlicher Haftung für den Fall von Fehlentscheidungen beziehungsweise grober Fahrlässigkeit. In einem solchen Umfeld ist es wenig überraschend, wenn es für die Managerinnen und Manager sinnvoll erscheint, Risiken einzugehen, die aus volkswirtschaftlicher Sicht viel zu groß sind.

Bei voll funktionsfähigen Märkten hätten zumindest die Fremdkapitalgeber einem zu riskanten Engagement der Finanzinstitute entgegenwirken müssen. Zwar haben sie im Gegensatz zu den Aktionären grundsätzlich einen Anspruch auf eine festgelegte Rückzahlungssumme, aber im Insolvenzfall müssen auch sie ihre Forderungen teilweise oder ganz abschreiben. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, dass die effektive Kontrolle einer Bank durch Außenstehende aufgrund von asymmetrischer Informationsverteilung sehr schwierig ist. Dies gilt für viele Aktivpositionen. So ist es selbst für Expertinnen und Experten schwierig, die Ausfallwahrscheinlichkeit von Krediten an kleine oder mittelgroße Unternehmen sowie an Haushalte zu beurteilen oder gar die komplexen Finanzprodukte zu bewerten, die den Kern der Krise ausmachten. Für die Kundinnen und Kunden, die Einlagen bei einer Bank deponieren und damit zu Gläubigern dieser Bank werden, dürfte das aussichtslos sein. Darüber hinaus werden Fremdkapitalgeber – eben weil sie nicht direkt am Geschäftserfolg partizipieren – häufig erst dann aufmerksam, wenn ihre Ansprüche in Gefahr geraten, also eine Insolvenz der Bank droht. Die Weigerung, dann auslaufende Ausleihungen an die Bank zu verlängern, mag zwar im Prinzip eine probate Drohung sein. Solange aber die daraus entstehende Bankinsolvenz systemisch untragbar erscheint, dürfte sie den Beteiligten leer erscheinen.

An dieser Stelle kommt nämlich der Staat ins Spiel. Um die potenziell verheerenden Folgen von Bankinsolvenzen abzuwenden, dürfte der Staat typischerweise im Insolvenzfall einspringen. Aufgrund dieser (expliziten oder impliziten) Staatsgarantien rechneten die Gläubiger nicht damit, ihre Ansprüche gegenüber einer Bank zu verlieren. Folglich hatten sie keinen Anreiz, das Management ausreichend zu kontrollieren, selbst wenn sie dazu in der Lage gewesen wären. Nachdem sich die Insolvenz von Lehman Brothers als volkswirtschaftlich so kostspielig herausgestellt hat, ist zu erwarten, dass die Marktteilnehmer auch bei ihren zukünftigen Anlageentscheidungen davon ausgehen, dass kein Staat erneut die Insolvenz eines systemrelevanten Instituts zulässt. Dies wiederum birgt den Anreiz für Banken, schon allein deshalb nach mehr Größe zu streben, um im Extremfall gerettet zu werden.

Das Problem von asymmetrischer Information und Haftungsbeschränkung trat auch bei der Verbriefung und Weitergabe von Kreditforderungen auf. Zwar können Kreditverbriefungen den Finanzmarkt stabilisieren, wenn Risiken breit gestreut werden. Daher ist das Grundprinzip durchaus sinnvoll und hat sich in Form des deutschen Pfandbriefs, bei dem der Käufer einen Anspruch gegen die emittierende Bank erwirbt, der zusätzlich durch einen Deckungsstock zum Beispiel in Form von Immobilien oder Staatsanleihen abgesichert ist, über Jahrhunderte bewährt. Bei den „modernen“ Varianten, den sogenannten Asset Backed Securities (ABS) oder speziell Mortgage Backed Securities (MBS), fehlte jedoch die Emittentenhaftung. Daher konnten die ausgebenden Banken die mit den Kreditforderungen einhergehenden Risiken weitgehend an die Käufer dieser Produkte weiterreichen und hatten wenig Anreiz, die Bonität der Kreditnehmer

hinreichend zu prüfen. Zudem verdienten sie über Gebühren nicht nur an der Kreditvergabe, sondern auch an jeder Verbriefungsstufe. Die Folge waren schwer zu durchschauende Verbriefungskaskaden. Die Risiken der daraus resultierenden Collateralized Debt Obligations (CDOs) waren offenbar selbst für Expertinnen und Experten kaum mehr zu beurteilen.

Dies zeigte sich daran, dass die mit der Bewertung beauftragten Ratingagenturen aus heutiger Sicht unzutreffende Noten vergaben. Zwar sind Bewertungsfehler nicht grundsätzlich zu monieren, denn die Zukunft ist nun einmal unsicher. Es scheint aber so gewesen zu sein, dass die Ratingagenturen ihren Kunden zumindest indirekt auch bei der Konstruktion der Finanzprodukte geholfen haben. Beratung bei der Produktgestaltung und anschließende Bewertung sind aber problematisch, zumal sich mit beiden Aktivitäten Gebühren verdienen lassen.<sup>11</sup> Zudem haben die Ratingagenturen offenbar übersehen, dass sich die Risiken verschiedener Papiere während einer Krise gehäuft manifestieren, also miteinander korreliert sind.

Hätten sie dies berücksichtigt, wären die sehr guten Bewertungen bestimmter Hypothekenverbriefungen wohl nicht möglich gewesen. Problematisch sind auch die Marktmacht der drei

Kasten 2

### Zur Rolle der Ratingagenturen

Die Bedeutung der Ratingagenturen für die weltweite Finanzkrise und die anschließende Staatsschuldenkrise in Europa wird kontrovers diskutiert. Unstrittig ist, dass die Ratingagenturen – wie im Text beschrieben – zur Fehlbewertung von Risiken und damit letztlich zum Entstehen von Blasen maßgeblich beigetragen haben. Die Kombination von Marktmacht und Interessenskonflikten, nicht zuletzt aufgrund der Eigentümerstruktur, dürfte hierfür verantwortlich gewesen sein, möglicherweise auch eine ungenügende Haftung bei Fehlentscheidungen. Unterschiedliche Meinungen ergeben sich aber zu der Frage, ob die Ratingherabstufungen von Wertpapieren während der Krisen einen wesentlichen krisenverschärfenden Einfluss besessen haben. Während die einen darauf hinweisen, dass auch die Ratingagenturen eher der Realität hinterher gehinkt seien, kommen die anderen zu dem Schluss, dass die Ratingagenturen insbesondere in der europäischen Staatsschuldenkrise seit 2010 als Brandbeschleuniger gewirkt hätten, indem sie einige sogenannte Peripheriestaaten weitaus stärker herabgestuft hätten, als durch Fundamentaldaten gerechtfertigt gewesen wäre.<sup>1</sup> Dies habe in Kombination mit der unheilvollen Wirkung (ungedeckter) Kreditderivate auf deren Staatsanleihen die Liquiditätskrise und die dadurch ausgelöste Abwärtsspirale von steigenden Zinsen, verordneten Sparprogrammen, Rezession, steigender Staatsschuldenquoten und rezessionsbedingter Probleme im Bankensektor mit verursacht. Umstritten ist auch, ob Ratings grundsätzlich eine hoheitliche Aufgabe sind. Einige Kritikerinnen und Kritiker bemängeln, dass die Ratings schon früh an die Finanzindustrie delegiert worden waren und damit eine öffentliche Funktion zum Geschäftsfeld privatwirtschaftlicher, gewinnorientierter Unternehmen gemacht worden sei. Andere sind der Auffassung, dass die Abgabe von Ratings in einer freiheitlichen Gesellschaft jeder Agentur prinzipiell erlaubt sein müsse. Einhellig ist jedoch die Einschätzung, dass der regulatorische Zwang zu Ratings problematisch ist, insbesondere dann, wenn die Ratings in die Risikogewichte zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute einfließen.

<sup>1</sup> Gärtner, Manfred und Björn Griesbach (2012): Rating agencies, multiple equilibria and self-fulfilling prophecy?

<sup>11</sup> Sinn, Hans-Werner (2010): Kasino-Kapitalismus: 179 f.



größten Ratingagenturen – ihr Marktanteil beträgt mehr als 90 Prozent – sowie mögliche Interessenkonflikte aufgrund der Eigentümerstruktur, denn die Ratingagenturen sind direkt und indirekt im Eigentum der internationalen Finanzindustrie. All dies wiegt umso schwerer, als die Verpflichtung zur Bewertung durch die Ratingagenturen in den Jahren vor der Krise sukzessive in zahlreiche Gesetze und Vorschriften auf einzelstaatlicher und internationaler Ebene übernommen wurde. So sieht der „Standardansatz“ nach Basel II ein Rating durch Agenturen vor, anhand dessen das Kreditrisiko ermittelt wird, das wiederum die Eigenkapitalunterlegungspflicht bestimmt.

Während die vorangegangenen Systemfehler oder -friktionen dazu führten, dass die Banken zu viele Risiken eingingen, was letztlich zum Entstehen der Finanzblasen beitrug, gab es eine Reihe von krisenverschärfenden Faktoren, die zu einer Abwärtsspirale führten. Hier ist insbesondere die Kombination aus Zeitwertbilanzierung (Fair Value Accounting) und zu geringer Eigenkapitalunterlegung zu nennen. Das Prinzip der Zeitwertbilanzierung fordert, dass bestimmte Aktivpositionen jederzeit zum gegenwärtigen Marktwert bilanziert werden (Mark to Market). Dies stellte sich mit Beginn der Krise als fatal heraus. Denn die Banken mussten die Kursabschläge der im Handelsbuch gehaltenen Wertpapiere bilanzwirksam verbuchen, was das Eigenkapital minderte. Da die Banken aber aus Kostengründen keine Eigenkapitalreserven vorhielten, die über das gesetzlich geforderte Mindestmaß hinausgingen, waren sie unmittelbar gezwungen, entweder frisches Eigenkapital aufzunehmen – was sich mitten in der Krise und in der notwendigen Geschwindigkeit als undurchführbar erwies – oder Vermögenswerte zu veräußern – was zeitweise zu massiven Fire Sales führte. Denn aufgrund der großen Eigenkapitalhebelung mussten die Verkäufe ein Vielfaches der Eigenkapitalverluste betragen. Dies brachte die Kurse weiter unter Druck, denn in der Krise verkauften viele Finanzmarktteilnehmer gleichzeitig, aber es gab umso weniger Käufer, je tiefer die Krise war.

