

Hartung, Thomas; Sell, Friedrich L.

**Working Paper**

## Auf der Suche nach der optimalen Finanzmarktaufsicht

Diskussionsbeiträge, No. 2008,1

**Provided in Cooperation with:**

Bundeswehr University Munich, Economic Research Group

*Suggested Citation:* Hartung, Thomas; Sell, Friedrich L. (2008) : Auf der Suche nach der optimalen Finanzmarktaufsicht, Diskussionsbeiträge, No. 2008,1, Universität der Bundeswehr München, Fachgruppe für Volkswirtschaftslehre, Neubiberg

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/32830>

**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.*

# DISKUSSIONSBEITRÄGE

Thomas Hartung und Friedrich L. Sell

Auf der Suche nach der „optimalen“  
Finanzmarktaufsicht



# **Auf der Suche nach der „optimalen“ Finanzmarktaufsicht**

**Thomas Hartung\* und Friedrich L. Sell#**

Universität der Bundeswehr München

---

\* Professur für Versicherungswirtschaft und # Professur für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik und Wirtschaftspolitik, Universität der Bundeswehr München, Werner-Heisenberg-Weg 39, 85577 Neubiberg, E-Mail: [thomas.hartung@unibw.de](mailto:thomas.hartung@unibw.de) und [friedrich.sell@unibw.de](mailto:friedrich.sell@unibw.de).



## **Abstract**

### Abstract in English:

In this paper, the authors discuss the consequences for the national and/or international financial market supervision on the background of the recent turmoil in the US mortgage market. In the first place, the phenomena of bank runs and contagion in interrelated financial markets are illustrated both theoretically and empirically. The actual legal and institutional setup of financial market supervision in Germany and Europe is presented; its functioning, strength and weaknesses are discussed. In the following, the authors develop superior and derived criteria for the design and definition of an “optimal financial market supervision”. These criteria then serve to assess and compare three different scenarios: the actual status quo (in Germany and Europe), a second scenario, in which national central banks and the ECB take the lead in financial market supervision and, finally, a third scenario, where a synthetic new institution is responsible for the control of financial markets.

Key words: financial market supervision, bank runs, contagion in financial markets

### Abstract in Deutsch:

In diesem Beitrag werden mögliche ordnungspolitische Konsequenzen der Finanzmarktkrise in Folge der Turbulenzen auf dem US-amerikanischen Hypothekenkreditmarkt diskutiert. Zunächst erläutern die Autoren theoretisch und empirisch die Phänomene der Bankenrisen und der Ansteckung in einem vernetzten Finanzmarkt, wie er in Europa vorliegt. Der derzeitige Status Quo der Finanzmarktaufsicht in Deutschland/Europa wird in seiner Funktionsweise geschildert, Schwächen und Stärken werden heraus gestellt. Anschließend entwickeln die Verfasser übergeordnete und abgeleitete Kriterien zur Bestimmung einer „optimalen Finanzmarktaufsicht“. Diese werden herangezogen, um drei unterschiedliche Szenarien zu bewerten und zu vergleichen: Den Status Quo, eine von den nationalen Notenbanken und der EZB dominierte Finanzmarktaufsicht sowie ein drittes, synthetisches Szenario für eine, gegebenenfalls erst zu schaffende neue Aufsichtsbehörde.

Schlagworte: Finanzmarktaufsicht, Bank Runs, Ansteckung auf Finanzmärkten

JEL-Klassifikation: E 58, G 18, G 21, G 22, G 28



## Inhaltsverzeichnis:

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>EINLEITUNG .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>2</b> | <b>BANKENKRISEN UND ANSTECKUNG IN EINEM VERNETZTEN FINANZMARKT .2</b>   |           |
| 2.1      | Northern Rock und die Theorie der Bank Runs .....   | 2         |
| 2.2      | Die Vernetzung von Banken, Versicherungen, Investmentfonds und Wertpapiermärkten .....                            | 5         |
| 2.3      | Größenordnungsverhältnisse des von der Finanzmarktkrise betroffenen deutschen und europäischen Kapitalmarkts..... | 6         |
| <b>3</b> | <b>DER STATUS QUO DER FINANZMARKT- UND<br/>FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT IN DEUTSCHLAND/EUROPA.....</b>           | <b>9</b>  |
| 3.1      | Grundlegende Struktur des deutschen Aufsichtssystems .....  | 9         |
| 3.2      | Status quo der Bankenaufsicht in Deutschland.....   | 10        |
| 3.3      | Status Quo der Versicherungsaufsicht in Deutschland .....   | 12        |
| 3.4      | Frage nach der idealen Kompetenzallokation .....  | 15        |
| <b>4</b> | <b>VORSTELLUNG UND DISKUSSION DER KRITERIEN ZUR BESTIMMUNG EINER<br/>OPTIMALEN FINANZMARKTAUFSICHT .....</b>      | <b>15</b> |
| 4.1      | Das Zuordnungsproblem: Welche Träger übernehmen welche Aufgaben?.....   | 15        |
| 4.2      | Wie soll die Aufsicht koordiniert werden?.....  | 17        |
| 4.3      | Wie soll die Aufsicht gestaltet bzw. ausgeführt werden? .....   | 17        |
| <b>5</b> | <b>VERSCHIEDENE SZENARIEN.....</b>  | <b>18</b> |
| <b>6</b> | <b>FAZIT .....</b>  | <b>26</b> |
| <b>7</b> | <b>LITERATURVERZEICHNIS .....</b>   | <b>28</b> |



## 1 EINLEITUNG

Die Finanzmarktkrise vom Spätsommer und Herbst 2007 kam nicht ohne Vorwarnung: Es gibt etliche Experten des US-amerikanischen Immobilienmarkts und Hypothekenkreditmarkts, die schon in den frühen Jahren des neuen Millenniums den Boom am US-Häusermarkt mit größter Sorge verfolgt haben. Eine Sparquote der privaten Haushalte von nahezu Null, in Verbindung mit einem extrem niedrigen Nominalzins- und einem noch mal geringeren und zugleich für die Verschuldungsentscheidung wichtigeren Realzinsniveau, waren keine guten Vorboten. Zumal bisher in der Wirtschaftsgeschichte noch jede „Blase“ in diesem Sektor geplatzt ist.

Bisher schien die Krise vor allem die Kreditinstitute zu betreffen: Allein zwischen Mitte Oktober und Mitte November 2007 (FTD, 09.11.2007, S. 22) gaben die Kreditinstitute Citigroup (10,12 Mrd.), Merrill Lynch (10,11 Mrd.) und Morgan Stanley (3,7 Mrd.) Abschreibungen von mehr als 24 Mrd. US-Dollar bekannt, bei den größten deutschsprachigen Instituten waren es 3,34 Mrd. (Deutsche Bank) bzw. 7,11 Mrd. US-Dollar (UBS<sup>1</sup>). Alle miteinander hatten entweder selbst Kredite an schlechte Hypothekenschuldner herausgegeben und diese anschließend in dafür bestimmte Zweckgesellschaften (sogenannte „conduits“) ausgelagert (Hajek et al. 2007, S. 156) oder aber Bankforderungen verbrieft, zu „strukturierten Finanzmarktprodukten“ aufgepöppelt und an andere Geschäftsbanken und Investmentgesellschaften weitergereicht (Gischer/Weiß 2007, S. 37).

Mittlerweile wissen wir, dass die Finanzkrise auch vor den Versicherern nicht Halt macht. Ende November meldete der weltweit größte Rückversicherer, die Swiss Re, Einbußen von mehr als 700 Mio. Euro durch „Subprime-Kredite“ (gehandelt am US-Markt für zweitklassige Hypothekendarlehen). In besonderer Notlage sind die Kreditversicherer, wenn sie verbrieft Kredite und Forderungen, die ihren Ursprung im US-Immobilienmarkt haben, besichern.

Der geneigte Beobachter der Szenerie aber muss sich wohl fragen: Wenn das alles nicht ganz so unvorhersehbar war (vgl. oben), wie mancher Politiker oder Manager uns nun glauben machen will, wo war denn eigentlich die Finanzmarktaufsicht? Hat sie „geschlafen“, also zu spät reagiert oder hat sie vielleicht doch früh genug reagiert, aber nicht rigoros und zielwirksam genug? Letztlich läuft es auf die Frage hinaus, die sich allen einzelnen

---

<sup>1</sup> Mitte Dezember 2007 musste die USB einräumen, dass im 4. Quartal des Jahres zusätzliche Abschreibungen auf Wertpapiere im Umfang von 10 Mrd. US-Dollar zu tätigen sind.

Ländern, aber auch der Völkergemeinschaft insgesamt stellt: Ist die heutige Finanzmarktaufsicht, gerade für Krisen solchen Ausmaßes, gut genug organisiert?

Dieser Frage wollen wir im vorliegenden Beitrag nachgehen, wobei wir, was wenig überraschen dürfte, die Verhältnisse in Deutschland und in Europa besonders in den Mittelpunkt stellen werden.

Der Artikel ist wie folgt aufgebaut: Der Einleitung folgt eine Diskussion der Bestimmungsgründe für Bankenrisiken und Ansteckung in einem vernetzten Finanzmarkt. Anschließend beleuchten wir den Status Quo der Finanzmarktaufsicht in Deutschland/Europa. Danach stellen wir Kriterien zur Bestimmung einer optimalen Finanzmarktaufsicht vor. Diese werden schließlich herangezogen um drei mögliche, grundverschiedene Szenarien für die (Neu-)Organisation der Finanzmarktaufsicht zu entwickeln. Ein Fazit rundet unsere Betrachtung ab.

## **2 BANKENKRISEN UND ANSTECKUNG IN EINEM VERNETZTEN FINANZMARKT**

### **2.1 Northern Rock und die Theorie der Bank Runs**

Northern Rock ist ein Kreditinstitut aus Großbritannien, das auf die Vergabe von Hypothekendarlehen spezialisiert ist. Als Großbritanniens fünftgrößte Hypothekenbank wird sie an der London Stock Exchange im FTSE 100 gelistet. Das Unternehmen verfügte Mitte 2007 über 76 Filialen welche 1,4 Mio. Kunden und ein Hypothekenvolumen von 145 Mrd. Euro betreuten. Im Zuge der Subprime-Krise im Spätsommer des Jahres 2007 und der dadurch entstandenen Liquiditätsverknappung am Geldmarkt geriet das Unternehmen in erhebliche Refinanzierungsschwierigkeiten, zumal es sich stark auf kurzfristige Kapitalmarktkredite verlassen hatte. Daraufhin kam es zu einem massenhaften Abzug von Einlagen durch die Kunden: Allein zwischen Freitag, dem 14. September und Montag, dem 17. September 2007 hoben diese etwa zwei Milliarden Pfund (ca. 2,9 Mrd. Euro) von Konten der Bank ab. Als Reaktion darauf erklärte der britische Finanzminister Alistair Darling, ggf. würden die Bank of England und die britische Regierung Regelungen in Kraft setzen, die alle Einlagen bei Northern Rock während der gegenwärtigen Instabilität der Finanzmärkte garantieren würden. Diese Erklärung konnte den Abzug der Bankeinlagen aber nicht beenden.

Widerwillig musste die Englische Notenbank einen Notkredit bewilligen, um eine Illiquidität der Bank zu verhindern. Nachdem dies bekannt wurde, brach der Kurs von Northern Rock

Aktien um mehr als 30 Prozent ein. Auch die Papiere anderer Banken rutschten ins Minus. Die "Financial Times" berichtete am 12. Oktober, Northern Rock habe sich in der Woche zuvor (weitere) 2,3 Mrd. Pfund Sterling von der Bank of England geliehen. Die insgesamt in Anspruch genommene Summe belief sich Ende November 2007 auf 25 Mrd. Pfund Sterling. Die Garantien, welche die Bank of England für Northern Rock übernommen hat, betragen 40 Mrd. Pfund Sterling, das ist mehr als der britische Verteidigungsetat ausmacht (Handelsblatt, 23./24./25.11.2007, S. 6). Mittlerweile sucht die britische Regierung dringend einen Käufer für Northern Rock. Über Februar 2008 hinaus will sie sich bei Northern Rock nicht engagieren, ist bis dahin kein Käufer gefunden, droht der Konkurs (FTD, 23.11.2007, S. 20). Damit ist Northern Rock unfreiwillig ein Paradebeispiel für das geworden, was man gemeinhin in der Finanzmarktökonomik als Bank Run bezeichnet.

Liquiditätsinfusionen („Notkredite“) oder Einlageversicherungen bzw. -garantien sind bezeichnenderweise gerade jene beiden Instrumente, die zur Abwehr von Bank Runs empfohlen werden<sup>2</sup>, wenn sie bereits eingetreten sind oder auftreten könnten<sup>3</sup>. Das Referenzmodell für Bank Runs ist bis heute der Ansatz von Diamond und Dybvig (1983) geblieben<sup>4</sup>. In ihrem häufig zitierten Aufsatz zeigen die beiden Autoren, dass bereits völlig irrelevante Ereignisse, wie das Auftreten von Sonnenflecken, selbst die geduldigen Bankanleger die Erwartung bilden lassen kann, dass auch alle anderen geduldigen Geldanleger ihre Einlagen abheben wollen. Dann erfolgt ein (die rationalen Erwartungen erfüllender) Bank Run, bei dem (über die ungeduldigen Anleger hinaus) alle geduldigen Geldanleger ihre Konten räumen werden. Bedient die betroffene Bank Ansprüche nach dem Prinzip „first come, first serve“ und hat sie ihre Assets kurz-, mittel- und langfristig gestreut, so werden die eigenen Mittel zum Zeitpunkt des Bank Runs i. d. R. nicht ausreichen, um alle gewünschten Abhebungen (der ungeduldigen und der geduldigen Anleger) zu bedienen.

Um wie viel wahrscheinlicher ist dann erst ein Bank Run, wenn die geduldigen Anleger nicht durch Sonnenflecken, sondern durch „objektive“ Informationen in ihrer Erwartungsbildung beeinflusst (und auch koordiniert, vgl. Arnold 2003, S. 267) werden, die direkt vom

---

<sup>2</sup> Die beiden zusätzlichen Möglichkeiten der (1) Reservehaltung bei der Zentralbank und der (2) Aussetzung der Zahlungsverpflichtungen durch die Bank(en) können als Komplement (zur Liquiditätsinfusion der Zentralbank) oder als temporäres Substitut (bis es zu effektiven Auszahlungen der Einlagenversicherung kommt) aufgefasst werden. (Vgl. Arnold 2003, S. 252 ff.)

<sup>3</sup> Die Einlagenversicherung soll insbesondere präventiv wirken. Im Modell von Diamond und Dybvig ist sie (sogar) in der Lage, ein Bank-Run-Gleichgewicht zu vermeiden (Burghof 1998, S. 56). Dagegen werden Liquiditätsinfusionen von Notenbanken i. d. R. erst dann eingesetzt, wenn, etwa im Sinne von Alan Greenspan, die „Blase“ an einem zuvor boomenden Markt bereits geplatzt ist und ein Preisverfall zu beobachten ist, der die Gläubiger am Finanzmarkt in Schwierigkeiten bringt.

Kapital- bzw. Kreditmarkt kommen, so wie dies im Fall der Subprime-Krise spätestens im Sommer 2007 der Fall gewesen ist. Auch hier gilt: „Entscheidend dabei ist nicht, dass der einzelne Einleger die Information für so negativ ansieht, dass er seine Einlagen bei unverändertem Verhalten aller anderen Marktteilnehmer rasch abziehen müsste. Er zieht seine Einlagen vielmehr ab, weil er eine Reaktion der anderen Einleger fürchtet und einen Bankrun antizipiert.“ (Burghof 1998, S. 60 f.). Diamond und Dybvig bevorzugen im Übrigen die Einlagenversicherung gegenüber den Stützungskrediten von Notenbanken und das vor allem deshalb, weil mit dem zuerst genannten Mittel die mögliche Bestrafung des Managements und des Aufsichtsrats (nach entsprechenden Fehlentscheidungen) eher verbunden ist und Notenbanken schnell in den Verdacht geraten, die Lasten privatwirtschaftlichen Missmanagements sozialisieren zu wollen (sogenannter „Bail Out“, vgl. Sell 2007).

Allerdings weiß man auch, „dass mit einer Einlageversicherung erhebliche Principal-Agent-Konflikte und Agency-Kosten verbunden sind.“ (Burghof 1998, S. 61). Dies ist einer der Hauptgründe dafür, dass zunehmend andere Instrumente – wie „Prinzipien“, „Regeln“, „Normen“ (etwa für das Vorhalten von Eigenkapital) sowie „diskretionäres (fallweises) Eingreifen“ der Finanzmarktaufsicht – die aktuelle Diskussion um die adäquate Behandlung von Finanzmarktkrisen bestimmen (s. u.). Hinzu kommt: Die Globalisierung hat, neben ihren zahlreichen Segnungen, „Ansteckungsphänomene“ (u. a. auf Finanzmärkten) in der jüngeren Vergangenheit häufiger und demzufolge für die Zukunft wahrscheinlicher gemacht.

Unter „Ansteckung“ im Zusammenhang mit Finanzmarktkrisen versteht man (vgl. Sell 2001, S. 90 ff.) die Ausbreitung von asymmetrischen Schocks in einem System, das untereinander direkt oder mindestens indirekt verbundene Wirtschaftseinheiten des Finanzsektors („Finanzintermediäre“) bilden. Schocks können dabei einzelne Ereignisse, neue relevante Informationen über Marktprozesse/Marktergebnisse oder auch neue Interpretationen bereits vorhandener Informationen (Sell 2001, S. 114 f.) auslösen. Im Falle von Banken wurde in empirischen Untersuchungen beispielsweise das Merkmal: Auftretende Zahlungsprobleme bei „gleichen Kunden“ und innerhalb einer „gleichen Risikoklasse von Kunden“ aus der Sicht von Banken als signifikant für das Auslösen von ansteckenden Prozessen ermittelt (ebenda, S. 117).

---

<sup>4</sup> Über die wichtigsten „Nachfolgemodelle“, welche einige Mängel bei Diamond und Dybvig überwinden, berichtet etwa Burghof (1998, S. 72-80).

Ist ein Ansteckungsprozess entsprechend aggressiv, dann kann er die Gefahr eines Zusammenbruchs des gesamten Finanzsystems heraufbeschwören und starkes Marktversagen signalisieren (Burghof 1998, S. 80). Eine notwendige (s. o.), wenn auch nicht hinreichende Voraussetzung für das Auftreten von ansteckenden Finanzmarktkrisen ist eine starke Vernetzung innerhalb der und zwischen den Sektoren der Finanzintermediation.

## 2.2 Die Vernetzung von Banken, Versicherungen, Investmentfonds und Wertpapiermärkten

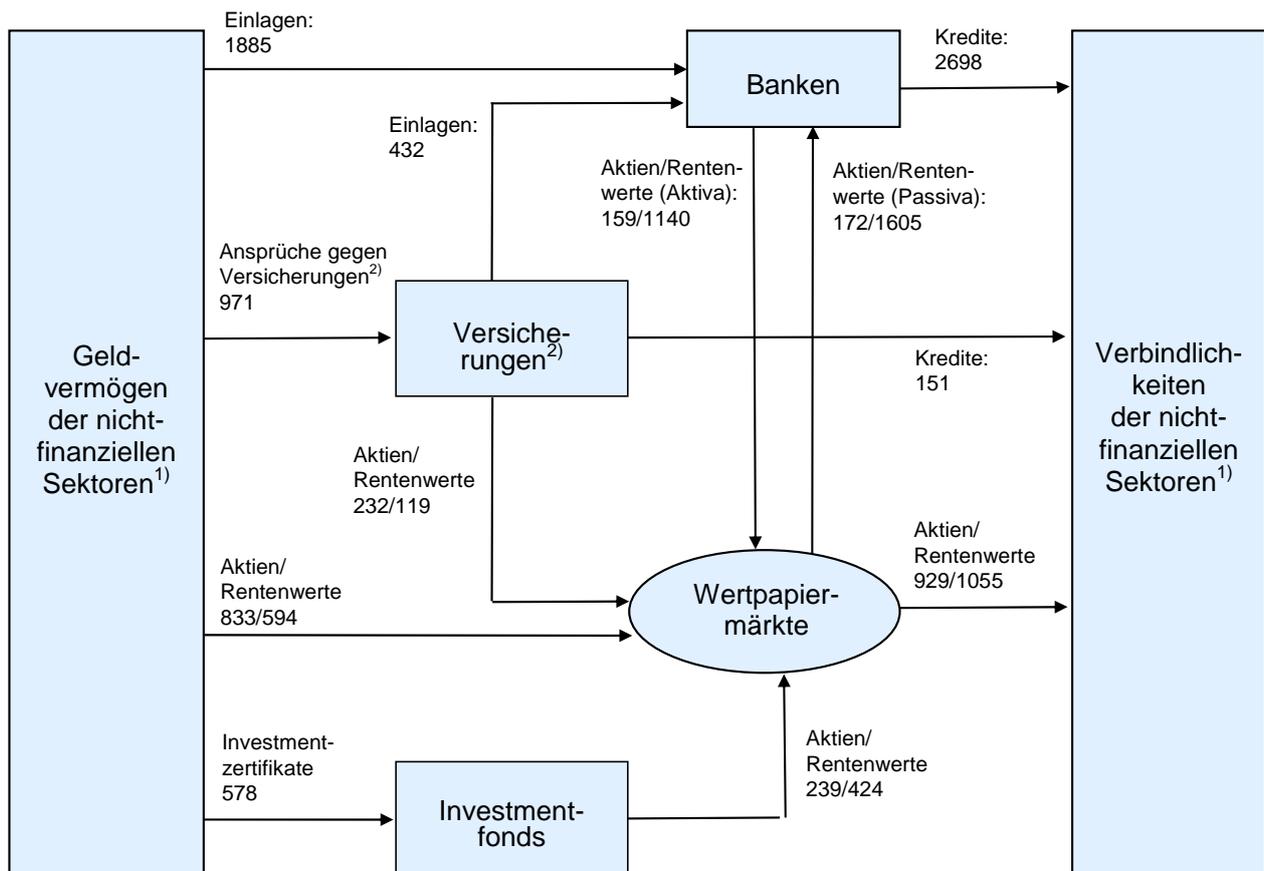
Die folgende Abbildung 1 vermittelt einen Eindruck der Finanzintermediation in Deutschland. Neben der relativen Bedeutung der verschiedenen Kapitalsammelstellen wird auch sichtbar, wie stark die direkte und indirekte Vernetzung der Märkte/Akteure ist. Der Bankensektor ist immer noch der wichtigste Mittler von Ersparnissen in der deutschen Volkswirtschaft. Tritt in diesem Sektor ein verstärkter Abschreibungsbedarf, sagen wir bei Krediten auf, so strahlt das sehr schnell auf das übrige Finanzsystem aus. Nicht nur die nichtfinanziellen Sektoren (private Haushalte, nichtfinanzielle Unternehmen und der Staat), sondern auch die Versicherungswirtschaft unterhält Einlagen im Bankensektor, die insgesamt nur wenig niedriger sind (2 317 Mrd. gegenüber 2 698 Mrd. Euro) als die Kreditvergabe des Bankensektors gegenüber den nichtfinanziellen Sektoren. Kommt es, wie oben an einem aktuellen Beispiel geschildert, zu einer Vertrauenskrise gegenüber einzelnen Banken oder einer ganzen Gruppe von Kreditinstituten, werden die Bankkunden und Versicherungsgesellschaften ihre abgezogenen Einlagen woanders im System wieder anlegen wollen, was etwa die Nachfrage nach Aktien/Rentenwerten und nach Investmentzertifikaten erhöhen und zu Preiseffekten führen wird. Auf dem Rentenmarkt ist beispielsweise mit Kurssteigerungen und niedrigeren Effektivzinsen zu rechnen. Das belastet etwa den Versicherungssektor, insbesondere die Lebensversicherer, die bekanntlich die Verzinsung der Versichertenguthaben sicherstellen müssen.

Da der Bankensektor aber, wie Abbildung 1 zeigt, gegenüber dem Rentenmarkt in einer Nettoschuldnerposition ist (1 140 Mrd. Euro Aktiva stehen 1 605 Mrd. Euro Passiva gegenüber, was einen Negativsaldo von 465 Mrd. Euro ergibt), wird sich hierdurch die Nettovermögensposition des Bankensektors verschlechtern. Bei Kurssteigerungen von durchschnittlich 5 Prozent würde der Negativsaldo um 23 Mrd. auf 488 Mrd. Euro ansteigen (1 197 Mrd. vs. 1 685 Mrd. Euro). Analoge Effekte träfen den Bankensektor im Hinblick auf die Aktienmärkte, wo ebenfalls eine Nettoschuldnerposition vorliegt. Negativ verstärkt werden diese Wirkungen allerdings durch den Umstand, dass die Vertrauenskrise gegen-

über dem Bankensektor die Kurse der selbst ausgegebenen Aktien deutlich drücken wird. Die Finanzintermediation wird insgesamt an Effizienz einbüßen, weil Aktien, Investmentzertifikate und Rentenwerte üblicherweise nicht die Liquiditätsdienste leisten können, die von Bankeinlagen unterschiedlicher Fristigkeit erwartet werden können.

### Abbildung 1: Finanzintermediation in Deutschland\*

(in Mrd. Euro, Jahresendstände 2003)



\* Vereinfachte Darstellung (einschl. Finanzbeziehungen mit dem Ausland) – <sup>1)</sup> Private Haushalte, nichtfinanzielle Unternehmen und Staat, – <sup>2)</sup> Einschl. Pensionseinrichtungen

Quelle: Deutsche Bundesbank (2004, S. 33).