Die krisenverschärfende Wirkung einer geringen Eigenkapitalausstattung lässt sich an einem einfachen, der Realität nachempfundenen Beispiel verdeutlichen. Dazu sei angenommen, dass eine Bank eine Eigenkapitalquote von vier Prozent der ungewichteten Bilanzsumme anstrebt, entweder weil dies der regulatorischen Mindestanforderung entspricht oder weil die Geschäftspartner eine niedrigere Quote als Zeichen eines Solvenzproblems interpretieren. Da sie zudem aus Kostengründen kein „freies“ Eigenkapital als Reserve hält, hat sie in doppeltem Sinn wenig Eigenkapital: Das Verhältnis des Eigenkapitals zur Bilanzsumme ist gering, und einen nennenswerten Risikopuffer gibt es nicht. Bei einer Bilanzsumme von 100 Millionen Euro hat sie daher vier Millionen Euro Eigenkapital. Nun erleidet sie krisenbedingt einen Wertverlust ihrer Aktiva von einer Million Euro. Dies bewirkt im gleichen Ausmaß eine Reduktion des Eigenkapitals auf drei Millionen Euro sowie der Bilanzsumme auf 99 Millionen Euro. Die Eigenkapitalquote beträgt dann nur noch rund drei Prozent. Ist kurzfristig keine Erhöhung des Eigenkapitals zum Beispiel durch Ausgabe neuer Aktien möglich, so muss die Bank ihre Bilanzsumme auf rund 75 Millionen Euro verkürzen, um wieder zu einer Eigenkapitalquote von vier Prozent zu gelangen. Dies kann durch Verkauf von Aktiva wie Aktien und Anleihen geschehen oder, falls so schnell möglich, durch den Abbau von Krediten an Haushalte und Unternehmen. Wichtig ist die Größenordnung: Nach einem Verlust von einer Million Euro wurde ihre Bilanz um insgesamt 25 Millionen Euro reduziert. Dieser Multiplikator entspricht dem Eigenkapitalhebel (Leverage Ratio), der sich als Kehrwert der ungewichteten Eigenkapitalquote ( $1/4$  Prozent = 25) berechnen lässt.

Das Problem wurde verschärft durch eine exzessive Fristentransformation der beteiligten Banken und Schattenbanken. Während nämlich Hypothekendarstellungen sehr langfristiger Natur sind, hatten sich viele Investoren extrem kurzfristig durch Ausgabe von Asset-Backed Commercial Papers (ABCPs) mit Laufzeiten von häufig unter 30 Tagen finanziert. Mit Beginn der Krise in den USA im Sommer 2007 waren die Fremdkapitalgeber aber nicht mehr bereit, ihre ABCPs zu revolvern. Dies löste zusätzlichen Druck zur Bilanzverkürzung aus.

Da von der beginnenden Krise alle Banken betroffen waren, führte das Zusammenspiel aus geringer Eigenkapitalausstattung, Zeitwertbilanzierung, Austrocknung von Märkten (insbesondere für die kurzfristige Finanzierung) und Fire Sales zu einer gefährlichen Abwärtsspirale des gesamten Finanzmarkts. Zusätzlich verschärfte das erodierende Vertrauen zwischen den Marktteilnehmern die Krise weiter. Da die Bilanzverkürzung auch durch eine Einschränkung der Kreditvergabe für Haushalte und Unternehmen erreicht werden kann, gerieten viele Volkswirtschaften in eine Kreditklemme.

Letztlich trug die Fehlkonstruktion der Regulierungsarchitektur mit dazu bei, dass der Finanzsektor in Relation zur Realwirtschaft zu groß geworden ist. Gerade jene Länder mit einem überdimensionierten und viel zu rasch gewachsenen Finanzsektor standen im Epizentrum der Finanzkrise. In den USA entfielen vor der Krise fast 40 Prozent der Unternehmensgewinne auf die Finanzindustrie, obwohl sie nur rund acht Prozent zur Wirtschaftsleistung beisteuerte.<sup>12</sup> Ungewöhnlich hohe Eigenkapitalrenditen im Finanzsektor waren dabei kein Indikator für Produktivität, sondern für exzessives Risiko.<sup>13</sup> Zudem spricht einiges dafür, dass ein zu großer Finanzsektor den Arbeitsmarkt verzerrt. Nur 50 bis 70 Prozent der Lohnunterschiede zur restlichen Privatwirtschaft ist durch die statistisch erfassbaren, individuellen Charakteristika des Personals in der Finanzbranche zu erklären.<sup>14</sup> Der Rest dürfte wohl nicht allein auf nicht messbare Fähigkeiten zurückzuführen sein und repräsentiert daher teilweise ein leistungsloses Einkommen, das aus den übergroßen Gewinnen gespeist wurde. Diese „Überattraktivität“ des Finanzsektors als Arbeitgeber ist mit einem volkswirtschaftlichen Schaden verbunden, nämlich mit der Fehlallokation von Humanressourcen.

Bei der Frage, wie es überhaupt zu den Regulierungsfehlern kommen konnte, sind auch politökonomische Aspekte von Bedeutung.<sup>15</sup> Sie beschreiben zum einen den Umstand, dass die Finanzindustrie sowohl bei der Formulierung der Regulierungsprinzipien als auch bei deren Umsetzung immer mehr Einfluss bekommen hatte, zum Beispiel durch Einflussnahme auf den Regulator.<sup>16</sup> Dieses Regulatory Capture hat dazu geführt, dass Aufsichtsinstanzen und Regierungen eine Aufweichung von Regulierung und Überwachung toleriert oder gar vorangetrieben haben. Zum anderen, und damit verbunden, haben Staaten im Interesse der Wettbewerbsfähigkeit des eigenen Finanzplatzes einen Lachheitswettbewerb begonnen, der – wie wir

12 Philippon, Thomas (2009): The evolution of the US financial industry from 1860 to 2007.

13 Haldane, Andrew (2010): The Contribution of the financial sector. Speech held at the Future of Finance Conference in London am 14. Juli 2010.

14 Philippon, Thomas und Ariell Reshef (2009): Wages and human capital in the U. S. financial industry: 1909-2006.

15 Vergleiche zum Beispiel Levine, Ross (2010): The governance of financial regulation; Mooslechner, Peter, Helene Schubert, Beat Weber (2006): The Political Economy of Financial Market Regulation.

16 The Warwick Commission on International Financial Reform (2009): In Praise of Unlevel Playing Fields: 27 ff.

heute wissen – am Ende allen geschadet hat.<sup>17</sup> Die nationale und mikroprudenzielle Orientierung der Regulierung eines global agierenden Marktes, die regulatorische Arbitrage ermöglichte, hat diesen Wettlauf begünstigt.

### 3 **Vorschläge zur Regulierung der Finanzmärkte**<sup>18</sup>

Aus der Analyse der Fehlanreize und Friktionen im Finanzsektor, die zum Marktversagen und damit zur zurückliegenden Krise beigetragen haben, lassen sich Vorschläge für eine bessere Regulierung ableiten mit dem Ziel, die Finanzstabilität zu erhöhen. Dabei schließt sich die Enquete-Kommission in Teilen bereits vorliegenden Vorschlägen an.<sup>19</sup> Für die Handlungsvorschläge kann es nicht darum gehen, das Eingehen von Risiken generell zu vermeiden. Da die Zukunft immer unsicher ist, gehören Risiken zum Wirtschaften dazu und sind gleichermaßen als Chancen zu interpretieren. Insbesondere wäre es kontraproduktiv, Finanzinnovationen durch Regulierungsmaßnahmen grundsätzlich zu verbieten. Allerdings verdeutlicht die Krise, dass es sowohl Fehlverhalten als auch Systemfehler gegeben hat, die nach Möglichkeit ausgeschlossen werden sollten. Es muss nun versucht werden, die grundsätzlichen Vorteile eines marktwirtschaftlich organisierten<sup>20</sup> und der Gesellschaft dienenden Finanzsektors zum Tragen zu bringen, indem der Staat die für einen funktionierenden Wettbewerb notwendigen Rahmenbedingungen neu justiert.

Zu diesem Zweck hat es auf nationaler und internationaler Ebene bereits eine Reihe von Reformbemühungen gegeben. Die Phase der Konzepterstellung ist inzwischen in die Phase der konkreten Umsetzung diverser Regulierungsprojekte übergegangen.<sup>21</sup> Im Herbst 2008, als das Weltfinanzsystem am Rande des Zusammenbruchs stand, wurde von den G 20 eine umfassende Erneuerung der Finanzmarktregulierung initiiert. Darin geht es – um einige Beispiele zu nennen – darum, die Eigenkapitalbasis des Bankensystems zu erhöhen, über sogenannte makroprudentielle Instrumente wie antizyklische Kapitalpuffer die Prozyklizität der Kreditvergabe abzuschwächen und die Transparenz zu verbessern, indem Derivate über zentrale Plattformen gehandelt und Datensammelstellen eingerichtet werden.

In der Folgezeit hat es in der EU und Deutschland bereits eine Reihe von Regulierungsfortschritten gegeben. So wurde mit dem European System of Financial Supervision (ESFS) der Kern einer

17 Sinn, Hans-Werner (2010): Kasino-Kapitalismus: 216 ff.

18 Vergleiche übersichtshalber zu den bisherigen Regulierungsinitiativen, insbesondere der EU: BMF (2012): Auf den Punkt: Finanzmarktregulierung 3/2012; im Allgemeinen: Finanzausschuss (2013): Beschlussempfehlungen und Berichte.

19 Das Gesamtkapitel basiert – ohne dies an jeder Stelle kenntlich zu machen – auf mündliche und schriftliche Ausführungen von Hellwig, Martin F. bei der internen Anhörung der Projektgruppe 4 der Enquete-Kommission „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität“ zur Regulierung der Finanzmärkte am 7. Mai 2012; Hellwig, Martin F. (2010): Finanzkrise und Reformbedarf; Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009): Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen; Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2010): Reform von Bankenregulierung und Bankenaufsicht nach der Finanzkrise.

20 Eine marktwirtschaftliche Organisation stellt dabei keineswegs die Existenz von Genossenschaftsbanken und Sparkassen infrage. Vielmehr geht es darum, dass die Banken – innerhalb der staatlich gesetzten Grenzen und unter Kontrolle der Bankenaufsicht – unabhängig agieren und sich im Wettbewerb behaupten müssen.

21 Deutsche Bundesbank (2012): Finanzstabilitätsbericht 2012: 10.

europaweit einheitlichen Finanzmarktaufsicht geschaffen.<sup>22</sup> Zudem wurden Rating-Agenturen strengerer Transparenz- und Registrierungsanforderungen unterworfen, die durch die European Securities and Markets Authority (ESMA) überwacht werden; zusätzliche Vorschriften, etwa zur Vermeidung von Interessenkonflikten und zur Haftung bei grober Fahrlässigkeit stehen kurz vor Abschluss des Verfahrens (EU-Verordnung über Credit Rating Agencies, CRA III). Ferner müssen die Vergütungsregeln von Kreditinstituten und Investmentfirmen strengerer Anforderungen genügen (Instituts-Vergütungsverordnung), auch wurden für Verbriefungen der Selbstbehalt erhöht und die Eigenkapitalanforderungen verschärft (Capital Requirements Directive, CRD II und III). Zudem soll der Handel mit Wertpapieren außerhalb der Börsen (over the counter, OTC) stärker als bisher über zentrale Clearing- oder Verrechnungsstellen abgewickelt werden, um Transparenz und Sicherheit zu erhöhen (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Schließlich flossen die Erfahrungen aus der Krise auch in die bereits laufenden Verhandlungen der EU-Richtlinie Solvabilität II ein, durch die das europäische Versicherungsaufsichtsrecht grundlegend, insbesondere hinsichtlich der Eigenkapitalanforderungen und des Risikomanagements, reformiert wird; aktuell werden noch Änderungen in der im Jahre 2009 verabschiedeten Richtlinie diskutiert, die sodann mit der EU-Richtlinie Omnibus II – die unter anderem die Anpassung der Befugnisse der neu geschaffenen Europäischen Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA) regelt – eingeführt werden sollen. Darüber hinaus sind in Europa ungedeckte Leerverkäufe von europäischen Aktien und Staatsschuldtiteln verboten. In Deutschland sind ein nationales Sanierungs- und Insolvenzverfahren für Banken geschaffen und eine Bankenabgabe eingeführt worden.