## 2.3 Größenordnungsverhältnisse des von der Finanzmarktkrise betroffenen deutschen und europäischen Kapitalmarkts

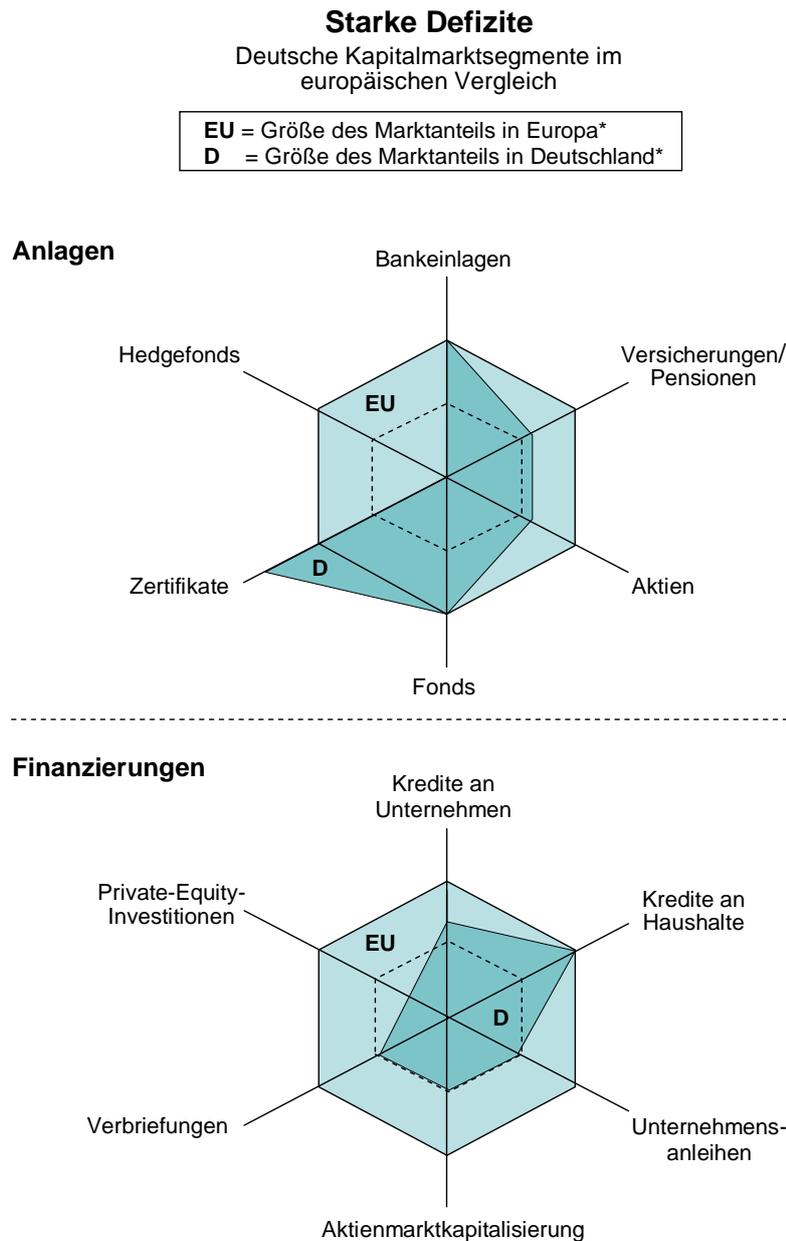
Die folgende grafische Darstellung (Abbildung 2) dokumentiert noch einmal auf andere Weise - nämlich in Kontrast zu den Durchschnittsverhältnissen in Europa – die quantitativen Besonderheiten bzw. Größenverhältnisse des deutschen Kapitalmarkts, einmal aus der Anleger-, das andere Mal aus der Finanzierungssicht. Aus Anlegersicht ist auffällig,

dass deutsche Sparer eine überdurchschnittliche „Aktien-, Fonds-, Versicherungs- und Bankeinlagenkultur“ im Vergleich zu Europa insgesamt aufweisen, dagegen spielen Hedge-Fonds und Zertifikate für ihre Anlageentscheidungen so gut wie keine Rolle. Das heißt aber auch, dass die Tendenz zur Verbriefung von riskanten Forderungen im Portfolio der deutsche Anleger (noch) keine Rolle spielt oder, noch einmal anders gesagt: Der deutsche Sparer hat von strukturierten Finanzprodukten bislang eher die Finger gelassen.

Die Finanzierungsseite des deutschen Kapitalmarkts (in Relation zum europäischen) verhält sich durchaus symmetrisch zu der Anlagestruktur: Deutschland ist (besonders im Vergleich zu Großbritannien) immer noch stark „bankkreditlastig“; Unternehmensanleihen und Aktienemissionen sind im Vergleich zum europäischen Durchschnitt „normal“ repräsentiert. Verbriefungen und „Private-Equity-Investitionen“ fallen dagegen stark hinter den europäischen Durchschnitt zurück. Das sind nicht unbedingt „gute Nachrichten“. Es bestätigt nämlich die „anekdotische Evidenz“, wonach es im deutschen Fall gerade (v. a. staatliche) Banken in der Vergangenheit (HELABA, Westdeutsche Landesbank) und in der Gegenwart (IKB, Sachsen LB) gewesen sind, die sich für stark spekulative und/oder riskante Anlagen ihrer Kundeneinlagen entschieden haben. Gleichzeitig haben sich diese Banken bei größeren Schieflogen in ihren Aktiva/krisenhaften Zuspitzungen auf staatliche Einlagensicherung und/oder Unterstützungsaktionen der staatlichen KfW im Verbund mit Sparkassen, Genossenschaftsbanken und einigen privaten Instituten zurückgezogen. Insofern provoziert die aktuelle Finanzmarktkrise auch noch einmal auf neue Weise eine kritische Reflexion des dreigliedrigen deutschen Bankensystems (private Geschäftsbanken, Sparkassen und Genossenschaftsbanken sowie Landesbanken).

Nach bisherigen Erkenntnissen (FTD, 09.11.2007, S. 25) haben Hedge-Fonds in Europa und in den USA unter den Turbulenzen an den Kreditmärkten vergleichsweise (noch) wenig gelitten. Dabei kam ihnen ihre Strategie, auch auf fallende Kurse (etwa Leerverkäufe) wetten zu können, zu Gute. Allerdings mussten zwei Hedge-Fonds, „die vorrangig im Segment forderungsbesicherter Wertpapiere tätig waren, ... Mitte Juni 2007 geschlossen werden und wurden Ende Juli liquidiert.“ (Gischer/Weiß 2007, S. 36). Im November 2007 ließ darüber hinaus der US-Datendienstleister „Hedge Fund Research“ (HFR) bekannt werden, dass noch für Investitionen offene Hedge-Fonds um 2,8 Prozent an Wert eingebüßt hatten (FTD, 04.12.2007, S. 11).

## Abbildung 2: Deutsche Kapitalmarktsegmente im europäischen Vergleich



\*2006; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt

Quelle: Wirtschaftswoche (05.11.2007, S. 38).

Einen „Run“ auf Bankeinlagen hat es in Folge der Subprime-Krise bisher in nennenswertem Umfang nur bei Northern Rock gegeben (s. o.); von gekündigten Versicherungen oder Pensionen war bislang nichts zu hören. Ganz anders verhält es sich bei Aktien, Fonds und Zertifikaten: Die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat weltweit Aktienrückgänge bei Finanzdienstleistern und starke Mittelabflüsse bei Investmentfonds ausgelöst, der Markt für forderungsbesicherte Wertpapiere (insbesondere mit Hypotheken besicherte Anleihen) fiel zeitweise völlig in sich zusammen (ebenda, S. 37).

### **3 DER STATUS QUO DER FINANZMARKT- UND FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT IN DEUTSCHLAND/EUROPA**

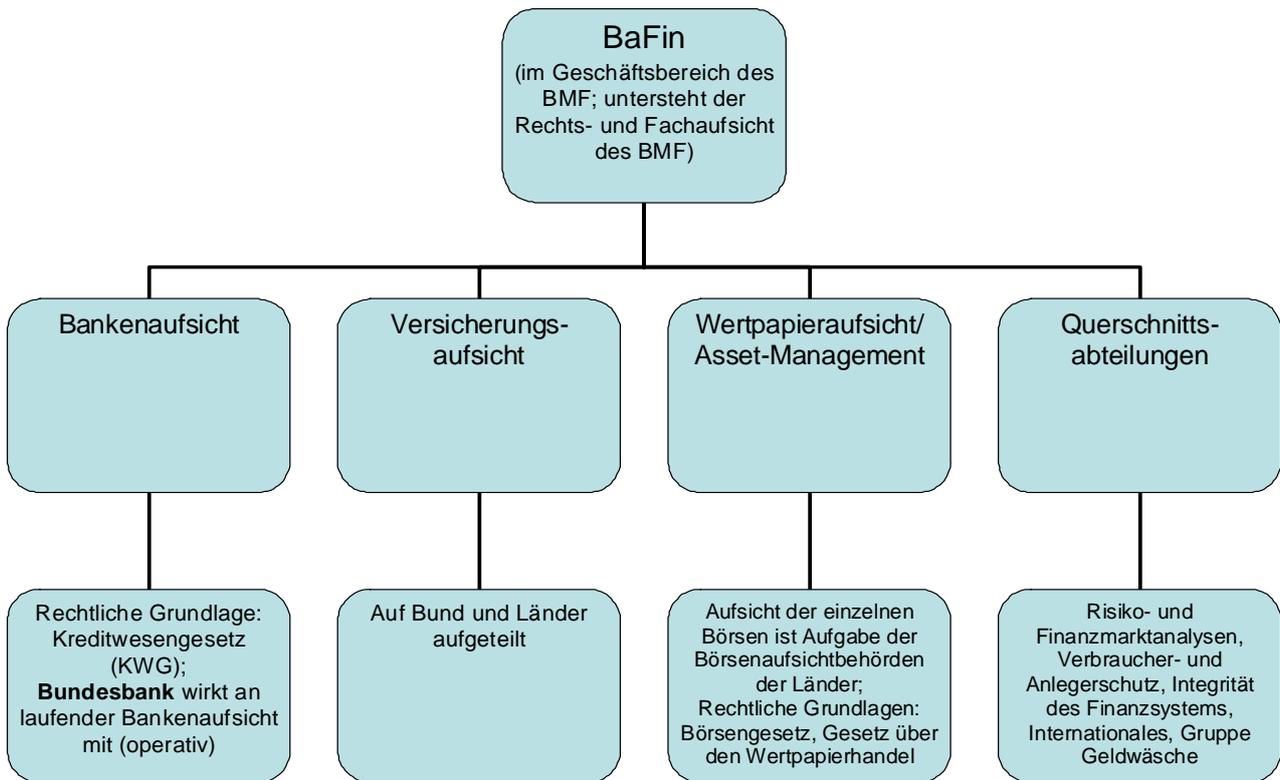
#### **3.1 Grundlegende Struktur des deutschen Aufsichtssystems**

In Deutschland ist der Hauptträger der Finanzdienstleistungsaufsicht die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).<sup>5</sup> Sie untersteht als Anstalt des öffentlichen Rechts der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen. Ihr Tätigkeitsfeld erstreckt sich als integrierte Aufsichtsbehörde auf die Bereiche Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht und Wertpapiermanagement. Weitere Aufsichtstätigkeiten, die insbesondere die Stabilität des gesamten Finanzdienstleistungssystems sowie die Geldwertstabilität betreffen, werden zudem durch die Deutsche Bundesbank wahrgenommen. Die Organisationsstruktur der BaFin sowie ihre Interaktionen mit weiteren Aufsichtsinstanzen sind in der nachfolgenden Abbildung 3 abgebildet. Bevor wir uns in den nächsten Abschnitten genauer der Banken- und der Versicherungsaufsicht in Deutschland zuwenden wollen, lohnt es sich, die Rolle der verschiedenen Träger in der deutschen Finanzmarkt-aufsicht kurz zu beleuchten: Die Deutsche Bundesbank ist z. Zt. eher ein zweitrangiger „Lieferant“ von Bankenberichten, sie „wirkt (lediglich, die Autoren) mit“ an der laufenden Bankenaufsicht. Dagegen haben der Bund und die Länder sowohl bei der Versicherungsaufsicht als auch bei der Wertpapieraufsicht einen bedeutenden Part, der im Falle des Bundes noch durch seine Rechts- und Fachaufsicht gegenüber der BaFin verstärkt wird.

---

<sup>5</sup> Die Aufsichtsbehörde BaFin muss per Gesetz eingreifen, wenn das Eigenkapital eines Finanzinstituts unter eine bestimmte Schwelle fällt. Sie kann dann ein Institut schließen und abwickeln.

Abbildung 3: Überblick über den Aufbau der deutschen Finanzmarktaufsicht



Quelle: <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0200000000&sprache=0&filter=&tick=0>;  
eigene Darstellung.

### 3.2 Status quo der Bankenaufsicht in Deutschland

Der Ruf nach intensiver(er) Überwachung der Geschäftstätigkeit von Kreditinstituten wird immer dann besonders laut, wenn sich akute Schieflagen oder sogar systemische Krisen einstellen und die Rückzahlung von Spareinlagen bedroht ist. Insbesondere politische Instanzen fühlen sich dann berufen, die Kompetenz des Managements betroffener Unternehmen in Frage zu stellen (SZ, 01.12.2007, S. 1).

Sachkundige Kontrolle in Form einer allgemeinen Bankenaufsicht wird in Deutschland seit 1931 als Folge einer Bankenschiefelage im Strudel der Weltwirtschaftskrise praktiziert (vgl. Hartmann-Wendels et al. 2004, S. 377). Das per dato im Wesentlichen die Bankenaufsicht regelnde Kreditwesengesetz (KWG) ist sogar erst seit 1962 in Kraft und wurde aufgrund europäischer bzw. weltweiter Harmonisierungsbestrebungen zwischenzeitlich diverse Male novelliert.

Im § 6 Abs. 2 werden die Zielsetzungen der Beaufsichtigung von Kreditinstituten definiert. Die Aufsichtsbehörde hat „Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen ent-

gegenzuwirken, welche die Sicherheit der den Instituten anvertrauten Vermögenswerte gefährden, die ordnungsmäßige Durchführung der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können“. Im Fokus stehen somit einerseits Verbraucherschutzinteressen, andererseits aber auch die Sicherung der Funktionsfähigkeit der gesamten Kreditwirtschaft als elementare Protagonisten einer Volkswirtschaft (vgl. Büschgen/Börner 2003, S. 302 f.). Einzelnen Bankkunden ist es kaum bzw. nur unter prohibitiv hohen Aufwendungen möglich, die Stabilität „ihrer“ Bank permanent im Auge zu behalten. Die Übernahme der Aufsicht durch staatliche Instanzen kann (gemäß Dewatripont/Tirole 1993) somit als transaktionskostensenkende Maßnahme interpretiert werden, die zugleich vertrauensbildend im Hinblick auf die Stabilität einzelner Banken wirkt. Als sensibel gilt der Bankensektor zudem, da individuelle Schief lagen zu massiven Vertrauensverlusten in das gesamte Bankensystem führen können und in letzter Konsequenz der Staat als letzthaftende Instanz eintreten müsste, um private Vermögensverluste in erheblichem Ausmaß zu verhindern.

Als zentraler Träger der Bankenaufsicht fungiert die oben bereits erwähnte Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Bei der Wahrnehmung ihrer Aufsichtstätigkeit hat sie gemäß § 7 KWG im Rahmen der laufenden Aufsicht mit der Deutschen Bundesbank zusammenzuarbeiten. Begründet wird die Notwendigkeit der Zusammenarbeit damit, dass sich geldpolitische und bankenaufsichtliche Gesichtspunkte häufig tangieren, so dass die Ziele und Aufgaben einer Währungs- und Notenbank in diversen Bereichen nicht von den Zielen und Aufgaben der Bankenaufsicht getrennt werden können. Beide Institutionen haben ihre Interaktion 2002 in einer Vereinbarung geregelt, in der die jeweiligen Aufgaben und Kompetenzen konkretisiert werden. Als Konsequenz dieser Vereinbarung übernimmt die Bundesbank in wesentlichen Teilen die laufende operative Bankenaufsicht. Beispielsweise ist es Aufgabe der Bundesbank, von den Kreditinstituten einzureichende Unterlagen systematisch auszuwerten und die BaFin vom Ergebnis der Auswertung zu unterrichten. Bei Vor-Ort-Prüfungen agiert die Bundesbank federführend. Die BaFin entscheidet hingegen über sämtliche aufsichtsrechtlichen Maßnahmen des KWG.

Die im KWG normierten Aufsichtsinstrumente beziehen sich auf den kompletten Lebenszyklus eines Kreditinstituts. So ist die Aufnahme des Geschäftsbetriebs nur mit ausdrücklicher Genehmigung der BaFin gestattet. Weitreichende Eingriffsbefugnisse in die Geschäftstätigkeit werden für Situationen zugestanden, in denen Gefahren für Einlagen aufgrund zu geringer Eigenmittelausstattung oder unzureichender Liquiditätsvorsorge bestehen.

Mit der Einführung des in Basel II integrierten Supervisory Review Process (SRP) als qualitatives Aufsichtsinstrument ist die Verzahnung der Zusammenarbeit zwischen BaFin und Bundesbank nochmals gewachsen. Schwerpunkt der Beaufsichtigung im Rahmen des SRP, der in Deutschland in die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) integriert ist, sind die Angemessenheit der Eigenmittelausstattung und die Funktionsfähigkeit der bankinternen Risikosteuerung. Ziel ist es hierbei, eine Abkehr von der rein regelbasierten hin zu einer prinzipienbasierten Aufsicht zu erreichen.

### 3.3 Status Quo der Versicherungsaufsicht in Deutschland

Die Subprime-Krise hat zwischenzeitlich auch die Versicherungswirtschaft erreicht. Die Swiss Re beispielsweise musste – wie bereits in der Einleitung erwähnt – im November 2007 einen Verlust von 1,2 Mrd. Schweizer Franken (ca. 700 Mrd. Euro) offen legen, der im Bereich der Kreditausfallversicherung zu verbuchen war. Ursache hierfür waren insbesondere die weltweit massiven Herabstufungen kreditbezogener Wertpapiere durch Rating-Agenturen und die daraus sich einstellende Illiquidität derartiger Finanzinstrumente an den Kapitalmärkten. Pikant an dieser Meldung war vor allem, dass sich alle namhaften Versicherungsgesellschaften bis dato als nicht oder nur gering durch die Subprime-Krise tangiert sahen.

Auch solche Ereignisse führen in der Öffentlichkeit meist zu Forderungen nach stärkerer staatlicher Überwachung sensibler finanzwirtschaftlicher Sektoren. Nichtsdestotrotz wird die Versicherungsbranche schon seit langem zu den traditionell stark regulierten Branchen gerechnet. Die gesetzliche Legitimation zur Beaufsichtigung der Versicherungswirtschaft findet sich in Deutschland vor allem im § 81 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG). Dort wird die Aufsichtsbehörde ermächtigt, „den gesamten Geschäftsbetrieb der Versicherungsunternehmen im Rahmen einer rechtlichen Aufsicht allgemein und einer Finanzaufsicht im besonderen“ zu überwachen. Konkret hat sie „auf die ausreichende Wahrung der Belange der Versicherten und auf die Einhaltung der Gesetze, die für den Betrieb des Versicherungsgeschäfts gelten“ zu achten. Zur Vermeidung von Missständen dürfen „gegenüber den Unternehmen, den Mitgliedern ihres Vorstandes sowie sonstigen Geschäftsleitern oder den die Unternehmen kontrollierenden Personen alle Anordnungen“ getroffen werden, mittels derer die Missstände vermieden oder beseitigt werden können.

In Deutschland werden Versicherungsgesellschaften – analog zu den Kreditinstituten – von der BaFin beaufsichtigt. Dieser steht dabei – in unterschiedlicher Intensität – ein weit-

reichendes Instrumentarium zur Wahrnehmung ihrer Aufsichtspflichten zur Verfügung. Einflussnahme kann beispielsweise auf den Marktzugang oder -austritt, auf Preise und Produktgestaltung sowie auf das Geschäftsgebaren ausgeübt werden (vgl. Gäfgen/Endres 1989, S. 13). Geregelt werden diese Aufsichtsinstrumente und deren Anwendung im VAG. So sind als bedeutende Instrumente die Zulassung zum Geschäftsbetrieb, die Eingriffsmöglichkeiten bei Missständen, die Vorschriften bezüglich der Eigenkapitalausstattung<sup>6</sup> und die Einrichtung von Garantiefonds zu nennen. Weitere Regularien betreffen den Bereich der Kapitalanlagen und – in Form branchenspezifischer Regeln – den Bereich der Rechnungslegung. Ein in Deutschland nur restriktiv für wenige Ausnahmen vorgesehenes Regulierungsinstrument stellt hingegen die staatliche Einflussnahme auf die Prämienhöhe dar.

Als notwendig wird die Beaufsichtigung der Versicherungswirtschaft erachtet, weil Versicherungsnehmer in ihrer besonderen Position als (potentielle) Gläubiger gegenüber einem Versicherungsunternehmen eines besonderen Schutzes bedürfen (vgl. Braumüller 1999, S. 33; Eisen 1986, S. 339). Aufgrund der Komplexität und Intransparenz sowohl der Versicherungsprodukte als auch der Versicherungsunternehmen können einzelne Versicherungsnehmer nicht beurteilen, wie „sicher“ die einzelnen Unternehmen sind.<sup>7</sup>

Als gesetzlich festgelegte Ziele der Versicherungsaufsicht sind die „Wahrung bestimmter Belange der Versicherungsnehmer“ und die „Erhaltung der Funktionsfähigkeit der Versicherungswirtschaft“ zu nennen (vgl. Farny 2000, S. 107-108). Obwohl es durchaus als Merkmal eines gut funktionierenden Wettbewerbs gilt, wenn ineffizient agierende Akteure vom Markt verdrängt werden, gibt es durchaus Argumente gegen den unbeaufsichtigten Wettbewerb in der Versicherungswirtschaft (vgl. Hartung 2007, S. 39 ff.):

- Wird ein Versicherer insolvent und verlieren Versicherungsnehmer somit Ansprüche auf zukünftige Versicherungsleistungen, wie beispielsweise Leistungen aus einer kapitalbildenden Lebensversicherung, muss in letzter Konsequenz der Staat – zum Beispiel mittels des Instruments der Sozialhilfe – einspringen, um Versorgungslücken zu schließen (vgl. Zweifel / Eisen 2000, S. 345-346).

---

<sup>6</sup> Aufgrund verschiedenartiger Regulierungsinteressen werden für Versicherungsunternehmen weltweit absolute und relative Mindestvolumina an Sicherheitskapital vorgeschrieben, deren Bereitstellung als *conditio sine qua non* für die Zulassung zum Betreiben von Versicherungsgeschäften gilt (vgl. OECD, 2002). Für deutsche Versicherungsunternehmen ist dies im § 53c VAG kodifiziert.

<sup>7</sup> Dies gilt vor allem für den Bereich des Massen- bzw. Retailgeschäfts mit langfristigem Charakter. Allenfalls Industriekunden wird weitläufig die Kompetenz zugesprochen, die Bonität von Versicherern zu beurteilen.

- Das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit der Versicherungswirtschaft ist unverzichtbar, wenn soziale Sicherungssysteme zunehmend durch privatwirtschaftliche Eigenvorsorge entlastet werden sollen. Der Aufbau einer privaten Altersvorsorge kann nur funktionieren, wenn hinreichend gewiss ist, dass in 20 oder 30 Jahren die angesparten Finanzmittel auch zur Auszahlung kommen.
- Finanzwirtschaftliche Krisen in der Versicherungswirtschaft können immer dann zu Übersprungseffekten führen, wenn die Versicherer gezwungen werden, sich schnell von Kapitalanlagebeständen zu trennen, um ihre Zahlungsfähigkeit sicherzustellen. Die dadurch ausgelösten Kursreaktionen können sich dramatisch auf weitere Finanzdienstleistungssektoren auswirken.
- Einzelne Versicherungsunternehmen könnten bei einem Reputationsverlust mit einer Situation konfrontiert werden, die Analogien zum Phänomen des Bankrums aufweist. In diesem Fall sehen sich die Kunden eines Versicherers aufgrund der öffentlich wahrgenommenen Verschlechterung seiner finanzwirtschaftlichen Stabilität veranlasst, ihre Verträge zu kündigen und andernorts Versicherungsschutz einzukaufen. Nach dem Muster einer „self-fulfilling prophecy“ würde dies die finanzwirtschaftliche Lage des Unternehmens weiter strapazieren und schließlich eine unvermeidbare Insolvenz heraufbeschwören.<sup>8</sup>

Die letzte intensive Diskussion über die geeigneten Maßnahmen der Versicherungsaufsicht fand vor allem vor der 1994 umgesetzten 3. EU-Richtliniengeneration und der damit einhergehenden Deregulierung des deutschen Aufsichtssystems statt. Aus deutscher Perspektive war die damalige Situation durch ein System materieller Staatsaufsicht gekennzeichnet, das weit reichende Eingriffsmöglichkeiten seitens der aufsichtführenden Behörde, des damaligen Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen (BAV), zuließ. Hierzu gehörten unter anderem eine Vorabgenehmigung und damit eine präventive Überprüfung des Bedingungs- und Tarifwerks. Europäische Harmonisierungsbestrebungen führten jedoch dazu, dass regelmäßig angeführte Kritikpunkte erneut aufgegriffen wurden, um eine Reduzierung der Aufsichtsinstrumente hin zu einer formellen (Finanz-)Aufsicht zu forcieren. Derzeit ist auf europäischer Ebene erneut eine weitreichende Diskussion im Gange, die unter dem Stichwort „Solvency II“ geführt wird. Ziel dieser Diskussion ist es,

---

<sup>8</sup> Im Bankensektor drohende systemdestabilisierende Ansteckungseffekte werden indes für die Versicherungswirtschaft als unwahrscheinlich erachtet, da diese hier lediglich von nachfrageseitigen Reputationsverlusten, nicht aber durch ein angebotsseitiges Beziehungsgeflecht ausgelöst werden können (vgl. Horsch, 1998, S. 19).

einerseits die Aufsicht über Versicherungsunternehmen weiter zu harmonisieren und mit einem zeitgemäßen und schlagkräftigen Aufsichtsinstrumentarium auszustatten, andererseits wird beabsichtigt, eine sektorübergreifende Harmonisierung mit der Aufsicht über Kreditinstitute, also mit Basel II, zu schaffen.