Allerdings ist ein Teil der G-20-Agenda noch nicht umgesetzt; es bleibt viel zu tun. Denn die EU hat zu Beginn zögerlich auf die Krise reagiert; damit wurde wertvolle Zeit verloren.<sup>23</sup> Ein Beispiel ist etwa das Fehlen eines grenzüberschreitenden Bankeninsolvenzrechts, für das die Europäische Kommission erst im Juni 2012 einen Richtlinienentwurf vorgelegt hat. Auch sind die im Rahmen von Basel III beschlossenen höheren Eigenkapitalanforderungen noch nicht in Kraft (Capital Requirements Directive, CRD IV). Zudem ist die schärfere Behandlung systemrelevanter Banken im Rahmen von Basel III noch nicht implementiert; vorgesehen sind obligatorische Notfall- und Abwicklungspläne sowie zusätzliche Eigenkapitalanforderungen in Höhe von einem Prozent bis 2,5 Prozent der risikogewichteten Aktiva. Schließlich befindet sich die europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II), die einen umfassenden Regulierungsrahmen für den Wertpapierhandel bieten soll, noch im Beratungsstadium.<sup>24</sup>

Hinzu kommt, dass einige der Reformen, die im Zuge des G-20-Prozesses derzeit umgesetzt werden oder geplant sind, zu kurz greifen oder nicht umfassend genug angelegt sind. Insbesondere ist bisher nicht vorgesehen, dass die neue europäische Finanzmarktaufsicht bei der EZB über echte Durchgriffsrechte gegenüber nationalen Aufsichtsgremien verfügen soll; die ab-

---

22 Der ESFS besteht aus dem European Systemic Risk Board (ESRB), drei europäischen Aufsichtsbehörden für Banken (European Banking Authority, EBA), Versicherungen (European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA) und Wertpapiermärkte (European Securities and Markets Authority, ESMA) sowie einem übergreifenden Gemeinsamen Ausschuss (Joint Committee).

23 Veron, Nicolas (2010): EU Financial Regulatory Reform.

24 EU-Kommission (2011): Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung). KOM(2011) 656 endgültig vom 20. Oktober 2011.

schließenden Verhandlungen über die konkrete Ausgestaltung der europäischen Bankenaufsicht laufen allerdings derzeit mit Hochdruck.

Das im Rahmen der G 20 kommunizierte Ziel einer möglichst lückenlosen Regulierung sämtlicher Finanzinstrumente, sämtlicher Segmente des Finanzmarktes sowie sämtlicher Finanzmarktakteure wurde bisher nicht erreicht.<sup>25</sup>

Im Folgenden werden daher einige Regulierungsvorschläge im Einzelnen erläutert, die zum Teil über bestehende Reforminitiativen hinausgehen und einen stärkeren Fokus auf das systemische Risiko legen.<sup>26</sup> Maßgeblich sollten dabei die folgenden miteinander verbundenen Leitlinien sein. Erstens muss dem für eine Marktwirtschaft fundamentalen Haftungsprinzip mehr Geltung verschafft werden, denn mehr Haftung führt zu verantwortlicherem Verhalten und macht Krisen weniger wahrscheinlich. Zentral dafür ist, dass die Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute deutlich verschärft werden, denn sie determinieren die Haftung der Eigentümer. Zugleich sollten auch Vorstände und Aufsichtsräte stärker als bisher für Misserfolge einstehen. Dies könnte durch eine stärkere persönliche Haftung für grob fahrlässiges oder vorsätzliches Fehlverhalten sowie insbesondere durch Vergütungssysteme erreicht werden, die das Risikobewusstsein fördern. Zweitens sollten antizyklisch wirkende Regeln dafür sorgen, dass der Anreiz zur exzessiven Risikoübernahme im Aufschwung reduziert wird. Zu diesem Zweck sollte eine im Konjunkturzyklus variierende Leverage Ratio eingeführt werden. Drittens muss die Regulierung so ausgestaltet werden, dass im nie auszuschließenden Krisenfall eine selbstverstärkende Abwärtsdynamik mit systemweiten Konsequenzen verhindert wird. Zu diesem Zweck sind wiederum hohe Eigenkapitalanforderungen nützlich. Auch sind Regeln zu vermeiden, die prozyklisch und damit krisenverschärfend wirken. Zudem müssen Kriseninterventionsmechanismen geschaffen werden, die eine systemschonende Rekapitalisierung oder Abwicklung von Instituten erlauben, die in Schieflage geraten sind. Viertens sollten die Entscheidungsbefugnisse der Aufsichtsbehörden gestärkt werden, denn es lassen sich nicht alle Eventualfälle ex ante definieren und gesetzlich regeln.

### 3.1 Strengere Eigenkapitalanforderungen

Die für Anfang 2013 mit längeren Übergangsfristen geplante Umsetzung von Basel III in der EU stellt das Herzstück der Regulierungsreform dar (Capital Requirements Directive, CRD IV). Zunächst werden die Eigenkapitalanforderungen verschärft. Zukünftig sollen Banken bis zu 13 Prozent Eigenmittel in Relation zu den risikogewichteten Aktiva halten müssen. Darin enthalten ist zum einen ein antizyklischer Kapitalpuffer von bis zu 2,5 Prozent, der im Boom gebildet werden muss und im Abschwung abgebaut werden kann. Über ihn entscheiden die Bankaufsichten eines jeden Landes individuell. Zum zweiten steigt das harte Kernkapital von zwei Prozent auf sieben Prozent, wenn der sogenannte Kapitalerhaltungspuffer von 2,5 Prozent hinzugerechnet

25 In der Washingtoner Deklaration des G-20-Finanzmarktjipfels von 2008 heißt es: „We pledge to strengthen our regulatory regimes, prudential oversight, and risk management, and ensure that all financial markets, products and participants are regulated or subject to oversight, as appropriate to their circumstances.“ G 20 (2008): Declaration of the Summit on Financial markets and the World Economy in Washington am 15. November 2008: 3.

26 Anzumerken ist, dass hier auf manche Reformen im politökonomischen Bereich, wie zum Beispiel eine effektive globale Finanzmarktarchitektur, nicht eingegangen wird, die ebenso wichtige Voraussetzungen dafür wären, dass das Finanzsystem krisenfest wird. Dazu zählen zum Beispiel die Setzung länderübergreifend bindender Mindestregulierungsstandards, beispielsweise durch das Financial Stability Board (FSB).

wird. Dieser soll verhindern, dass Kapital im Krisenfall zu schnell aufgezehrt wird, indem eine Unterschreitung der Quote zum Beispiel durch Beschränkung der Dividendenzahlungen sanktioniert werden kann.

Zusätzlich sieht die EU die Einführung einer ungewichteten Eigenkapitalquote (Eigenkapital in Relation zu den ungewichteten Aktiva, Leverage Ratio) vor. Dafür ist zunächst ein Beobachtungszeitraum von 2013 bis 2017 mit einer Veröffentlichungspflicht ab 2015 vorgesehen. Nach Auffassung des Rates soll dann geprüft werden, ob ab 2018 drei Prozent als Verschuldungsquote eine angemessene verpflichtende Anforderung sein kann, während das Europäische Parlament über eine nach Geschäftsmodellen differenzierte Verpflichtung diskutiert.<sup>27</sup> Die Leverage Ratio soll dann zusätzlich zu den auf Risikogewichten basierenden Eigenkapitalunterlegungsquoten herangezogen werden, da die Methoden der Risikogewichtung manipulationsanfällig sind und prozyklisch wirken und die Banken weiterhin viel Spielraum bei der Ermittlung des regulatorischen Eigenkapitals haben.<sup>28</sup> Daneben werden Liquiditätsquoten<sup>29</sup> vorgeschlagen, deren Einhaltung das Problem abschwächen soll, dass Banken und insbesondere Schattenbanken ihre Forderungen überwiegend kurzfristig finanzieren (Problem der ungenügenden Fristenkongruenz).

Grundsätzlich gehen die Vorschläge in die richtige Richtung. Allerdings ist zu konstatieren, dass die Regeln angesichts der in der Finanzkrise offensichtlich gewordenen Fehlsteuerungen nicht weit genug gehen. So sind die nun vorgeschriebenen Werte für die Eigenkapitalunterlegung viel zu niedrig. Zahlreiche Banken, die im Zuge der Finanzkrise von den Steuerzahlern aufgefangen werden mussten, wiesen vor der Krise zum Teil höhere Eigenkapitalquoten auf. Zudem bestehen die Probleme der Risikomessung fort. Zwar wird die EU auch eine Mindestanforderung an die Leverage Ratio formulieren, aber diese wird nach den bisherigen Planungen aller Voraussicht nach ebenfalls viel zu niedrig angesetzt werden. Wie im vorangegangenen Abschnitt erläutert, führt eine Leverage Ratio von drei Prozent zu einem Deleverage-Multiplikator von 33 und daher in der Krise schnell zu Fire Sales mit den möglicherweise verheerenden systemischen Konsequenzen. Manche Ökonomen und Ökonomen plädieren daher gar für eine Leverage Ratio der Größenordnung von 20 Prozent bis 30 Prozent der ungewichteten Aktiva, um die Banken wirklich robust zu machen und die Ansteckung durch Fire Sales zu begrenzen.<sup>30</sup>

Auch die Liquiditätsvorschriften können ihre Wirkung verfehlen, wenn die Banken zu gering kapitalisiert sind. Denn wie auch die Eurokrise gezeigt hat können hochliquide Vermögenswerte wie Staatsanleihen in einer systemischen Krise sehr rasch illiquide werden.

Folgende weitere Reformen der Eigenkapitalregulierung erscheinen daher sinnvoll:

27 EU-Kommission (2011): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen. KOM(2011) 452 endgültig 2011, Teil I vom 25. Juli 2011: 17; Rat der Europäischen Union (2012): Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen – Allgemeine Ausrichtung des Rates. Ratsdok 10099/12 vom 21. Mai 2012: unter anderem 25 f., 769 ff.

28 Vergleiche unter anderem Schäfer, Dorothea (2011): Leverage Ratio ist das bessere Risikomaß.

29 Die strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio) soll Banken verpflichten, für stabile Finanzierungsquellen zu sorgen. Sie ist definiert als das Verhältnis zwischen dem verfügbaren stabil refinanzierten Betrag und dem Betrag, für den eine stabile Refinanzierung erforderlich ist. Die Mindestliquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio) misst das Verhältnis des Bestands als erstklassig eingestufte Aktiva zum gesamten Nettoabfluss der nächsten 30 Tage. Beide Kenngrößen müssen 100 Prozent übersteigen.