### 3.4 Frage nach der idealen Kompetenzallokation

Wie oben gezeigt, sind in die Beaufsichtigung der Finanzdienstleistungsbranche in Deutschland in erster Linie die BaFin und die Deutsche Bundesbank involviert. Daneben bieten sich im europäischen Kontext mit dem Committee of European Banking Supervisors (CEBS), dem Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS) und der Europäischen Zentralbank (EZB) weitere Institutionen an, die im Rahmen einer harmonisierten und zentralisierten Aufsicht Teile der bislang nationalen Aufsichtszuständigkeiten übernehmen können. Entsprechend stellt sich die Frage, welcher Institution welche Aufgaben im Rahmen der Finanzdienstleistungs- und Finanzmarktaufsicht zugewiesen werden sollen, um Hauptziele der Regulierung effizient zu erfüllen. Dies soll im nachfolgenden Abschnitt allgemein und anschließend in Abschnitt fünf anhand unterschiedlicher Szenarien geprüft werden.

## 4 VORSTELLUNG UND DISKUSSION DER KRITERIEN ZUR BESTIMMUNG EINER OPTIMALEN FINANZMARKTAUFSICHT

### 4.1 Das Zuordnungsproblem: Welche Träger übernehmen welche Aufgaben?

Die Frage, wer, mit welchen Kompetenzen ausgestattet, die Aufgabe der Finanzmarktaufsicht in Deutschland und/oder in Europa wahrnehmen soll, ist ein typisches Problem der Bestimmung des oder der „optimalen Träger(s)“ in der Wirtschaftspolitik. Nach welchen Kriterien soll die Identifikation (eines) solche(n)r Trägers erfolgen? Ausgangspunkt der Effizienzüberlegungen sind die mit der Aufsichtsfunktion verfolgten Zielsetzungen. Diese sind in den Gesetzesnormen regelmäßig unscharf definiert und bedürfen zunächst einer Präzisierung und Operationalisierung. Wir schlagen folgende Ziele der Aufsicht vor:

- (1) Transparenz der Aufsichtstätigkeit
- (2) Kurze Dauer der Entscheidungsprozesse
- (3) Klare Verantwortlichkeiten („accountability“)
- (4) Unabhängigkeit von politischen Weisungen
- (5) Legitimation (durch Wahl oder Kompetenz)
- (6) Subsidiarität
- (7) Kosteneffizienz
- (8) Wirksamkeit (Durchschlagskraft, aber auch Verhältnismäßigkeit des Mitteleinsatzes)
- (9) Wettbewerbsneutralität
- (10) Fähigkeit zur Vermeidung systemischer Risiken im Finanzsektor
- (11) Verbraucher- und Anlegerschutz
- (12) Vermeidung von „moral hazard“ bei Marktteilnehmern

Gesucht wird demnach eine Institution, welche in der Lage ist, die genannten Ziele besonders gut zu erreichen. Bei insgesamt zwölf Zielen scheint diese Aufgabe schier unlösbar. Daher ist es erforderlich, zunächst einmal zwischen einigen wenigen (genau: drei) obersten Zielen und untergeordneten Instrumentalzielen zu unterscheiden.

| <b>Oberste Ziele</b>   |                                       |  |
|--|---------------------------------------|--|
| <b>Fähigkeit zur Vermeidung systemischer Risiken</b>                               | <b>Verbraucher- und Anlegerschutz</b> | <b>Klare Verantwortlichkeiten („accountability“)</b> |
| Kurze Dauer der Entscheidungsprozesse  | Kosteneffizienz                       | Unabhängigkeit von politischen Weisungen             |
| Wirksamkeit (Durchschlagskraft, aber auch Verhältnismäßigkeit des Mitteleinsatzes) | Wettbewerbsneutralität                | Legitimation (durch Wahl oder Kompetenz)             |
| Vermeidung von „moral hazard“ bei Marktteilnehmern                                 | Transparenz der Aufsichtstätigkeit    | Subsidiarität  |
| Instrumentalziele  |                                       |  |

## 4.2 Wie soll die Aufsicht koordiniert werden?

Soll eine wie auch immer geartete Finanzmarktaufsichtsinstitution (FAI) alleine oder in Verbindung mit anderen die Aufsicht übernehmen? Drei Koordinationsmechanismen kommen in Prinzip in Frage: Erstens kann man es prinzipiell dem institutionellen Wettbewerb überlassen, welche Einrichtung die Aufgabe der Finanzmarktaufsicht am besten meistert. Lässt man dagegen bewusst mehrere Akteure gleichzeitig Aufsichtsaufgaben wahrnehmen, dann stellt sich als nächste Frage, ob eher eine supranationale Organisation, die Unter- oder Überordnung einschließen kann, die Koordinationsaufgabe übernehmen soll oder ob schließlich Kooperation im Sinne eines gemeinsamen Handelns zwischen „Gleichen“ zu präferieren ist. Diese alternativen Koordinationsmechanismen haben allerdings unterschiedliche Realisationschancen:

- Wettbewerb: Diese Lösung wird z. Zt. von niemandem favorisiert, weil man gewissermaßen auf die nächste Krise warten müsste, um festzustellen, wer sich als Aufsichtsorgan am besten zurechtfindet.
- Kooperation: Diese findet im Rahmen verschiedener Ausschüsse unter dem Dach der Bank für internationalen Zahlungsausgleich, gerade zwischen den wichtigen Notenbanken, bereits seit längerem statt.
- Unterordnung unter eine supranationale Institution: Im Raum steht der Vorschlag, ein „Europäisches System der Finanzaufsicht“ nach dem Vorbild des „Europäischen Systems der Zentralbanken“ (ESZB) zu schaffen.

## 4.3 Wie soll die Aufsicht gestaltet bzw. ausgeführt werden?

Die nächste Frage richtet sich auf die möglichen Freiheitsgrade, die einer Finanzmarktaufsichtsinstitution zugestanden werden sollen. Als Gestaltungsprinzipien kommen in Frage:

- Orientierung an Regeln/Prinzipien: Es zeichnet sich ab, dass sich gerade bei den internationalen Großbanken dreistufige Bewertungsstandards („FAS 157“) durchsetzen mit dem Ziel, die tatsächlichen Risiken in den Bankbilanzen sichtbar werden zu lassen (FTD, 19.11.2007, S. 19).
- Offenlegungs- und/oder Veröffentlichungspflichten: Entsprechende Leitlinien wurden für die Banken durch Basel II entwickelt, für den Versicherungssektor wird die entsprechende Diskussion im Rahmen von „Solvency II“ aktuell geführt.

- Diskretionäre Eingriffe („Rettungsaktionen“): Sowohl in den USA als auch in Europa gibt es eine starke Tendenz dazu, aus eigenen Mitteln des privaten Finanzsektors Fonds zu gründen. Diese sollen betroffenen Finanzinstituten notleidende Assets abkaufen, bevor es für diese keine (positiven) Marktpreise mehr gibt, wie das im Zuge der Subprime-Krise mit verbrieften Krediten aus dem US-Hypothekenmarkt der Fall gewesen ist.

## 5 VERSCHIEDENE SZENARIEN

### ***Szenario 1: Der Status Quo: Asymmetrische Arbeitsteilung zwischen BaFin, Deutscher Bundesbank und „Poolbanken“***

Szenario 1 sieht eine arbeitsteilige Aufsicht über individuelle Finanzdienstleister sowie das Finanzsystem an sich vor, getragen durch eine Aufsichtsbehörde gemeinsam mit einer (nationalen) Zentralbank. Ein gutes Beispiel hierfür ist die Situation in Deutschland:

So liegt die Leitung der Finanzmarktaufsicht in Deutschland z. Zt. (s. o.) eindeutig bei der BaFin. Die Deutsche Bundesbank wirkt in der jetzigen Lösung lediglich – in erster Linie durch Auswertung eingereicherter Unterlagen von Kredit- und Finanzdienstleistungen und der faktischen Durchführung der Vor-Ort-Prüfungen – an der laufenden Bankenaufsicht mit.

Das Kriterium „klare Verantwortlichkeiten“ scheint nur bedingt erfüllt werden zu können:

- Da die BaFin der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) unterliegt und in den Geschäftsbereich des BMF fällt, ist sie politisch nicht unabhängig, auch wenn ihre Finanzierung nicht durch den Bund, sondern durch die beaufsichtigten Institute erfolgt. Dies fördert die Gefahr, dass in Krisenzeiten die Eingriffsintensität nach der Präferenz der aktuell regierenden politischen Parteien gestaltet wird.
- Ihre Legitimation (und Reputation) bezieht die BaFin aus der Bestellung kompetenten Personals durch die Bundesregierung. Auch hier ist die latente Gefahr vorhanden, durch Personalentscheidungen zukünftiges Aufsichtsverhalten zu prädestinieren.
- Dem Subsidiaritätsprinzip genügt die BaFin insoweit, als ihre eigene Organisationsstruktur einer differenzierten Behandlung unterschiedlicher Finanzdienstleister nicht im Wege steht. Eigenständige Eingriffe finanzieller Natur sind ihr aber aufgrund ih-

rer eingeschränkten Finanzausstattung nicht möglich. In Krisenfällen, die durch Liquiditätsengpässe ausgelöst werden, ist die BaFin beispielsweise auf Unterstützung durch die Bundesbank oder „Liquiditätspools“ angewiesen. So hat die BaFin bei der Krise der IKB im Sommer 2007 selbst kein Rettungspaket geschnürt, vielmehr war sie auf die Initiative der staatlichen KfW angewiesen, die zusammen mit Verbänden privater und genossenschaftlicher Banken sowie den Sparkassen („Poolbanken“) einen Betrag von 3,5 Mrd. Euro aufbrachte, um die IKB vor der Pleite zu retten.<sup>9</sup>

Die bisherige Arbeitsteilung trägt dem Kriterium „systemische Risiken“ eindeutig zu wenig Rechnung:

- Schnell ablaufende Entscheidungsprozesse werden durch den gesetzlich festgelegten Abstimmungsbedarf zwischen BaFin und Bundesbank behindert. Zudem fördert die Abhängigkeit der BaFin von politischen Weisungen eine Verzögerung der Entscheidungen, wenn ein politisch unliebsamer Einsatz von Aufsichtsinstrumenten droht.
- Die Wirksamkeit der Aufsichtsmittel dürfte zumindest in den Fällen gesichert sein, in denen Aufsichts- und Inflationsziele komplementärer Natur sind. Problematisch könnte es werden, wenn sich ein konfliktgeladenes Verhältnis einstellt, also zum Beispiel Liquiditätsengpässe im Bankensektor drohen, die Zentralbanken die Geldmenge jedoch knapp halten. Analoge Effekte lassen sich für die Versicherungswirtschaft prognostizieren, wenn beispielsweise zunehmend mehr (Lebens-) Versicherer nicht mehr in der Lage sind, Zinsgarantien zu erfüllen, gleichzeitig jedoch Zinserhöhungen nicht in Sicht sind.
- Moral hazard könnte ebenso aufgrund der in gewissen Situationen unterschiedlichen Interessenlagen bei Aufsichtsbehörde und Zentralbank eine Rolle spielen. Marktteilnehmer verlassen sich unter Umständen auf „Rettungsaktionen“ seitens politischer Instanzen oder auch seitens der Bundesbank (bzw. EZB), wenn es gilt Übersprungseffekte auf das gesamte Finanzsystem zu verhindern.

---

<sup>9</sup> Die IKB gehört zu 38 Prozent der Förderbank KfW, die wiederum zu 100 Prozent im Besitz von Bund und Ländern ist. Das Rettungspaket im Umfang von 3,5 Mrd. Euro vom Juli 2007 erschien allerdings bereits im Dezember 2007 als zu schmal, es musste um weitere 350 Mio. Euro aufgestockt werden. Die KfW hat

„Verbraucher- und Anlegerschutz“ sind nur mit großen Einschränkungen gegeben:

- Die Transparenz der Aufsichtstätigkeit durch die BaFin ist naturgemäß für Verbraucher eher eingeschränkt, auch wenn ex post umfangreiche Berichterstattung – beispielsweise in Form von Jahresberichten – stattfindet. Das liegt zum einen daran, dass die Informationspolitik der Aufsichtsbehörde behutsam gestaltet werden muss, um bei Eingriffen keine „self-fulfilling prophecy“ in Gang zu setzen, wenn Nachrichten über leichte Schieflagen zum Abzug der Einlagen oder zum Storno der Versicherungsverträge führen. Zumindest bei deutlicher Gefährdung von Kundengeldern sollte jedoch auf den Missstand hingewiesen werden. Kritisch kann dies werden, wenn ein Finanzdienstleister betroffen ist, der als „too big to fail“ gilt, dessen Größe im Krisenfall also erhebliche Auswirkungen auf dem gesamten Finanzmarkt befürchten lässt.
- Wettbewerbsneutralität kann bei abgestimmtem Agieren von BaFin und Bundesbank prinzipiell unterstellt werden, vorausgesetzt die Insolvenz eines Finanzdienstleisters wird zur Marktberreinigung zugelassen und nicht um jeden Preis verhindert. Erst wenn Rettungsaktionen unter massivem Einsatz staatlicher Mittel oder durch staatlich gesteuerte Institutionen erfolgen, wird diese Anforderung verletzt.
- Auch das Kriterium der Kosteneffizienz kann bei gleichgerichtetem Aufsichtsverhalten von BaFin und Bundesbank erreicht werden, wenn auch die Abstimmung per se Kosten verursacht. Dies schlägt jedoch nicht auf die Verbraucherebene durch.

Die parallelen Aktivitäten der „Poolbanken“, der BaFin und der Bundesbank anlässlich der Krisen bei IKB und Sachsen LB waren für die Anleger wenig transparent und vermutlich auch wenig kosteneffizient, wie die Ende November bekannt gewordenen Schwierigkeiten belegen, welche die IKB damit hat, die aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen weiter zu erfüllen.

### ***Szenario 2: Führende Rolle nationaler Notenbanken plus Europäisches System der Bankenaufsicht (ESBA)***

Szenario 2 sieht eine Bündelung der Aufsichtstätigkeit bei den (nationalen) Zentralbanken vor. Ein stärkerer Fokus liegt dabei auf der Erhaltung der Stabilität des Finanzsystems an sich als auf der Ebene des Verbraucherschutzes.

---

Das Kriterium „klare Verantwortlichkeiten“ (accountability) wird augenscheinlich besser erfüllt als in Szenario 1:

- Im Sinne des Subsidiaritätsprinzips sind nationale Notenbanken (noch) nahe genug mit entstehenden Problemen konfrontiert, denn aufgrund ihrer Refinanzierungsgeschäfte mit den Banken sind sie am Markt direkte Partner möglicher Betroffener einer Finanzmarktkrise. Damit können sie entsprechende Risiken früh erkennen und sind in der Lage, durch eigene Aktivitäten nennenswerten Einfluss auf das Marktgeschehen auszuüben.
- „Ein weiterer Vorteil ist in der politischen Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank zu sehen, im Gegensatz zur BaFin, die der Rechts- Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen unterstellt ist.“ (Franz 2007, S. 8). Dieses Kriterium ist allerdings auf die politische Duldung der Unabhängigkeit angewiesen, da Gesetzesänderungen schnell zu engeren Anbindungen der nationalen Notenbanken an die Regierungen führen können. Somit ist dies auch kein allgemeingültiges Argument, sondern insbesondere für die Bundesbank gültig, die damit aber auch gut für eine Rolle als neutraler, unabhängiger Mittler in Finanzkrisen geeignet ist.
- Ihre Legitimation beziehen die Bundesbanker wie auch die BaFin aus ihrer fachlichen Kompetenz. Politische Einflussnahme kann allerdings auch hier über die Besetzung der Spitzenpositionen ausgeübt werden.

Auch im Hinblick auf die Beherrschung systemischer Risiken scheint die Übertragung von Aufsichtskompetenz auf die Bundesbank erfolgversprechend zu sein:

- Da die nationalen Notenbanken (wie die Deutsche Bundesbank), welche zum EZB-Rat gehören und/oder Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken sind, einen erheblichen Anreiz besitzen, der tendenziell inflationären „Nachsorge“ mittels Liquiditätsspritzen durch „Vorsorge“ an den Finanzmärkten zuvorzukommen und damit „moral hazard“ zu vermeiden, scheint die Aufsicht aus der Sicht systemischer Risiken bei ihnen besonders gut aufgehoben zu sein.
- Der SVR schlägt sogar vor, die BaFin in die Bundesbank zu integrieren (vgl. Jahresgutachten 2007/2008, S.150 ff.). Eine Zusammenlegung der bisherigen Zuständigkeiten hätte beispielsweise den Vorteil, dass die Aufsicht so über bessere Infor-

mationen verfügen würde, damit die Entscheidungsprozesse verkürzen und schneller und vermutlich auch wirksamer reagieren könnte.

- Die Durchschlagskraft könnte allerdings darunter leiden, dass Notenbanken aus ihrem Selbstverständnis heraus dazu tendieren, eine Marktstabilisierung zunächst durch eigene Marktaktivitäten wiederherzustellen. Die Nutzung gesetzlich verankerter Zwangsmaßnahmen gegen einzelne Marktakteure könnte als letztes Mittel betrachtet werden, dessen Einsatz die Bundesbank in eine unscharf definierte Rolle zwischen Marktteilnehmer und Aufsichtsbehörde drängt und damit ihre Reputation negativ beeinflusst.

Was schließlich den „*Verbraucher- und Anlegerschutz*“ anbelangt, so dürfte eine Bündelung der Aufsichtskompetenzen bei den Notenbanken ebenfalls zu positiven Effekten führen:

- Die Transparenz der Aufsichtstätigkeit könnte aufgrund der Veröffentlichung von Markttransaktionen gefördert werden. Durch ihre öffentlich einsehbare Teilnahme am Marktgeschehen können die Absichten und Zielrichtungen der Bundesbank durch andere Marktakteure leichter bewertet werden.
- Wettbewerbsneutralität ließe sich fördern, wenn staatliche Institute, wie beispielsweise im aktuellen Fall der IKB die staatliche KfW, außen vor blieben und die Bundesbank rein privatwirtschaftliche „Poolösungen“ favorisieren würde.
- Der Gesichtspunkt der Kosteneffizienz ist neutral zu beurteilen. Tendenziell dürften aber marktstabilisierende Aktivitäten grundsätzlich auch den Verbrauchern zu Gute kommen, insbesondere, wenn sich damit Insolvenzen von Finanzdienstleistern vermeiden lassen.

Das Szenario 2 ist im Übrigen offen für eine Integration nationaler Notenbanken, also auch der Deutschen Bundesbank, in ein „Europäisches System der Finanzaufsicht“ (ESFA, vgl. oben) nach dem Vorbild des „Europäischen Systems der Zentralbanken“ (ESZB). Richtschnur sollte hier sein, dass in Schieflagen/Krisenfällen bei Finanzintermediären, die (vor allem) grenzüberschreitend im „europäischen Ausland“ tätig sind, die nationale Aufsicht gegebenenfalls an die Weisungen des ESFA gebunden wäre.

### **Szenario 3: Synthetische neue Aufgabenbündelung**

Szenario 3 sieht die Bündelung der Aufsichtstätigkeit bei nationalen und/oder internationalen Aufsichtsbehörden vor. Mit Hilfe eines solchen Aufsichtssystems könnte eine stärkere Fokussierung auf die Stabilität der Finanzdienstleister erfolgen, neben den Kreditinstituten somit also auch den Versicherungsunternehmen und den Hedge-Fonds. Das entspräche wiederum deren wachsender Bedeutung im Zuge der Globalisierung. Die Stabilität des gesamten Finanzsystems ergibt sich dann als logische Konsequenz der Stabilität der Marktteilnehmer.

Das Kriterium der klaren Verantwortlichkeiten lässt sich in diesem System wie folgt abbilden:

- Wird eine Aufsichtsbehörde in das Geflecht des politischen Systems integriert, droht ihre Abhängigkeit von bestimmten politischen Sichtweisen der zurzeit waltenden Exekutiveorgane. Demnach müsste eine Aufsichtsbehörde, die neben den einzelnen Finanzdienstleistern auch über das gesamte Finanzsystem wachen soll, mit möglichst großer Unabhängigkeit und Entscheidungsfreiheit ausgestattet werden.
- Wie bereits oben ausgeführt, bezieht eine Aufsichtsbehörde ihre Legitimation aus ihrer fachlichen Kompetenz. Personalentscheidungen über die Besetzung von Spitzenämtern können jedoch zu erheblicher politischer Einflussnahme führen.
- Das Kriterium der Subsidiarität lässt sich im Rahmen einer prinzipienbasierten Aufsicht durch diskretionäre Handlungsspielräume erreichen. Können situationsangepasste Einzelfallentscheidungen getroffen werden, lassen sich jeweils Maßnahmen ergreifen, die auf den einzelnen Finanzdienstleister orientiert sind, ohne den Finanzdienstleistungsmarkt übermäßig zu beeinträchtigen.

Die Bündelung der Aufsichtskompetenz bei einer alleinig agierenden Aufsichtsbehörde kann dazu dienen, Gedanken des Verbraucherschutzes bestmöglich in die aufsichtsrechtliche Praxis zu transformieren:

- Stringentes Vorgehen der Aufsichtsbehörden im Rahmen finanzieller Schieflagen einzelner Finanzdienstleister dient dazu, Transparenz über die Konstitution dieser Institute herzustellen. Andererseits erzeugt Transparenz über das eigene aufsichtsbehördliche Vorgehen sowohl Vertrauen bei den Marktteilnehmern über die Kompetenz der Aufsichtsbehörde, als auch Vertrauen bei den beaufsichtigten Unternehmen über „faire Behandlung“ in finanziellen Schieflagen.

- Wettbewerbsneutralität lässt sich dann erreichen, wenn die Eingriffe der Aufsichtsbehörden auch überregional in gleichen Situationen die gleiche Intensität aufweisen. Dies könnte mit dem Grundsatz „same risk, same regulation, same intervention“ umschrieben werden. Da eine Harmonisierung des Vorgehens vieler nationaler Aufsichtsbehörden mit erheblichen Schwierigkeiten versehen sein dürfte, wäre diesbezüglich die Schaffung einer überregionalen Aufsichtsbehörde zu präferieren.
- Die Kosteneffizienz kann einerseits danach bemessen werden, welche Kostenbelastung den Marktteilnehmern aufgrund der Existenz der Aufsichtsbehörde erspart bleibt, andererseits auf welche Art und Weise die Kosten der Aufsichtsbehörde getragen werden. Eine Aufsichtsbehörde, die maßgeblich die Stabilität der einzelnen Finanzdienstleister im Auge hat, kann dazu beitragen, dass finanzielle Schieflagen rechtzeitig erkannt und ohne besondere Ausfallrisiken für die Kunden bewältigt werden. Werden die Kosten der Aufsichtsbehörde, wie üblich, von den beaufsichtigten Unternehmen getragen, die das in ihrer Preisfestsetzung wiederum berücksichtigen, trägt letzten Endes derjenige, dem die Aufsichtsleistung zu Gute kommt, nämlich der Verbraucher, auch die entsprechenden Belastungen.

Zur Bewältigung von systemischen Risiken erscheint eine Aufsichtsbehörde im ersten Zugriff aufgrund ihrer passiven Rolle am Finanzmarkt eher weniger geeignet. Anhand der folgenden Merkmale lässt sich die Kompetenz eine Aufsichtsbehörde zur Bewältigung unternehmensübergreifender Krisen beurteilen:

- Je unabhängiger Aufsichtsbehörden handeln können, desto kürzer laufen ihre Entscheidungsprozesse im Krisenfall ab. Geschwindigkeit bei der Entscheidung über den Einsatz entsprechender Maßnahmen ist jedoch essentiell, um bei einzelunternehmensbezogenen Schieflagen Übersprüngeffekte auf andere Marktteilnehmer zu verhindern.<sup>10</sup> Als durchaus kritisch stellt sich die Frage nach den Entscheidungsprozessen dar, wenn im Falle finanzwirtschaftlicher Krisen – egal ob unternehmensindividuelle oder systemische – neben ökonomischen Grundsätzen auch stabilitätskontraproduktive politische Erwägungen eine Rolle spielen.<sup>11</sup>

---

<sup>10</sup> Aufgrund der in [Abbildung 1](#) gezeigten Vernetzung des Finanzsystems und des Fehlens von „Brandmauern“ ist die Eindämmung „kleiner Brandherde“ zwingend notwendig, um einen „Flächenbrand“ zu verhindern.

<sup>11</sup> So kann aus ökonomischer Perspektive die geregelte Insolvenz eines Finanzdienstleisters durchaus sinnvoll sein, um eben Ansteckungseffekte zu verhindern. Politische Überlegungen können aber dazu führen, dass die Insolvenz eines Kreditinstituts oder einer Versicherungsgesellschaft so lange wie möglich verhindert wird.