30 Vergleiche unter anderem Admati, Anat R., Peter M. De Marzo, Martin F. Hellwig und Paul C. Pfleiderer (2012): Debt Overhang and Capital Regulation.

- Erstens sollte eine weitaus höhere Leverage Ratio (möglichst in Abhängigkeit von der systemischen Relevanz der Bank) rasch (gegebenenfalls bereits ab 2015) eingeführt werden. Sie ist ein wichtiges Regulierungsinstrument zur Erhöhung der Resilienz und der finanziellen Tragfähigkeit des Bankensystems und zur Vermeidung von Prozyklizität.
- Zweitens sollte die Pflicht zur risikogewichteten Eigenkapitalunterlegung als zusätzliches Instrument exzessive Risiken vermeiden helfen. Dies dürfte aber nur gelingen, wenn auch sie deutlich schärfer als bisher gefasst wird.
- Schließlich sollte eine ungenügende Fristenkongruenz dadurch sanktioniert werden, dass zusätzliche Eigenmittel zu unterlegen sind.<sup>31</sup>

### 3.2 Bessere antizyklische und makroprudenzielle Instrumente

Eine zentrale Lehre aus der Krise ist, dass es makroprudenzieller Instrumente bedarf, die helfen, unerwünschte Wirkungen zu verhindern, die aus dem Zusammenspiel von Finanzsektor und realer Wirtschaft entstehen. Ein Beispiel ist das Wechselspiel zwischen einer exzessiven, teils rein spekulativen Kreditvergabe, steigenden Wertpapier- und Vermögenspreisen und einem kreditfinanzierten realwirtschaftlichen Boom, dem in der Regel eine Phase der Kreditklemme, sinkender Vermögenspreise und des Wirtschaftseinbruchs folgt (Verschuldungszyklus).

In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften ist es schon lange üblich, durch makroprudenzielle Instrumente die Kreditvergabe über den Konjunkturzyklus zu steuern. Basel III sieht das Instrument des antizyklischen Kapitalpuffers vor, der Kreditinstitute verpflichtet, im Aufschwung mehr Eigenkapital zu halten, wodurch die Kreditvergabe gebremst wird, während im Abschwung dieser Puffer wieder aufgebraucht wird. Dadurch soll verhindert werden, dass es zu einer Kreditklemme kommt.

Das Instrument des antizyklischen Kapitalpuffers sollte um weitere Instrumente ergänzt werden, die es ermöglichen, flexibel auf systemische Risiken zu reagieren, die über den mit diesem Kapitalpuffer adressierten Verschuldungszyklus hinausgehen.

- Aufgrund der schon erläuterten Nachteile risikogewichteter Eigenkapitalquoten sollte zusätzlich eine regelgebundene antizyklische Leverage Ratio eingeführt werden.
- Darüber hinaus sollten die Aufsichtsbehörden ermächtigt werden, situationsabhängig Änderungen in den höchstens erlaubten Beleihungsquoten (Loan to Value Ratios) für Kredite vorzuschreiben. Durch eine Senkung der Beleihungsquoten müssten Kredit-

---

31 Perotti, Enrico und Javier Suarez (2009): Liquidity insurance for systemic crises.

nehmer mehr Eigenkapital einbringen. Eine niedrigere Beleihungsgrenze für Immobiliendarlehen könnte zum Beispiel einen Hauspreisboom dämpfen.

- In ähnlicher Weise könnten die Aufsichtsbehörden zustandsabhängige Loan to Deposit Ratios verfügen, die das Verhältnis von den Krediten zu den traditionellen Einlagen beschränken.<sup>32</sup>
- Schließlich wäre zu prüfen, inwieweit eine antizyklische Variation der Bankenabgabe (zum Beispiel höherer Steuersatz bei exzessiver Kreditvergabe) zielführend sein könnte.

*Sondervotum der Fraktionen der SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN sowie der Sachverständigen Prof. Dr. Ulrich Brand, Dietmar Hexel, Prof. Dr. Martin Jänicke, Michael Müller, PD Dr. Norbert Reuter und Prof. Dr. Uwe Schneidewind zu weitergehenden antizyklischen und makroprudenziellen Instrumenten zu Kapitel 2.3.2*

*Die geschilderten Maßnahmen werden als nicht weitreichend genug erachtet. Daher werden noch folgende zusätzliche Maßnahmen als notwendig angesehen:*

- *die Einführung der Finanztransaktionssteuer zur Verhinderung von Vermögenspreisblasen (Boom-Bust-Zyklen);<sup>33</sup>*
- *die Förderung des sozialen Wohnbaus zur Verhinderung von Immobilienpreisblasen, die im weitesten Sinn auch als makroprudenzielles Instrument gesehen werden kann.*

### 3.3 Wirkungsvolle Regulierung des Schattenbankensystems

Als „Schattenbanken“ werden zumeist Finanzunternehmen bezeichnet, die nicht als Banken operieren. Hierzu zählen zum Beispiel Zweckgesellschaften, Hedge Fonds, Geldmarktfonds und Finanzierungsgesellschaften. Diese Unternehmen können durchaus volkswirtschaftlich nützliche Funktionen wahrnehmen. So versorgen Venture-Capital-Gesellschaften Startups und junge Firmen mit Risikokapital. Angesichts der verschärften Bankenregulierung durch Basel III besteht aber die Gefahr, dass immer mehr Risiken in das international ohnehin schon große Schattenbankensystem verlagert werden und kaum noch zu kontrollieren sind. Die Initiative der G 20 zur Regulierung des Schattenbankensystems scheint jedoch nur zäh voranzukommen. Es werden zwar im Rahmen von Basel III Kreditlinien an Zweckgesellschaften verteuert oder Teile des Schattenbankensystems in den rechnungslegungstechnischen Konsolidierungskreis des traditionellen Bankensystems integriert. Dies ist aber bei weitem nicht ausreichend, um die hohe Risikokonzentration dieses bisher mit dem Blick auf Stabilitätsrisiken kaum regulierten Teils des Finanzsystems zu reduzieren. Zwar hat der Financial Stability Board im November 2012

---

32 Dies hätte zusätzlich den Effekt, dass die traditionelle Refinanzierungsbasis gestärkt wird und somit ein Anreiz zum traditionellen Geschäftsmodell (Boring Banking) geschaffen wird, während das Geschäftsmodell des Wholesale Funding eingeschränkt wird. Dadurch könnte ein exzessiver Kreditzuwachs beschränkt werden, der nicht durch steigende Einlagen gedeckt ist.

33 Eine Finanztransaktionssteuer kann unter bestimmten Voraussetzungen für eine verbesserte Nachhaltigkeit im Finanzsystem beitragen. So fördert sie beispielsweise Transparenz, Langfristorientierung, Kosteninternalisierung und behindert Rentseeking, beispielsweise im Hochfrequenzhandel. Schäfer, Dorothea und Marlene Karl (2012): Finanztransaktionssteuer.



bereits erste Empfehlungen ausgesprochen.<sup>34</sup> Auch hat die EU-Kommission mit dem Grünbuch Schattenbankwesen einen eigenen Konsultativprozess auf den Weg gebracht. Das so kommunizierte Ziel der G 20, dass möglichst kein Finanzmarkt, kein Finanzmarktakteur und kein Finanzprodukt ohne Regulierung bleiben soll, ist aber noch längst nicht erreicht.

Die Regulierung des Schattenbankensystems sollte auf der grundsätzlichen Einsicht aufbauen, dass strikte Regeln im Bankensystem nur dann langfristig erfolversprechend sind, wenn sie nicht durch weniger strikte Regeln im Schattenbankensystem unterlaufen werden können. Zwar sind die Eigenheiten von Finanzinstituten wie Hedge Fonds, Geldmarktfonds und Finanzierungsgesellschaften zu berücksichtigen, es sollte aber nicht geduldet werden, wenn Banken ihre Aktivitäten allein deshalb in Vehikel wie Zweckgesellschaften auslagern, um die schärfere Bankenregulierung zu umgehen. Um dies zu erreichen, erscheint eine Reihe von Maßnahmen notwendig:

- So sollten die Banken die Aktivitäten von mit ihnen verbundenen Zweckgesellschaften voll in ihren Rechnungslegungskreis konsolidieren.
- Zudem sollten die Aufsichtsbehörden das Mandat erhalten, in besonderen Fällen außerbilanzielle Zweckgesellschaften und Aktivitäten ganz zu verbieten.
- Um die Rückwirkungen aus dem Schattenbankensystem auf das Bankensystem zu beschränken, sollte eine enge Begrenzung des Exposures der Banken gegenüber anderen Teilen des Schattenbankensystems (zum Beispiel Hedge Fonds) erfolgen.
- Um die Stabilität des Schattenbankensystems selbst zu erhöhen, sollten die Regeln zur Leverage Ratio und zur Fristentransformation auch hier verschärft werden; Abweichungen von den im Bankensystem geltenden Grenzen sollten gut begründet werden.
- Schließlich sollten Regulierungsosasen über bilaterale und multilaterale Verträge geschlossen werden, um Ausweichreaktionen zu vermeiden. Schon jetzt ist nämlich ein großer Teil des Schattenbankensystems in Offshore-Zentren angesiedelt, über die in der Krise ab 2007 Schockwellen in das globale Finanzsystem ausgingen. Nimmt die Regulierungsdichte wie angestrebt in anderen Finanzplätzen weiter zu, erscheinen Regulierungsosasen noch attraktiver, werden noch mehr Kapital anziehen und daher noch gefährlicher für die Weltfinanzstabilität.

### 3.4 Erhöhung von Transparenz und Kontrolle

Das Problem asymmetrischer Information war – wie in Kapitel 2 dargelegt – von großer Bedeutung dafür, dass Investoren Risiken eingegangen sind, die sie nicht überschauen konnten. Daher ist eine Erhöhung der Transparenz auf Finanzmärkten notwendig. Das Transparenzgebot bezieht sich zum einen auf Finanzprodukte und darauf aufbauend auf den Anlegerschutz, zum anderen aber auch auf die Berichtspflichten der Finanzinstitute gegenüber den Aufsichtsbehörden.

---

<sup>34</sup> Financial Stability Board (2012): FSB Publishes Initial Integrated Set of Recommendations to Strengthen Oversight and Regulation of Shadow Banking. Pressemitteilung vom 18. September 2012 inklusive Links zu den Publikationen.

Die EU hat bislang eine Reihe von entsprechenden Regeln auf den Weg gebracht. So sollen standardisierte OTC-Derivate über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden und alle Derivategeschäfte müssen an das Transaktionsregister gemeldet werden. Sowohl Clearingstellen als auch Transaktionsregister bedürfen der Zulassung durch die Aufsichtsbehörden und werden von diesen laufend überwacht (European Market Infrastructure Regulation, EMIR). Darüber hinaus wird der allgemeine Rechtsrahmen für Wertpapierdienstleistungen, den Betrieb geregelter Märkte und die Überwachung von Wertpapierfirmen umgestaltet (EU-Richtlinie MiFID II sowie EU-Verordnung MiFIR). Hierbei geht es maßgeblich um mehr Transparenz und Kontrolle von Handelsplattformen sowie von Finanzprodukten wie Schuldverschreibungen und Derivaten. Auch erhalten die nationalen Aufsichtsbehörden sowie die ESMA das Recht, bestimmte Produkte, Praktiken und Dienstleistungen zu verbieten. Schließlich wird unabhängigen Anlageberaterinnen und Anlageberatern die Annahme von Provisionen untersagt, um den Anlegerschutz zu verbessern.