- Die Wirksamkeit einer Aufsichtsbehörde ist einerseits von der von ihr ausgeübten Aufsichtsintensität abhängig, andererseits wird sie auch durch das verfügbare Maßnahmenpektrum beeinflusst. Je mehr Informationen eine Aufsichtsbehörde zeitnah erhält, desto reaktionsschneller kann sie in Krisenfällen reagieren. Genauso ist es erforderlich, dass die gesetzlich festgelegten Maßnahmen Eingriffe zulassen, die zur Wiederherstellung stabiler finanzwirtschaftlicher Verhältnisse notwendig sind. Da den Aufsichtsbehörden die unmittelbare Marktteilnahme verwehrt ist, können sie letztlich nur über dirigistische Maßnahmen Schieflagen ausgleichen. Hierzu ist ihnen ein entsprechend breiter Maßnahmenkatalog, der eine unterschiedliche „Eingriffsschärfe“ zulässt, an die Hand zu geben.
- Moral hazard spielt dann eine Rolle, wenn der aufsichtsrechtliche Maßnahmenkatalog Handlungsoptionen zulässt, die riskantes Auftreten der einzelnen Finanzdienstleister, insbesondere in Krisenszenarien ein sog. "gambling for resurrection" fördern. Um solche ungewollten Verhaltensanreize zu vermeiden, sollte auf eine prinzipienbasierte Aufsicht abgestellt werden, in deren Rahmen den Aufsichtsbehörden ausreichend weitreichende, aber dennoch situationsgebunden einsetzbare Maßnahmen zugestanden werden. Allerdings könnte auch hier eine Aufsichtsbehörde nur reaktive Maßnahmen wahrnehmen, da ihr eine eigenständige Marktteilnahme nicht offen steht. Soll jedoch zunächst mittels proaktiver Marktbeeinflussung „schonend“ vorgegangen werden, müsste dies über „Kooperationspartner“, in diesem Fall also Zentralbanken oder anderen Staatsbanken bzw. Staatsversicherern oder Staatshaftung, stattfinden.

Die relative Vorteilhaftigkeit der drei geschilderten Szenarien fasst folgende Tabelle zusammen:

|  | <b>Szenario 1</b><br>(Status Quo) | <b>Szenario 2</b><br>(Nationale Notenbanken + ESBA) | <b>Szenario 3</b><br>(Synthetische neue Aufgabenbündelung) |
|--|-----------------------------------|---|--|
| <b>Kriterium 1</b><br>Systemische Risiken            | –                                 | ++  | 0  |
| <b>Kriterium 2</b><br>Verbraucher- und Anlegerschutz | –                                 | 0   | ++   |
| <b>Kriterium 3</b><br>Klare Verantwortlichkeiten     | –                                 | +   | +  |

Quelle: Eigenentwurf.

## 6 FAZIT

Mit Northern Rock hat unsere Betrachtung der aktuellen Finanzmarktkrise begonnen, mit Northern Rock wollen wir (fast) schließen: Anfang Dezember 2007 hat die EU-Kommission die bisherige milliarden schwere Rettungsaktion zwar als „Staatshilfe“, jedoch als nicht wettbewerbsverzerrend eingestuft und in diesem Sinne als Rettungshilfe erlaubt.<sup>12</sup> Von Entwarnung kann allerdings keine Rede sein: Laut FSA (die britische Finanzmarktaufsicht), lauern noch in erheblichem Umfang faule Kredite in den Büchern britischer Banken. Zugleich warnt die FSA eindringlich vor den Folgen steigender Darlehenszinsen, wenn im Jahr 2008 für 1,4 Mio. Briten die Anschlussfinanzierung für ihre Hypothekenkredite neu zu bepreisen ist. Die Finanzmarktkrise hat demnach den europäischen Immobiliensektor erreicht, also jene Branche, von der aus in den USA die bisherige Entwicklung ihren Anfang genommen hatte.

Die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt eines sehr deutlich: Wenn jeder, wie der verstorbene Altbundespräsident Rau einmal treffend sagte, für alles ein wenig zuständig ist, dann ist in Wahrheit keiner für irgend etwas wirklich zuständig. In Deutschland kämpfen die BaFin und die Deutsche Bundesbank seit Jahren eifersüchtig um Kompetenzen bei der Aufsicht über Banken, Kreditwesen, Versicherungswesen und Wertpapierhandel. Und nicht besonders erfolgreich. Das haben die Krise der Sachsen LB und der IKB deutlich gemacht. Deshalb ist die bei uns als Szenario 1 ausgewiesene gegenwärtige Handhabung der Finanzmarktaufsicht auch nicht mehr für die Zukunft zu empfehlen.

Zugleich sind wir der Ansicht, dass es „die“ optimale Finanzmarktaufsicht nicht geben kann. Es kommt immer darauf an, worauf besonders Wert gelegt werden soll. Bei dem wichtigen Kriterium „Zurechenbarkeit und Rechenschaftspflicht“ schneiden die von uns vorgeschlagenen Szenarien 2 und 3 ähnlich gut ab. Steht jedoch die Verhinderung oder Eindämmung von systemischen Krisen im Vordergrund, dann dürfte es, wie in unserem Szenario 2, empfehlenswert sein, die Notenbanken bei der Finanzmarktaufsicht in die Pflicht zu nehmen. Dabei ist folgender Zusammenhang zu beachten:

Der Ökonomie-Nobelpreisträger Jan Tinbergen hat vor mehr als vier Jahrzehnten gezeigt, dass es mindestens so viele wirtschaftspolitische Instrumente geben muss, wie voneinander unabhängige Ziele von der Politik angestrebt werden. Offensichtlich können Noten-

---

<sup>12</sup> Im Falle der Rettungsaktion zugunsten der IKB (s. o.) prüft die EU-Wettbewerbskommissarin Neelie Kroers z. Zt., ob es sich um einen (unerlaubten) Staatszuschuss handelt.

---

banken mit ihrer Zins- und Liquiditätspolitik, die in Wirklichkeit zusammen nur ein einziges Instrument darstellen, nicht zugleich Finanzmarktkrisen eindämmen und die Inflation in Schach halten. Nun weisen beide genannten Zielstellungen eine komplementäre und nicht eine konkurrierende Beziehung auf: Wenn die Finanzmarktaufsicht die Marktteilnehmer zu umsichtigem Verhalten anhält und „Übertreibungen“ an den Märkten dadurch begrenzt, ist das für die Kontrolle der Inflation hilfreich. Umgekehrt unterstützt es die Finanzmarktaufsicht, wenn die Geldpolitik bei der Höhe des Leitzinses darauf achtet, ob sie einer neuen „Blase“ an Finanz- und/oder Gütermärkten Vorschub leisten könnte. Nationale Alleingänge sind dabei tunlichst zu vermeiden.

Steht dagegen stärker die Kontrolle einzelner Finanzintermediäre und der konkrete Anleger- und Verbraucherschutz im Vordergrund, dann dürfte es, wie in unserem Szenario 3, von Vorteil sein, eine integrierte und im Idealfall international tätige Aufsichtsbehörde mit Aufsichtskompetenz zu versehen. Dies würde der Grundüberlegung folgen, dass Stabilität bei allen Finanzdienstleistern konsequenterweise zu Stabilität des Finanzmarktes führt. Im Rahmen dieser Konstellation ist von gesetzgebender Seite dafür zu sorgen, dass gleiche Sachverhalte auch gleichen Regularien unterworfen werden, unabhängig davon, welchem konkreten Finanzdienstleistungssektor der Sachverhalt zuzuordnen ist. Solange unterschiedliche Regulierungsintensitäten vorherrschen, droht grundsätzlich Aufsichtarbitrage, entweder sektoraler oder regionaler Natur.

Auf mittlere Sicht (SVR 2007, S. 154 ff.) ist es wohl unumgänglich, einen einheitlichen Rahmen für die Finanzmarktaufsicht in der Europäischen Union zu schaffen. Über die (mehr oder weniger) neuen Finanzmarktprodukte im nationalen Rahmen zu verhandeln, macht wenig Sinn. Daher ist es nur zu begrüßen, dass sich das „Financial Stability Forum“ (FSF) der Aufgabe angenommen hat, Vorschläge für gemeinsame Richtlinien für die Bewertung komplexer, strukturierter Finanzmarktprodukte zu entwickeln. Damit sollen „Widerstandskräfte von Märkten und Instituten gegen Krisen gestärkt“ werden. Zugleich müsste wohl auch die Transparenz über Marktprozesse und -produkte verbessert werden. Der volkswirtschaftliche, besser: der weltwirtschaftliche Nutzen solcher Richtlinien steht und fällt am Ende aber mit ihrer Verbindlichkeit (vgl. Sell 2007).

## 7 LITERATURVERZEICHNIS

- Arnold, L.: *Makroökonomik*, 1. Auflage, Neue ökonomische Grundrisse, Tübingen Mohr 2003.
- BaFin, <http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?verz=0200000000&sprache=0&filter=&ntick=0>, 2007.
- Braumüller, P.: *Versicherungsaufsichtsrecht: Internationale Standards, europäische Richtlinien und österreichisches Recht*, Wien et al. 1999.
- Burghof, H.-P.: *Eigenkapitalnormen in der Theorie der Finanzintermediation*, Berlin 1998.
- Büschgen, H. E./Börner, C. J.: *Bankbetriebslehre*, 4. Auflage, Stuttgart 2003.
- Deutsche Bundesbank: Der Versicherungssektor als Finanzintermediär, in: *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, Heft 12 (Dezember) 2004, S. 31-42.
- Dewatripont, M./Tirole, J.: *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge 1993.
- Diamond, P./Dybvig, P. H.: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, June 1983, S. 401-419.
- Eisen, R.: Wettbewerb und Regulierung in der Versicherung: Die Rolle asymmetrischer Information, in: *Schweizer Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 121. Jg., Nr. 3, 1986, S. 339-358.
- Farny, D.: *Versicherungsbetriebslehre*, 3. Auflage, Karlsruhe 2000.
- Financial Times Deutschland (FTD): *Verschiedene Ausgaben*, Hamburg und Berlin 2007.
- Franz, W.: Finanzmarktkrise, in: *ZEWnews* November 2007, S. 8.
- Gäfgen, G. /Endres, A.: Regulierung und Versicherungswirtschaft: Kapitel 1: Die ökonomische Perspektive, in: FWU-Forschungsgesellschaft für Wettbewerb und Unternehmensorganisation m.b.H. (Hrsg.): *Versicherungsmärkte im Wettbewerb*, Baden-Baden 1989, S. 11-42.
- Gischer, H./Weiß, M.: Entwicklung der Immobilienpreise im Euroraum: Bestandsaufnahme und makroökonomische Konsequenzen, in: ifo Schnelldienst, 60. Jg., 40.-42. KW, Heft 19/2007, S. 27-42.
- Hajek, S. et al.: Im Feuer, in: *Die Wirtschaftswoche* Nr. 49/2007, S. 154 ff.
- Handelsblatt: *Verschiedene Ausgaben*, Düsseldorf 2007.
- Hartmann-Wendels, T./Pfingsten, A./Weber, M.: *Bankbetriebslehre*, 3. Auflage, Berlin et al. 2004.
- Hartung, T.: *Eigenkapitalregulierung bei Versicherungsunternehmen. Eine ökonomisch-risikotheorietische Analyse verschiedener Solvabilitätskonzeptionen*, Karlsruhe 2007.
- Horsch, A.: *Versichertenschutzfonds in der deutschen Assekuranz: Möglichkeiten und Grenzen ihres Einsatzes in der Kfz-Haftpflicht- und Lebensversicherung*, Wiesbaden 1998.

OECD: *Insurance Solvency Supervision: OECD Country Profiles*, Paris 2002.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR):  
*Das Erreichte nicht verspielen*. Jahresgutachten 2007/2008, Wiesbaden.

Sell, F. L.: Zerreißprobe für die Geldpolitik. Die Reaktion der Notenbanken auf die Finanzkrise schafft neue Inflationsrisiken – Liquiditätszufuhr ist kein Ersatz für eine wirksame Aufsicht. In: *Handelsblatt* Nr. 194 vom 09. 10. 2007, S. 11.

Sell, F. L., *Contagion in Financial Markets*. Edward Elgar Publishing Ltd. Cheltenham (UK) und Northampton, MA (USA) 2001.

Süddeutsche Zeitung: *Verschiedene Ausgaben*, München 2007.

Wirtschaftswoche: *Verschiedene Ausgaben*, Düsseldorf 2007.

Zweifel, P. /Eisen, R.: *Versicherungsökonomie*, Berlin et al. 2000.