Es bleibt abzuwarten, ob die Transparenz- und Kontrollvorschriften – falls sie beschlossen und umgesetzt werden – ausreichen, um Systemstabilität zu gewährleisten.

Da die Regulierung mit Sicherheit Finanzinnovationen zu ihrer Umgehung hervorrufen werden, erscheint es nicht nur wichtig, dass regelmäßig Überprüfungen der Regeln stattfinden. Vielmehr sollten die Regulierungsbehörden gerade für den Fall, dass Risiken drohen, die Befugnis haben, zusätzliche Informationen von den Marktteilnehmern einzufordern. Aus diesem Grund wird zum Beispiel mit EMIR die Verpflichtung eingeführt, standardisierte OTC-Derivate künftig über zentrale Clearingstellen abzuwickeln. Dadurch sollen Ansteckungseffekte, die zu Systemzusammenbrüchen führen können, vermindert werden.

Mehr Markttransparenz kann Systemzusammenbrüche jedoch nicht verhindern, wenn die gehandelten Produkte sehr komplex und schwer zu durchschauen sind.

Daher sollte auch bedacht werden, ob nicht bestimmte Instrumente mit Gefährdungspotenzial verboten oder zumindest deutlich unattraktiver gemacht werden sollten. So ist der volkswirtschaftliche Nutzen von Mehrfachverbriefungen nicht zu erkennen, das Risiko intransparenter Verbriefungskaskaden jedoch gewaltig. Daher sollten Weiterverbriefungen durch deutlich höhere Selbstbehalte massiv erschwert oder ganz verboten werden.<sup>35</sup>

*Sondervotum der Fraktionen der SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN sowie der Sachverständigen Prof. Dr. Ulrich Brand, Dietmar Hexel, Prof. Dr. Martin Jänicke, Michael Müller, PD Dr. Norbert Reuter und Prof. Dr. Uwe Schneidewind zu weitergehenden Maßnahmen für mehr Transparenz und Kontrolle zu Kapitel 2.3.4*

*Die beschriebenen Ansätze werden als nicht ausreichend erachtet. Es werden daher folgende zusätzliche Maßnahmen gefordert:*

---

<sup>35</sup> Das Europäische Parlament hat im Mai 2009 einen Selbstbehalt von 5 Prozent für den Erzeuger oder Sponsor einer Verbriefung beschlossen. Deutschland hat im Gesetz zur Umsetzung der geänderten Bankenrichtlinie und der geänderten Kapitaladäquanzrichtlinie den Selbstbehalt abweichend davon auf 10 Prozent ab Januar 2015 heraufgesetzt. Dies erscheint angesichts der von der Wiederverbriefung ausgehenden Gefahren als deutlich zu wenig. Vergleiche Schäfer, Dorothea (2012): Wie kann die Finanzmarktstabilität verbessert werden und was sind dafür die geeigneten Maßnahmen und Instrumente?

- *Der Eigenhandel der Banken mit Nahrungsmitteln sollte nur im Auftrag von realwirtschaftlichen Interessen erlaubt sein. Darüber hinaus werden Maßnahmen zur Bekämpfung von Vermögenspreisblasen auch im Bereich der Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise als nötig angesehen. Hier könnten Positionslimits zur Beschränkung der Rohstoff- und Nahrungsmittelspekulationen wichtig sein.*<sup>36</sup>
- *Nötig sind schließlich Regelungen, die es der Aufsicht erlauben, den Verkauf von bestimmten komplexen und besonders riskanten Finanzprodukten an private Verbraucherinnen und Verbraucher zu untersagen.*

Sondervotum der Fraktion DIE LINKE. sowie der Sachverständigen Prof. Dr. Ulrich Brand und PD Dr. Norbert Reuter zur letztgenannten Position des vorangehenden Sondervotums zu Kapitel 2.3.4

Der beschriebene Ansatz, einer Erlaubnis für die Aufsicht den Verkauf bestimmter Finanzprodukte untersagen zu können, wird als nicht ausreichend erachtet. Es werden daher folgende zusätzliche Maßnahmen gefordert:

- *Rezeptpflicht für Finanzinnovationen und derivative Finanzinstrumente. Jedes neue Instrument soll der Bewilligungspflicht durch die Aufsichtsbehörden (zum Beispiel ESMA) oder durch eine bei der Aufsicht angesiedelte Zertifizierungsbehörde bedürfen, die die Ansuchen auf Basis einer gesellschaftlichen Kosten-Nutzenanalyse prüfen.*
- *Instrumente, die komplex und opak sind und für die es keinen erkennbaren gesellschaftlichen Nutzen gibt, sondern die hohe systemische Risiken in sich bergen, sollten verboten werden, zum Beispiel Kreditderivate, insbesondere auf Staatsanleihen.*

### 3.5 Regulierung der Vergütungssysteme

Deutschland hat die Vergütung von Finanzdienstleistungen als Reaktion auf die Vergütungsregeln der Eigenkapitalrichtlinie CRD III der EU-Kommission neu geregelt (Instituts-Vergütungsverordnung). Danach muss die Auszahlung wesentlicher Anteile der variablen Vergütung über mindestens drei bis fünf Jahre gestreckt und zwischenzeitlich eingetretene Misserfolge müssen diese Beträge mindern. Zudem muss die Transparenz der Vergütung erhöht werden. Schließlich hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stärkere Eingriffsrechte bekommen, um angesichts der wirtschaftlichen Situation eines Unternehmens unangemessen hohe Bonuszahlungen zu unterbinden. Die BaFin kann die Auszahlung variabler Vergütungsbestandteile untersagen, wenn bestimmte aufsichtsrechtliche Anforderungen unterschritten wurden.

Darüber hinaus sollten die Vergütungsberichte der Banken und Finanzdienstleister nach einem einheitlichen, transparenten Verfahren erstellt werden, um Rechnungslegung und Kontrolle zu

---

<sup>36</sup> Vergleiche unter anderem zur Berichtspflicht und zur Beschränkung der Anzahl an erlaubten Kontrakten sowie zur Forderung der Eingriffsrechte der Aufsicht Schäfer, Dorothea (2012): Antworten von Dorothea Schäfer zum Fragenkatalog der internen Anhörung der Projektgruppe 4. Drs. PG 4/9 vom 21. Mai 2012: 3; Europäische Kommission (2011): Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung). KOM(2011) 656 endgültig; unter anderem 137 f.

erleichtern. Insbesondere ist im Einklang mit der Regierungskommission „Deutscher-Corporate-Governance-Kodex“ Folgendes zu fordern:<sup>37</sup>

- Die Vergütung soll insgesamt und hinsichtlich ihrer einzelnen Vergütungsteile betragsmäßige Höchstgrenzen aufweisen, die vom Aufsichtsrat gegebenenfalls jährlich festzulegen sind.
- Zudem soll die variable Vergütung nicht primär an die Eigenkapitalrendite geknüpft sein, da dies einen Anreiz schafft, nicht nachhaltige, kurzfristige Geschäfte zu betreiben, die das Geschäftsrisiko unangemessen erhöhen können.
- Ferner sollen im Vergütungsbericht für jedes Vorstandsmitglied dargestellt werden:
  - die für das Berichtsjahr gewährten Zuwendungen einschließlich der Nebenleistungen,
  - bei variablen Vergütungsteilen ergänzt um die erreichbare Maximal- und Minimalvergütung,
  - der Zufluss im beziehungsweise für das Berichtsjahr aus Fixvergütung, kurzfristiger variabler Vergütung und langfristiger variabler Vergütung mit Differenzierung nach den jeweiligen Bezugsjahren,
  - bei mehrjährigen variablen Vergütungen und bei der Altersversorgung der Aufwand für das Berichtsjahr.

*Sondervotum der Fraktionen der SPD, DIE LINKE. und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN sowie der Sachverständigen Prof. Dr. Ulrich Brand, Dietmar Hexel, Prof. Dr. Martin Jänicke, Michael Müller, PD Dr. Norbert Reuter und Prof. Dr. Uwe Schneidewind zu weitergehenden Maßnahmen zur Regulierung der Vergütungssysteme zu Kapitel 2.3.5*

*Diese Maßnahmen sind aus Sicht der Opposition nicht ausreichend. Um ein nachhaltigeres Vergütungssystem zu erreichen, werden folgende weiter gehende Regelungen als notwendig angesehen:*

- *Sofern Boni in Form von Aktien oder Aktienoptionen gewährt werden, müssen sie in neuen, eigenen Aktien ausgegeben werden, wenn eine bestimmte Eigenkapitalquote unterschritten wird. Bonizahlungen sollen verboten werden, wenn eine bestimmte Eigenkapitalquote unterschritten wird.*
- *Die Gesamtvergütung des Managements soll in einem angemessenen Verhältnis zum Durchschnittsverdienst (durchschnittliche Personalkosten minus Vorstandsgehälter) der Beschäftigten im jeweiligen Unternehmen insgesamt stehen (CEO to worker pay ratio).*

---

<sup>37</sup> Übernommen sind die aufgeführten Handlungsempfehlungen aus den aktuellen, bereits in der Regierungskommission abgestimmten Empfehlungen zur Kodexanpassung. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2013): Deutscher Corporate Governance-Kodex in der Fassung vom 15. Mai 2012 mit Vorschlägen aus den Plenarsitzungen vom 9. und 31. Januar 2013.

*Ein erster Schritt könnte die Übernahme einer Regelung entsprechend des Dodd-Frank-Acts sein.<sup>38</sup>*

### 3.6 Verbesserter Kriseninterventionsmechanismus

Eine Haftung der Kapitalgeber und Gläubiger einer Bank lässt sich nur durchsetzen, wenn nicht die Furcht vor einem Systemzusammenbruch den Staat dazu bewegt, eine Bankinsolvenz mit allen Mitteln zu verhindern. Ansonsten wird das marktwirtschaftliche Verursacherprinzip außer Kraft gesetzt und Moral Hazard gefördert. Daher ist die Schaffung eines funktionsfähigen Kriseninterventions- und Insolvenzmechanismus für Banken unerlässlich. Sein primäres Ziel sollte nicht der Gläubigerschutz sondern der Systemschutz sein. Es geht also darum, Bankfunktionen zu retten, ohne Alteigentümer, professionelle Gläubiger und Managerinnen und Manager ebenso retten zu müssen. Das bisher in Deutschland verabschiedete Bankeninsolvenzrecht (Restrukturierungsgesetz) reicht dafür nicht aus.<sup>39</sup>

Daher ist es wichtig, dass die vorgesehenen Rechte für die Aufsichtsbehörden zu einem frühzeitigen Eingriff in dem im Juni 2012 von der EU-Kommission vorgelegten „Richtlinienentwurf für einen Rahmen zur Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen“, der weit über den deutschen Ansatz hinaus geht, auch wirklich voll zur Geltung kommen. Sinnvolle Maßnahmen sind zum Beispiel ein temporäres Verbot von Dividendenausschüttungen, die Möglichkeit, das Management auszuwechseln, eine verpflichtende Rekapitalisierung (Bail-in-Instrumente statt Bail-out durch Steuerzahlerinnen und Steuerzahler), die Gründung einer Überbrückungsbank zum Zweck des Verkaufs, eine Verstaatlichung bis hin zur Liquidation – auch gegen den Willen von Eigentümern oder Vorstand.

Ein guter Maßstab ist das vom Sachverständigenrat entworfene Dreiphasenkonzept.<sup>40</sup> Phase 1 ist als eine sich abzeichnende Schiefelage definiert und tritt ein, wenn zum Beispiel die Eigenkapitalquote oder die Leverage Ratio bestimmte Grenzwerte verletzen. Dann sollte die Aufsicht umfassende Eingriffsrechte erhalten, die etwa darauf abzielen, die Kapitalausstattung zu verbessern und mithilfe von Stresstests die Verwundbarkeit der Bank zu analysieren. Phase 2 beschreibt den Zustand einer Unterkapitalisierung, die jedoch noch als behebbar angesehen wird. Dann muss die Aufsicht das Recht haben, von der Bank einen Sanierungsplan einzufordern und die bankinterne Umsetzung zu überwachen. Falls sie ihr zielführend erscheinen, darf die Aufsicht weitere diskretionäre Maßnahmen einfordern. Phase 3 kommt zum Tragen, wenn eine ausreichend schnelle Verbesserung der Kapitalausstattung unwahrscheinlich erscheint. Dann sollte ein Mechanismus greifen, der sich am britischen Bankenrestrukturierungsverfahren orientiert. Dieses zeichnet sich durch eine hohe Vielfalt und Flexibilität der potenziellen Maßnahmen aus.

38 In den USA sollen die großen Kapitalgesellschaften laut Dodd-Frank-Act dazu verpflichtet werden, die sogenannte „CEO to worker pay ratio“, also die Relation der Vorstandsvergütung zum durchschnittlichen Arbeitnehmereinkommen, für ihr Unternehmen zu veröffentlichen. Eine ähnliche Regelung soll es im Vereinigten Königreich geben. Vergleiche auch Hexel, Dietmar (2012): Drei Jahre VorStAG.

39 Hellwig, Martin F. (2012): Antworten auf den Fragenkatalog der internen Anhörung der Projektgruppe 4 der Enquete-Kommission „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität“. Drs. PG 4/5 vom 7. Mai 2012; Hellwig, Martin F. (2010): Stellungnahme für die Öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Restrukturierung und geordneten Abwicklung von Kreditinstituten, zur Errichtung eines Restrukturierungsfonds für Kreditinstitute und zur Verlängerung der Verjährungsfrist der aktienrechtlichen Organhaftung (Restrukturierungsgesetz)“. Bestandteil des Protokolls des Finanzausschusses Nr. 17/29 vom 6. Oktober 2012.

40 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009): Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen: 148 ff.

So kann die Abwicklungsbehörde die Bank ganz oder teilweise an einen privaten Käufer oder an eine staatliche Brückenbank übertragen. Daneben sieht das britische Recht auch Enteignungs- und Verstaatlichungsmöglichkeiten vor.

### 3.7 Kompetente Europäische Bankenaufsicht

Der Umstand, dass in der EU ein europäisch und global agierendes Finanzsystem durch nationale Aufsichtsbehörden von 27 Ländern kontrolliert wird, deren Sichtweise darüber hinaus mikroprudenziell orientiert ist, hat Anreize für Banken erhöht, über das Ausnutzen von Regulierungsdifferenzen (Regulierungsarbitrage) und sonstige Schlupflöcher Risiken gegenüber den Aufsehern zu verschleiern. Zwar wurde mittlerweile die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) geschaffen, ihr mangelt es aber an Durchgriffsrechten. Diese sind jedoch erforderlich, um dem vor der Krise zu beobachtenden Lachheitswettbewerb der Regulierungsbehörden zumindest innerhalb Europas zu begegnen. Wenn jedes Land aus Sorge um den eigenen Finanzplatz seine Regeln aufweicht oder möglichst weit interpretiert, schaden sich am Ende alle. In einer solchen Situation hilft eine Koordination des europäischen Bankenrechts und seine Durchsetzung.

Die Aufsicht sollte daher mit stärkeren Durchgriffsrechten zumindest bei international operierenden Banken ausgestattet werden. Das bedeutet nicht, dass – angesichts der rund 8 000 Finanzinstitute im Euroraum – eine weitere europäische Superbehörde eingerichtet werden muss. Vielmehr sollte die Aufsicht einfachen Zugriff auf die Daten der nationalen Aufsichten haben und darauf aufbauend genau definierte Weisungsbefugnisse erhalten. Dies betrifft insbesondere das Verfahren bei möglichen Schieflagen oder drohenden Insolvenzen von Banken, die in mehreren Mitgliedsländern tätig sind. Hierzu benötigen wir ein europaweites Abwicklungsregime – mindestens für die Eurozone. Denn die Entscheidungen nationaler Regulierer sind möglicherweise eher am nationalen als am europäischen Wohl interessiert, was nicht immer kongruent sein muss.<sup>41</sup>

Es sei aber angemerkt, dass Zentralisierung auch Nachteile haben kann. Zum einen besteht die Gefahr, dass die Aufsicht auch nicht am europäischen Gemeinwohl orientiert ist. Zum Beispiel könnte sie von Ländermehrheiten dominiert werden, die ihre Regulierungsvorstellungen der gesamten EU aufzwingen wollen. Dies kann bei den derzeit noch recht unterschiedlich strukturierten Bankensystemen in Europa problematisch sein. Zum anderen ist die Frage der Lastenverteilung in Krisensituationen zu klären. Gerät eine europaweit operierende Bank in eine Schieflage und muss trotz aller Versuche des Bail-in von Eigentümern und Gläubigern mit öffentlichen Mitteln rekaptalisiert werden, so sollte es ein vorher vereinbartes Verfahren geben, das zumindest in Grundzügen festlegt, welches Land für welchen Betrag aufzukommen hat. Eine verursachergerechte Lastenverteilung ist mit Blick auf politisches Moral Hazard unerlässlich.

### 3.8 Eindämmung von „Regulatory Capture“

In der neueren Diskussion zur Finanzmarktreform wird wiederholt das Problem des Regulatory Capture thematisiert. Der Begriff bezeichnet generell eine Situation, in der eine staatliche Regelungsinstanz durch private Sonderinteressen vereinnahmt wird, für deren Regulierung oder

---

41 So hat Spanien während der Eurokrise lange gezögert, die eigenen Banken, die in Schieflage waren, zu rekaptalisieren oder abzuwickeln, denn diese wurden von der EZB faktisch unbegrenzt mit Liquidität versorgt. Dadurch wurde nicht nur das Bankenproblem verschleppt, auch wurde Druck auf die europäische Geldpolitik ausgeübt mit Rückwirkungen auf den gesamten Euroraum.

Kontrolle sie geschaffen wurde. Der Begriff Capture (Eroberung) dient dabei der Kritik an dem bestimmenden, einseitigen und intransparenten Einfluss von Einzelinteressen auf staatliche Regelungsinstanzen zulasten der Allgemeinheit.

Bei dieser Kritik ist zu bedenken, dass sie sich nicht auf die – legitime – pluralistische Interessenartikulation bei staatlichen Entscheidungsprozessen als solchen beziehen kann, sondern allein auf die Wirkung gezielter informeller Einflussnahmen – im Regelfall über interessenhomogene, intransparente Policy Networks -, bei denen gegenläufige Interessen nicht zur Geltung kommen. Für den staatlich regulierten Finanzsektor gilt einschränkend, dass neben der Finanzindustrie fallweise auch politische Akteure, vermittelt über den Staat, als Marktteilnehmer mit Eigeninteressen gegen die Ziele der Finanzmarktregulierung verstoßen können.<sup>42</sup> In jedem Fall ist die Öffnung derjenigen Politiknetzwerke, die abgeschottet sind, für unterschiedliche Interessen (hier etwa der Sparer und die Sparerin oder der Kreditnehmer und die Kreditnehmerin) und die Durchsetzung von Transparenzregeln für den Regulierungsprozess angeraten.

In Anlehnung an die Vorschläge des Independent Centre for Financial Regulation (ICFR) kommen grundsätzlich folgende Maßnahmen als Antwort auf Regulatory Capture in Betracht:<sup>43</sup>

- Regulierungsinstanzen sollten im Vollzug dieses Recht, das durch die Legislative festgelegt wird, unabhängig von der Einflussnahme durch private oder auch politische Akteure sein.
- Es geht um die Stärkung der Kapazität der Regulierungsinstanz: Je schwächer ihre finanzielle und personelle Ausstattung, desto größer ist ihre Abhängigkeit von potenziell illegitimen Einflussnahmen.
- Da Intransparenz als elementare Bedingung illegitimer Einflussnahme anzusehen ist, sind eindeutige Transparenzregeln und der Zugang unterschiedlicher Stakeholder zum Regulierungsvorgang wichtig.
- Es geht um externe Kontrollen der Regulierungsinstanz durch verbesserte politische, rechtliche oder publizistische Kontrollmöglichkeiten oder auch durch unabhängige Expertengruppen.
- Es geht um interne Kontrollen der Regulierungsinstanz (Haftungsregeln, Rotation zur Vermeidung einer engen Bindung von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern und Personen, an die sich die Regelungen richten, normative Festlegungen et cetera.).

### 3.9 Zu den Vor- und Nachteilen des Trennbankensystems

Trennbankensysteme richten sich an der Spezialisierung von Banken auf bestimmte Finanzprodukte und -dienstleistungen aus. Im Gegensatz zum deutschen Universalbankensystem, welches

---

42 Als Beispiel kann die kritische staatliche Einflussnahme bei der Schaffung der Regelung zur risikolosen Gewichtung von Staatspapieren im Rahmen von Basel II angeführt werden. Der Staat ist in dieser Situation nicht nur Regulator, sondern auch Marktteilnehmer, der eigene Interessen verfolgt, die der Schaffung von Finanzmarktstabilität zuwiderlaufen können.

43 Baxter, Lawrence G. (2012): Understanding Regulatory Capture.

den Geschäftsbankenbereich mit dem Investmentbanking kombiniert, übernehmen Trennbanken jeweils nur bestimmte Fachbereiche. Der Glass-Steagall-Act etablierte im Jahr 1933 als Reaktion auf die Große Depression ein Trennbankensystem in den USA. Im Zuge der Liberalisierung des amerikanischen Bankensystems kam es zu einer weitgehenden Aufhebung der Trennbankenvorschrift durch den Gramm-Leach-Bliley-Act von 1999.