## Diskussionsbeiträge des Instituts für Volkswirtschaftslehre Der Universität der Bundeswehr München

| Nummer          | Autor  | Titel  |
|-----------------|--|--|
| 1 (1989), Nr. 1 | Maneval, Helmut                                      | Die Belastbarkeit der Volkswirtschaft mit Verteidigungsaufgaben  |
| 1 (1989), Nr. 2 | Maneval, Helmut/<br>Rautsola, Pasi                   | Rüstungsimporte von Entwicklungsländern und die Weltschuldenkrise  |
| 1 (1989), Nr. 3 | Schulz, Wilfried/<br>Thiermann, Fritz                | Zum Problem der Aggregation von Angebotskurven und der Berechnung der Produzentenrente   |
| 2 (1990), Nr. 1 | Maneval, Helmut                                      | Theoretische und empirische Grundlagen zur volkswirtschaftlichen Untersuchung von Rüstungskonversion                                     |
| 2 (1990), Nr. 2 | Maneval, Helmut/<br>Neubauer, Günter                 | Untersuchungen über raumwirtschaftliche Wirkungen von Verteidigungsausgaben  |
| 2 (1990), Nr. 3 | Schulz, Wilfried                                     | Sozialistische versus Markt-Wirtschaft: Zum Versagen sozialistischer Planwirtschaften und zur Konzeption ordoliberaler Marktwirtschaften |
| 2 (1990), Nr. 4 | Maneval, Helmut/<br>Rautsola, Pasi                   | Militärausgaben, Ausfuhr und Wachstum: eine Anmerkung zu Rothschilds Hypothese   |
| 2 (1990), Nr. 5 | Neubauer, Günter                                     | Hypothesen zum staatlichen Interventionsbedarf in der gesetzlichen Krankenversicherung der Bundesrepublik Deutschland                    |
| 2 (1990), Nr. 6 | Dumke, Rolf H.                                       | Reassessing the Wirtschaftswunder: Reconstruction and Postwar Growth in West Germany in an International Context                         |
| 2 (1990), Nr. 7 | Dumke, Rolf H.                                       | Income Inequality in Prussia, 1875-1900: a Dualistic Approach  |
| 3 (1991), Nr. 1 | Schulz, Wilfried/<br>Gramer-Muck, Sabine             | Die Wiedervereinigung Deutschlands – eine überwiegend ökonomische Betrachtung  |
| 3 (1991), Nr. 2 | Maneval, Helmut/<br>Rautsola, Pasi/<br>Wiegert, Rolf | Military Spending and Economic Growth: A Comment on Cappelen, Gleditsch and Bjerkholt  |
| 3 (1991), Nr. 3 | Schulz, Wilfried/<br>Thiermann, Fritz                | Enrico Barones allwissender Produktionsminister und das sozial-ökonomische Optimum   |

Alle wiedergegebenen Meinungen sind die der Autoren und nicht die des Instituts.

---

|                 |  |   |
|-----------------|--|---|
| 3 (1991), Nr. 4 | Dumke, Rolf H.   | The Future of Economic History - One View, erschienen in: Scandinavian Economic History Review 40 (1992), Heft 3, S. 3-28.  |
| 3 (1991), Nr. 5 | Maneval, Helmut/<br>Kim, Chang-Kwon/<br>Sewing-Thunich, Gabriele | Militärausgaben, Sozialprodukt und Investition in der Bundesrepublik Deutschland 1961-1988  |
| 4 (1992), Nr. 1 | Maneval, Helmut  | Verteidigungspolitik, Abrüstung und Konversion: ein Überblick über die verteidigungsökonomischen Probleme   |
| 4 (1992), Nr. 2 | Kim, Chang-Kwon/<br>Maneval, Helmut/<br>Wiegert, Rolf            | Militärausgaben und Wirtschaftsprozess in der Bundesrepublik Deutschland 1960-1988  |
| 4 (1992), Nr. 3 | Schulz, Wilfried   | Reaktionsabschätzung im Duopol auf dem unvollkommenen Markt   |
| 4 (1992), Nr. 4 | Maneval, Helmut/<br>Kim, Chang-Kwon/<br>Sewing-Thunich, Gabriele | Auswirkungen und Determinanten von Verteidigungsausgaben: Test einiger Makro-Ansätze, angewandt auf die BRD.  |
| 5 (1993), Nr. 1 | Dumke, Rolf H.   | Knut Borchart, a Critical Appreciation [Review Essay], erschienen in: Business History Review 67 (1993), S.448-462.   |
| 5 (1993), Nr. 2 | Maneval, Helmut  | Country Survey: Defense Spending in West Germany  |
| 5 (1993), Nr. 3 | Dumke, Rolf H.   | Einkommensungleichheit und Wahlen in Preußischen Städten um 1900, eine empirische Analyse von gesellschaftlichen Kontroll- und Stabilisierungsmechanismen   |
| 6 (1994), Nr. 1 | Kim, Chang-Kwon/<br>Maneval, Helmut                              | Verteidigungsausgaben und privater Konsum in der Bundesrepublik Deutschland 1968-1991   |
| 6 (1994), Nr. 2 | Maneval, Helmut  | Überlegung zum Wandel in der Wirtschaft und beim Militär aus ökonomischer Sicht   |
| 6 (1994), Nr. 3 | Schulz, Wilfried   | Adolf Lampe und seine Bedeutung für die "Freiburger Kreise"   |
| 6 (1994), Nr. 4 | Dumke, Rolf H.   | German Economic Unification in the 19th Century: The Political Economy of the Zollverein, Part I erscheint September 2005 in: Kevin O'Rourke (Hrsg.): The International Trading System, Globalization and History, Vol. 2, Ch. 15, 'The Political Economy of the Foundation of the Zollverein', Cheltenham: Edward Elgar. |

---

---

|                 |   |  |
|-----------------|---|--|
| 6 (1994), Nr. 5 | Maneval, Helmut/<br>Haberhauer, Margarete               | Reale Kürzungen der deutschen Verteidigungsausgaben oder<br>irreale politische Zahlenspiele?                                     |
| 6 (1994), Nr. 6 | Dumke, Rolf H.  | Urban Inequality in Wilhelmine Germany   |
| 7 (1995), Nr. 1 | Haberhauer, Margarete                                   | Der Produktionsfaktor Arbeit bei der Bundeswehr: Faktormen-<br>gen   |
| 7 (1995), Nr. 2 | Schulz, Wilfried  | Adolf Lampe and his Importance for the German Resistance<br>of the "Freiburger Kreise" 1938-1944                                 |
| 7 (1995), Nr. 3 | Scholz, Christian/<br>Ziemes, Georg                     | Steuerwirkungen im Cournot-Oligopol  |
| 7 (1995), Nr. 4 | Park, Byeungkwan  | Zur Problematik der Deflation von Verteidigungsausgaben bei<br>ökonomischen Schätzungen  |
| 7 (1995), Nr. 5 | Scholz, Christian/<br>Ziemes, Georg                     | Endogenous Growth with Exhaustible Resources in an Econ-<br>omy with Monopolistic Competition                                    |
| 7 (1995), Nr. 6 | Scholz, Christian/<br>Ziemes, Georg                     | A Note on the Stability of the Oligopoly Solution  |
| 7 (1995), Nr. 7 | Maneval, Helmut/<br>Weber, Horst                        | Burden Sharing for Alliance Stability  |
| 8 (1996), Nr. 1 | Kaindl, Stefan/<br>Maneval, Helmut/<br>Park, Byeungkwan | Allokation der Verteidigungsausgaben der NATO  |
| 8 (1996), Nr. 2 | Maneval, Helmut/<br>Park, Byeungkwan                    | Militärausgaben, Ausfuhr und Wachstum: eine erneute Über-<br>prüfung der Hypothese Rothschilds                                   |
| 8 (1996), Nr. 3 | Haberhauer, Margarete                                   | Der Produktionsfaktor Arbeit bei der Bundeswehr: Faktorprei-<br>se   |
| 8 (1996), Nr. 4 | Schulz, Wilfried/<br>Schmitz, Peter                     | Monetäre und nicht-monetäre Kosten und Nutzen der deut-<br>schen Wiedervereinigung – Rückblick und Ausblick nach<br>sechs Jahren |
| 8 (1996), Nr. 5 | Haberbauer, Margarete                                   | Faktorsubstitution in den Streitkräften: Überblick über empiri-<br>sche Studien und Anwendung auf die Bundeswehr                 |
| 9 (1997), Nr. 1 | Maneval, Helmut   | Ein Beitrag zur Theorie militärischer Standorte (I)  |
| 9 (1997), Nr. 2 | Schnell, Jürgen   | Die Reform von Streitkräften – Grundsätze und Methoden   |

---

---

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| 10 (1998), Nr. 1 | Schulz, Wilfried/<br>Schmitz, Peter       | Monetäre und nicht-monetäre Kosten und Nutzen der deutschen Wiedervereinigung – Rückblick und Ausblick nach sieben Jahren              |
| 11 (1999), Nr. 1 | Schulz, Wilfried/<br>Schmitz, Peter       | Monetäre und nicht-monetäre Kosten und Nutzen der deutschen Wiedervereinigung – Rückblick und Ausblick nach neun Jahren                |
| 11 (1999), Nr. 2 | Llanes, Gregorio Izquierdo                | Harmonization and Tax Competition – Efficiency versus Fairness   |
| 11 (1999), Nr. 3 | Sell, Friedrich L./<br>Willmann, Markus   | Risiken für die Emerging Markets in Mittel- und Osteuropa vor dem Hintergrund der Erfahrungen Thailands, Mexikos und Tschechiens       |
| 11 (1999), Nr. 4 | Sell, Friedrich L./<br>Willmann, Markus   | Die EWWU als Club: positive und normative Implikationen für den Beitritt mittel- und osteuropäischer Reformstaaten                     |
| 11 (1999), Nr. 5 | Jochem, Axel                              | Währungspolitische Interdependenz der EU-Beitrittskandidaten und die Wahl eines geeigneten Wechselkurssystems                          |
| 12 (2000), Nr. 1 | Sell, Friedrich L.                        | Is There a Policy of Optimal Wage and Income Differentiation? A Macroeconomic Perspective  |
| 12 (2000), Nr. 2 | Jochem, Axel                              | Timing and Sequencing der Monetären Integration  |
| 13 (2001), Nr. 1 | Sell, Friedrich L.                        | Braucht es monetäre und reale Konvergenz für eine (in einer) Währungsunion? Anmerkungen zu einer aktuellen Debatte                     |
| 13 (2001), Nr. 2 | Sell, Friedrich L.                        | Fragmentierung – Außenhandel unter den Bedingungen vertikaler Globalisierung: Ein Überblick  |
| 14 (2002), Nr. 1 | Sell, Friedrich L.                        | Optimism, Pessimism and the Unforeseen: Modeling an Endogenous Business Cycle Driven by Strong Beliefs                                 |
| 14 (2002), Nr. 2 | Mittendorf, Marcus/<br>Sell, Friedrich L. | Die Ergebnisse des Bonner Klimagipfels: Strategisches Verhandeln unter den Bedingungen globaler Umweltgüter                            |
| 14 (2002), Nr. 3 | Bohl, Martin T/<br>Sell, Friedrich L.     | The Demand for Money by Private Firms in a Regulated Economy: Theoretical Underpinnings and Empirical Evidence for Germany 1960 – 1998 |
| 14 (2002), Nr. 4 | Bandulet, Martin/<br>Morasch, Karl        | Electronic Coordination in Oligopolistic Markets: Impact on Transport Costs and Product Differentiation                                |

---

---

|                  |   |  |
|------------------|---|--|
| 15 (2003), Nr. 1 | Sell, Friedrich L.                                | Allianzen zur Wiederherstellung internationaler Zahlungsfähigkeit: Ein Modell für Argentinien?   |
| 15 (2003), Nr. 2 | Sell, Friedrich L.                                | Die Stabilitätsprogramme der EU: Anspruch und Wirklichkeit in den ersten vier Jahren der Europäischen Währungsunion  |
| 15 (2003), Nr. 3 | Morasch, Karl                                     | Deciding about (De-)centralization of Industrial Policy: Delegation by a Central Authority vs. Bargaining of Regional Governments                                    |
| 15 (2003), Nr. 4 | Morasch, Karl/<br>Bandulet, Martin                | Would You like to be a Prosumer? Information Revelation, Personalization and Price Discrimination in Electronic Markets  |
| 16 (2004), Nr. 1 | Sell, Friedrich L.                                | Confidence and the Erosion of Confidence: Economic Functions and Effects   |
| 16 (2004), Nr. 2 | Sell, Friedrich L.                                | Währungspolitik im Dienste von Entwicklung: Immer noch ein Forschungsprogramm!   |
| 17 (2005), Nr. 1 | Sell, Friedrich L. /<br>Wiens, Marcus             | Vertrauen: Substitut oder Komplement zu formellen Institutionen?   |
| 17 (2005), Nr. 2 | Sell, Friedrich L.                                | Zins- und Geldmengensteuerung in der offenen Volkswirtschaft: Eine Reverenz an William Poole (und zugleich eine Kritik an der „Neuen Keynesianischen Makroökonomik“) |
| 18 (2006), Nr. 1 | Bartholomae, Florian W.                           | Trade and Pension Systems  |
| 18 (2006), Nr. 2 | Sell, Friedrich L.                                | The New Exchange Rate Policy in the Emerging Market Economies – with Special Emphasis on China   |
| 18 (2006), Nr. 3 | Sell, Friedrich L. /<br>Kermer, Silvio            | William Poole in der modernen Makroökonomik Exegese des ursprünglichen Beitrags und seiner Fortentwicklungen sowie Erweiterung für die offene Volkswirtschaft        |
| 18 (2006), Nr. 3 | Morasch, Karl/<br>Bartholomae, Florian            | Oil Price Indexing of Natural Gas Prices – An Economic Analysis  |
| 19 (2007), Nr. 1 | Sell, Friedrich L. /<br>M. Reidelhuber und andere | Vertrauen und Sozialkapital an einer wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität der Bundeswehr München und in Deutschland. Eine empirische Studie.       |
| 19 (2007) Nr. 2  | Sell, Friedrich L.                                | More about economic and non-economic determinants of (mutual) trust and trustworthiness  |
| 20 (2008) Nr. 1  | Hartung, Thomas/<br>Sell, Friedrich L.            | Auf der Suche nach der “optimalen” Finanzmarktaufsicht   |

---