Als Konsequenz auf die jüngste Finanzkrise fordern einige Mitglieder der Enquete-Kommission, ein Trennbankensystem zu etablieren. Dabei soll das Investmentgeschäft vom klassischen Bankgeschäft, welches für die Realwirtschaft von essentieller Bedeutung ist, separiert werden. Auf diesem Wege soll vor allem verhindert werden, dass die Einlagen der Sparer für eventuelle Verluste aus riskanten Handelsgeschäften der Banken erhalten müssen. Außerdem könnte so eine Reduktion der gegenseitigen Verflechtung (die die systemische Relevanz auch von kleinen Instituten erhöhen kann) erreicht werden. Es ist allerdings umstritten, wie bedeutsam die vorangegangene Aufhebung des Trennbankensystems für den Verlauf der Finanzkrise war. So ging die Krise in den USA von der Spezialbank Lehman Brothers aus, die derzeit problematischsten Banken in Spanien sind am ehesten mit Sparkassen zu vergleichen und auch in Deutschland geriet mit der Commerzbank nur eine Universalbank in Schieflage, während diverse Spezialbanken, allen voran die Hypo Real Estate, staatlich gestützt werden mussten. Auch die „Savings and Loan Crisis“ in den USA der 1980er Jahre traf den dortigen Sparkassensektor. Daher werden im Folgenden die Vor- und Nachteile einer Umstellung des historisch gewachsenen deutschen Universalbankensystems auf ein Trennbankensystem ergebnisoffen diskutiert.

Als Vorteil des Trennbankensystems wird genannt, dass es Interessenkonflikte zwischen der Kreditvergabe und dem Emissionsgeschäft vermeide. Dagegen seien dem Modell der Universalbanken mit Geschäftsbanking, Investmentbanking, Asset Management und Versicherung zu viele Interessenkonflikte inhärent. Auch hätten Universalbanken unlautere Vorteile bei Eigenhandel und Kreditvergabe, weil sie Insiderinformationen besäßen. Darüber hinaus wird argumentiert, dass der Eigenhandel der Banken nur dann nicht destabilisierend wirke, wenn er in kleinem Umfang durchgeführt werde.<sup>44</sup> Die Banken hätten aber aufgrund von Skaleneffekten starke Anreize, in großem Maßstab zu handeln. Darüber hinaus führten (in diesem Kapitel ausführlich dargelegte) Fehlanreize dazu, viel zu riskante Positionen einzugehen. In der Folge komme es zur Fehlallokation von Kapital, zum Teil sogar direkt auf Kosten der Kreditvergabe, was die Realwirtschaft belaste. Die hohe Risikoübernahme mache Banken verwundbar und führe zu erheblicher Instabilität.<sup>45</sup> Schließlich wird angeführt, dass eine Trennung zu mehr Transparenz für Außenstehende führe.<sup>46</sup> Dies ermögliche es sowohl der Aufsicht als auch den Marktteilnehmern, Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen und darauf zu reagieren.

Für die Beibehaltung des Universalbankensystems in Deutschland wird ins Feld geführt, dass die einzelnen Sparten historisch bedingt bankintern so weit verwoben seien, dass eine Separation nur schwer umgesetzt werden könne. Ohnehin sei die in der Theorie mögliche Definition von Dienstleistungen des Geschäftsbankenteils gegenüber Dienstleistungen des Investmentbankenteils in der Praxis nur schwer umsetzbar. Zudem sei das Investmentbanking notwendiger

44 Boot, Arnoud und Lev Ratnovski (2012): The risks of trading by banks.

45 Brunnermeier, Markus K., Gang Dong und Darius Palia (2012): Banks' Non-Interest Income and Systemic Risk.

46 Blum, Ulrich (2012): Trennbanken oder Universalbanken: die ordnungsökonomische Perspektive.



Bestandteil von Unternehmensdienstleistungen (zum Beispiel Absicherung, Beratung, Kapitalmarktexpertise) und eben nicht nur Spekulation.<sup>47</sup> Folglich biete das Universalbankensystem für Kunden aufgrund ihres breiten Dienstleistungsspektrums einen erheblichen Vorteil. Darüber hinaus führe eine größere Zahl von im Investmentbanking beteiligten Banken zu mehr Wettbewerb im Emissionsgeschäft zugunsten der Kunden. Schließlich ermögliche das Universalbankensystem Geschäftsaktivitäten in vielen Feldern, was zur Risikodiversifikation beitrage.

An der Debatte wird ganz grundsätzlich bemängelt, dass die Stabilität des Finanzsystems nicht entscheidend von der Organisation des Bankensystems in Universalbanken oder in Geschäfts- und Investmentbanken abhängt, sondern von anderen Faktoren, die in diesem Kapitel ausführlich beschrieben werden. Insbesondere sei es erheblich dringlicher, eine angemessene Eigenkapitalausstattung zu verlangen und eine anreizkompatible Insolvenzordnung für Banken einzuführen. Wenn aber die Vorteile des Trennbankensystems nicht hinreichend belegt würden, sei ein derartig weitreichender Eingriff des Staates in die Unternehmerfreiheit nicht zu rechtfertigen.

Sollte sich die Überzeugung durchsetzen, dass eine Trennung des Geschäftsbankenteils vom Investmentbanking notwendig ist, so liefern die Berichte der Britischen Bankenkommission (Vickers-Kommission) und der Expertengruppe der EU (Liikanen-Kommission) wichtige Anhaltspunkte zu ihrer Umsetzung. So hat die Britische Bankenkommission eine Kosten-Nutzen-Analyse für verschiedene mögliche Strukturreformen im Bankensektor durchgeführt und ist zu dem Ergebnis gekommen, dass eine Abschirmung des Geschäftsbankenteils in Form einer Holdingstruktur der vollständigen Zerschlagung vorzuziehen ist. Danach würden die Tochtergesellschaften der Holding rechtlich, wirtschaftlich und betrieblich voneinander getrennt, hätten eigene Vorstände, ein getrenntes Berichtswesen sowie eigene Bilanzen. Auch die Liikanen-Kommission spricht sich gegen eine Zerschlagung bestehender großer Universalbanken wie der Deutschen Bank aus und empfiehlt eine Holdinglösung. In ihrem Bericht heißt es: „In evaluating the European banking sector, the Group has found that no particular business model fared particularly well, or particularly poorly, in the financial crisis.“<sup>48</sup>

Unter dem Konzept der Abschirmung des Geschäfts- vom Investmentbanking wäre eine Unterteilung der Geschäfte in drei Bereiche denkbar: Obligatorische Dienstleistungen, die zwingend von der abgeschirmten Bank erbracht werden sollen; verbotene Dienstleistungen, die nicht innerhalb der abgeschirmten Bank erbracht werden dürfen; Nebentätigkeiten, bei denen eine Wahlmöglichkeit besteht. Eine derartige Abschirmung habe gegenüber einer vollständigen Zerschlagung eine Reihe von Vorteilen:<sup>49</sup> So könnten die Betriebsinfrastruktur und das Know-how weiterhin innerhalb der Bank geteilt werden, die Kunden würden weiterhin alle Produkte „aus einer Hand“ erhalten und den Aktionärinnen und Aktionären blieben die Vorteile erhalten, die sich aus diversifizierten Einnahmequellen ergeben. Auch sei eine Holdingstruktur ausreichend, um in Schieflage geratene Geschäftsbereiche voneinander getrennt zu sanieren oder abzuwickeln: Strauchele das Investmentbanking, so könne es durch einen geordneten Insolvenzprozess gehen, während der Geschäftskundenbereich unberührt bliebe. Schließlich bestehe die Möglich-

47 Driftmann, Hans H. (2012): Auf einem Bein steht sich's schlecht.

48 Liikanen-Kommission (2012): Schlussbericht vom 2. Oktober 2012: 99.

49 Steinberg, Philipp und Caroline Somnitz (2012): Wege zu einer stärkeren Trennung von Investment- und Geschäftsbanking.

keit, regulatorische Anforderungen wie Eigenkapitalquoten zielgerichtet nach Geschäftsbereichen auszugestalten.

### 3.10 Weitergehende Regulierung der Ratingagenturen und Schaffung einer europäischen Ratingagentur

Es ist wohl allgemein anerkannt, dass die Ratingagenturen zur weltweiten Finanzkrise beigetragen haben. Nach Einschätzung einiger Mitglieder der Enquete-Kommission ist auch die Eurokrise durch sie verschärft worden (Kasten 2). Unstrittig ist, dass die am 16. Januar 2013 vom Europäischen Parlament angenommene Reform des Regulierungsrahmens<sup>50</sup> im Prinzip zu begrüßen ist. Dies gilt zum Beispiel für die vorgesehenen Transparenzpflichten sowie die Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Einhellig wird zudem festgestellt, dass die enorme Bedeutung der Agenturen erst durch die ratingbasierten Eigenkapitalvorschriften entstanden ist, nach denen für Forderungen hoher Bonität weniger Eigenkapital erforderlich ist. Für europäische Staatsanleihen wurde sogar ein Risikogewicht von null vorgeschrieben. Es kommt daher entscheidend auf eine Änderung der Regeln zur Eigenkapitalhinterlegung an. Sie sollten sich primär an den ungewichteten Aktiva orientieren (vergleiche Kapitel 2.3.1), sodass die Relevanz der Ratings sinkt. Daneben sollten die bankinternen Ratingverfahren gefördert werden, um die Abhängigkeit von externen Ratings weiter zu verringern.

Zudem deuten Forschungsergebnisse darauf hin, dass die hohe Komplexität der zu bewertenden Finanzprodukte eine Ursache für die Intransparenz der Bewertungen und darauf aufbauend für strategisches Verhalten („Suche nach dem besten Rating“) der Emittenten dieser Produkte ist.<sup>51</sup> Dies bestärkt die in Abschnitt 3.4 formulierte Forderung nach mehr Transparenz bei der Produktgestaltung. Insbesondere sollten komplexe Mehrfachverbriefungen durch deutlich höhere Selbsthalte massiv erschwert oder ganz verboten werden.

Aus Sicht einiger Mitglieder der Enquete-Kommission hinken die aufsichtsrechtlichen Bemühungen zur Regulierung der Ratingagenturen den Erfordernissen laufend hinterher. Sie befürchten, dass noch so ausgeklügelte Governance-, Transparenz- und Haftungsregelungen die bestehenden Interessenkonflikte nicht beseitigen können. Daher schlagen sie vor, eine europäische gemeinnützige unabhängige Ratingagentur zu schaffen. Sie erwarten, dass eine neue Agentur für zusätzlichen Wettbewerb auf dem internationalen Markt für Ratings sorgen würde. Zudem versprechen sie sich Bewertungsverfahren, die nicht durch Interessenkonflikte verzerrt sind. Im Gegenzug plädieren sie dafür, öffentliche Ratingagenturen von den für private Agenturen geltenden Regulierungsvorschriften zu entlasten. Um ungerechtfertigte, krisenverschärfende Herabstufungen insbesondere von europäischen Staaten zu verhindern, fordern sie schließlich eine stärkere unabhängige Kontrolle der Ratings von (Krisen-)Staaten.

Aus Sicht der Mehrheit der Mitglieder der Enquete-Kommission wäre eine Intensivierung des privatwirtschaftlichen Wettbewerbs auf dem internationalen Markt für Ratings zu begrüßen.<sup>52</sup> Die Einrichtung einer öffentlich geförderten oder gar öffentlich-rechtlichen Ratingagentur sehen

50 European Parliament Legislative Observatory (2013): Credit rating agencies.

51 Skreta, Vasiliki und Laura Veldkamp (2009): The origin of bias in credit ratings.

52 Sie verweisen zudem darauf, dass es schon heute nicht nur die drei großen Ratingagenturen Fitch, Moody's und Standard & Poor's gibt. So gibt es zum Beispiel in Deutschland mit der Feri EuroRating Services AG zumindest in einigen Marktsegmenten durchaus Konkur-

sie jedoch skeptisch. Grundsätzlich sehen sie es nicht als Aufgabe des Staates an, die Güte von Finanzmarktprodukten zu bewerten. Darüber hinaus sehen sie praktische Probleme. Zum einen schätzen sie die notwendigen Investitionskosten (insbesondere Personalkosten und eine überzeugende Methodik der Ratings) als besonders hoch ein und befürchten, dass sich eine öffentlich-rechtliche beziehungsweise öffentlich geförderte Agentur, die ihrer Konstruktion nach nicht den Sanktionen des Marktes ausgesetzt ist und der zu Beginn jede Reputation fehlt, langfristig nicht als innovatives Unternehmen bei den Nachfragern von Ratings durchsetzen kann. Zum anderen erwarten sie, dass die Marktteilnehmer gerade die Bewertung europäischer Krisenstaaten in Zweifel ziehen werden, da eine europäische öffentlich-rechtliche oder öffentlich geförderte Ratingagentur hierbei in Interessenkonflikte geraten könnte.<sup>53</sup> Neben den ökonomischen Bedenken, die gegen die Gründung einer solchen Ratingagentur sprechen, gibt es politische Einwände. Eine öffentlich-rechtliche oder auch öffentlich geförderte Ratingagentur, die Ratings produziert, die ex post nicht eintreten, kann zu Fehlinvestitionen verleiten. Dies kann unter Umständen zu hohen Verlusten bei den Anlegern führen. Im schlimmsten Fall können die öffentlich-rechtliche Ratingagentur und damit die europäischen Regierungen von den Investoren in Haftung genommen werden.<sup>54</sup>

#### 4 Zusammenfassung

Die weltweite Finanzkrise, die im Zusammenbruch von Lehman Brothers gipfelte und eine schwere Rezession der Weltwirtschaft nach sich zog, hat gezeigt, wie fragil das globale Finanzsystem ist. Dauerhaft stabile Finanzmärkte sind jedoch ein wichtiger Grundpfeiler für eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung. Basierend auf einer Analyse der Systemschwächen, die zur Schärfe der Krise beigetragen haben, hat es in den vergangenen Jahren eine Reihe von Initiativen zur Finanzmarktreform gegeben, von denen einige bereits in Kraft getreten sind. Vieles davon ist zu begrüßen. Doch greifen wesentliche Teile der Reformen zu kurz. Das Ziel der G 20 einer umfassenden und krisenfesten Regulierung ist noch längst nicht erreicht.

Die wichtigsten Forderungen seien daher hier noch einmal zusammengefasst:

- Die Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute sollten deutlich stärker als geplant verschärft werden. Als zentrales Eigenkapitalmaß sollte die Leverage Ratio verwendet werden, die weniger manipulationsanfällig ist als die risikogewichtete Eigenkapitalquote. Eine höhere Eigenkapitalanforderung verschafft nicht nur dem für eine Marktwirtschaft fundamentalen Haftungsprinzip mehr Geltung. Sie trägt auch dazu bei,

---

renz. Eine Übersicht über alle bei der ESMA registrierten Ratingagenturen in Europa ist zu finden bei ESMA (2013): List of registered and certified CRA's from 7 January 2013.

53 Harbrecht, Erich, Martin Wieland, Ralf Elsas und Ottmar Schneck (2010): Zur Diskussion: Ist eine europäische Ratingagentur sinnvoll, und wie sollte sie organisiert sein?

54 Beck, Hanno und Helmut Wienert (2010): Brauchen wir eine europäische Rating-Agentur?

dass das Anpassungsvolumen im Krisenfall geringer als bisher ausfällt, was die krisenverschärfende Abwärtsdynamik von Fire Sales und Bilanzverkürzungen reduziert.

- Die Eigenkapitalanforderungen sollten eine bankspezifische Komponente enthalten. So sollten Banken, die systemrelevant sind oder eine außergewöhnlich starke Fristentransformation betreiben – sich also sehr kurzfristig verschulden, aber langfristige Kredite vergeben – zusätzliche Eigenmittel vorhalten müssen.
- Die Prozyklizität der bisherigen Regeln sollte vermieden werden. Dazu sollte eine regelgebundene antizyklische Leverage Ratio eingeführt werden. Zudem sollten die Aufsichtsbehörden ermächtigt werden, Anforderungen an die Beleihungsquoten oder an die Einlagequoten zustandsabhängig zu verschärfen oder zu lockern.
- Es wäre zu prüfen, inwieweit eine antizyklische Variation der Bankenabgabe zielführend sein könnte.
- Der Bereich der Schattenbanken sollte stärker reguliert werden. So sollten Banken die Aktivitäten von mit ihnen verbundenen Zweckgesellschaften voll in ihren Rechnungslegungskreis konsolidieren. Zudem sollten die Aufsichtsbehörden das Mandat erhalten, in besonderen Fällen außerbilanzielle Zweckgesellschaften und Aktivitäten ganz zu verbieten. Auch sollte eine enge Begrenzung des Exposures von Banken gegenüber bestimmten Teilen des Schattenbankensystems (zum Beispiel Hedge Fonds) erfolgen. Schließlich sollten die Regeln zur Leverage Ratio und zur Fristentransformation auch für die Schattenbanken verschärft werden; Abweichungen von den im Bankensystem geltenden Grenzen sollten gut begründet werden.
- Regulierungssoasen sollten geschlossen werden, um Ausweichreaktionen zu vermeiden.
- Um die Transparenz zu erhöhen, sollte den Regulierungsbehörden gerade für den Fall, dass Risiken drohen, die Befugnis eingeräumt werden, zusätzliche Informationen von den Marktteilnehmern einzufordern.
- Weiterverbriefungen sollten durch deutlich höhere Selbstbehalte massiv erschwert oder ganz verboten werden. Inwieweit Kreditderivate insbesondere auf Staatsanleihen ein ähnlich hohes Gefährdungspotenzial aufweisen und daher ebenfalls verboten oder erschwert werden sollten, ist umstritten.
- Es ist zu prüfen, ob und wie Finanzinnovationen mit erhöhtem Gefährdungspotenzial verboten oder deutlich unattraktiver gemacht werden können.
- Die Transparenz über die Vergütungssysteme im Bankensektor sollte weiter erhöht werden. Auch ist sicherzustellen, dass die variable Vergütung nicht primär an die Eigenkapitalrendite anknüpft.
- Es muss ein funktionsfähiger Kriseninterventions- und Insolvenzmechanismus für Banken geschaffen werden. In ihm sollten die Rechte für die Aufsichtsbehörden zu

einem frühzeitigen Eingriff verwirklicht werden. Ein guter Maßstab hierfür ist das vom Sachverständigenrat entworfene Dreiphasenkonzept.

- Eine europäische Bankenaufsicht sollte mit echten Durchgriffsrechten zumindest bei international operierenden Banken ausgestattet werden. Dies betrifft insbesondere das Verfahren bei möglichen Schieflagen oder Insolvenzen von Banken, die in mehreren Mitgliedsländern tätig sind. Hierzu ist ein europaweites Abwicklungsregime – mindestens für die Eurozone – nötig. Begleitend sollte es eine Regel geben, nach der mögliche finanzielle Belastungen der Staaten aus Bankenrettungen verursachergerecht auf die Mitgliedsländer verteilt werden.
- Zur Vermeidung von Regulatory Capture sollten die finanzielle und personelle Kapazität der Regulierungsbehörde und ihre Unabhängigkeit gestärkt werden. Intransparenz sollte durch klare Transparenzregeln sowie externe und interne Kontrollen der Regulierungsinstanz reduziert werden.

*Sondervotum der Sachverständigen PD Dr. Norbert Reuter, Prof. Dr. Ulrich Brand und Prof. Dr. Martin Jänicke sowie der Fraktion DIE LINKE. zum Bericht der Projektgruppe 4, Kapitel 2: „Regulierung der Finanzmärkte“*

*Die im Berichtsentwurf der Projektgruppe 4 im Abschnitt 2.3 genannten „Vorschläge zur Regulierung der Finanzmärkte“ gehen nicht weit genug. Wie sich jüngst im Zusammenhang mit der Zypern-Rettung gezeigt hat, fehlt der Hinweis auf die Bedeutung von Kapitalverkehrskontrollen als Instrument, einen massiven Abfluss von Kapital und damit eine Verschärfung krisenhafter Entwicklungen zu verhindern.*

*Bis in die 70er Jahre hinein waren Kapitalverkehrskontrollen ein gängiges Instrument zur Regulierung internationaler Kapitalströme. Mit der Aufgabe des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse hatte sich jedoch zunehmend das neoliberale Credo der Überlegenheit unregulierter Märkte durchgesetzt. Auf den Finanzmärkten wurde dieses Credo am umfassendsten umgesetzt: Kapital müsse ohne Behinderung fließen dürfen, je flexibler und unregulierter die Finanzmärkte, desto günstiger seien die Bedingungen für Wachstum und Wohlstand. Der freie Kapitalverkehr wurde sogar neben dem freien Warenverkehr, der Freizügigkeit von Personen und der Dienstleistungsfreiheit als einer der vier Grundfreiheiten des Binnenmarktes in der Europäischen Union festgeschrieben.*

*Heute wissen wir, dass die zur Durchsetzung des freien Kapitalverkehrs umgesetzte umfassende Deregulierung, Flexibilisierung und Liberalisierung der Finanzmärkte zu massiven Verwerfungen in der Realwirtschaft geführt haben. Eine Reihe von Vorschlägen zur Re-Regulierung der Finanzmärkte wird in dem Abschnitt 2.3 der Projektgruppe 4 genannt. Allerdings fehlt der Hinweis auf die Notwendigkeit von Kapitalverkehrskontrollen als Instrument zur Stabilisierung der Finanzmärkte. Dabei hat bereits das Beispiel Island die Bedeutung von Kapitalverkehrskontrollen zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung offensichtlich gemacht. Island sah sich nach der Insolvenz inländischer Banken ab 2008 gezwungen mittels Kapitalverkehrskontrollen einen massiven Abfluss von Geld außer Landes zu verhindern. Auf dieser Grundlage hat sich das Land seitdem relativ gut von der Krise erholt. Wie jüngst das Beispiel Zypern erneut zeigt, sind sie ein ebenso geeignetes wie notwendiges Instrument, um eine massive Kapitalflucht und damit eine weitere Verschärfung der Finanzkrise Zyperns und des gesamten Euroraums zu verhindern.*