

## **Wer zähmt die Monster? Die Rolle der Politik bei der Strukturierung der nationalen und internationalen Finanzmärkte**

*Christine Scheel, stellvertretende Fraktionsvorsitzende der Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen*

Seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im August 2007 haben immer wieder prominente Vertreter aus der Finanzwelt sehr starke Worte gefunden, um vor den Risiken der deregulierten Geld- und Kapitalströme zu warnen. So soll der Chef der deutschen Finanzaufsicht, Jochen Sanio, schon im August 2007 vor der „größten Krise seit 1931“ (Hesse/Hulverscheidt 2008) gewarnt haben. Das war kurz nach Bekanntwerden der Probleme bei der IKB Deutsche Industriebank, die nur durch eine von Bundesregierung und Finanzaufsicht initiierte gemeinsame Aktion gerettet werden konnte, bei der sowohl die staatliche Kreditanstalt für Wiederaufbau als auch – in deutlich geringerem Umfang – die privaten Banken, die Sparkassen und die Genossenschaftsbanken beteiligt waren. Und im März 2008 erstaunte der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank, Josef Ackermann, die Öffentlichkeit mit seiner Äußerung: „Ich glaube nicht mehr an die Selbstheilungskraft der Märkte“ (Handelsblatt 2008). Diese wurde allgemein als ein Ruf nach dem Staat, nach mehr Regulierung, verstanden. Spätestens aber seit Bundespräsident Horst Köhler im Stern-Interview feststellte, dass „sich die Finanzmärkte zu einem Monster entwickelt haben, das in die Schranken gewiesen werden muss“ (Goergen et al. 2008), ist die Frage ihrer praktischen Regulierung anstatt weiterer Deregulierung wieder ganz oben auf der politischen Agenda.

### **1. Wie es zur Finanzmarktkrise kam**

Die Krise nahm auf dem US-Markt für zweitklassige Hypothekenkredite (Subprime) ihren Anfang. Hypothekenkredite wurden dort unter anderem wegen der recht laxen US-Geldpolitik zu sehr niedrigen, aber veränderbaren Zinsen auch an Hauskäufer mit nur sehr geringer Finanzkraft vergeben. Die Kreditgeber behielten diese an sich recht riskanten Kredite aber nicht in ihrem eigenen Haus. Vielmehr wurden sie in Paketen (sogenannten Asset Backed Securities, ABS) gebündelt, in verschiedene Risikoklassen strukturiert und auf dem Vertriebsmarkt weiter veräußert. Die Bewertung der Rückzahlbarkeit, also das sogenannte Rating für diese Wertpapiere durch international anerkannte Agenturen wie Standard & Poors, Moody's oder Fitch, war häufig so gut, dass viele Banken und andere Finanzmarktakteure bedenkenlos und begierig zugriffen. So gelangten diese Kreditpakete auch in die Bilanzen von Banken und institutionellen Anlegern oder in extra dafür gegründete Zweckgesellschaften deutscher Finanzinstitute. Sie wogen sich in einer durch die Ratingagenturen vermeintlich attestierten Sicherheit, die – wie wir heute wissen – keine war. Mit der Zinswende in den USA kam für viele kleine Hausbesitzer dort das Aus. Sie konnten ihre Kredite nicht mehr bedienen. Die darauf einsetzenden Zwangsversteigerungen trieben den Preisverfall für Häuser und Grundstücke auf dem amerikanischen Immobilienmarkt weiter voran. Jetzt – und damit viel zu spät – reagierten auch die Ratingagenturen und stufte die Bewertung für die verbrieften Kreditpakete nach unten. Die globalen Finanzmärkte waren geschockt. Zusätzlich wetteten Finanzspekulant erfolgreich auf den Kursverfall dieser Papiere. Ihr Wert verfiel

rapide, niemand wollte sie mehr kaufen, die Liquidität versiegte und damit offenbarte sich plötzlich ein riesiger Abschreibungsbedarf insbesondere in den Bankbilanzen. Die Deutsche Bank wie auch andere Großbanken in der Schweiz (UBS) oder den USA (City Bank, Morgan Stanley, Merrill Lynch) mussten gravierende Wertberichtigungen in ihren Bilanzen vornehmen. Besonders stark traf es in Deutschland einige Landesbanken wie die Sachsen LB, die WestLB, die Bayerische Landesbank und auch die private und börsennotierte Mittelstandsbank IKB. Sie wurden von der Kreditkrise heftig erfasst und mussten teilweise mit Beteiligung des Steuerzahlers gerettet werden, um ihre Insolvenz und damit Schlimmeres für den gesamten Finanzmarkt zu verhindern. Darüber hinaus werden die Wertberichtigungen in den Bankbilanzen zu Steuermindereinnahmen für die staatlichen Haushalte von Bund, Ländern und Gemeinden führen, das Ausmaß ist aber ungewiss.

## **2. Notenbanken und Kapitalzuflüsse aus Schwellenländern sichern Finanzmarktstabilität**

Das Wissen um die hohen Wertverluste gepaart mit der Unsicherheit, welche Banken diese zu tragen haben, führte zu einem rapiden Vertrauensverlust in die Finanzmärkte. Keine Bank wollte noch Geld an eine andere verleihen. Die Verteilung der liquiden Mittel zwischen den Banken funktionierte nicht mehr richtig. Die globale Vertrauenskrise drohte auf immer neue Märkte überzugreifen. Die amerikanische Notenbank (FED) und die Europäische Zentralbank (EZB) stellten deshalb dem Finanzmarkt in konzertierten Aktionen milliardenschwere Kredite, sogenannte Zinstender, zur Verfügung, um die Liquiditätsengpässe bei den Banken zu überbrücken. Aber auch durch den niedrigen Dollarkurs angelocktes Kapital aus Schwellenländern half den Finanzmärkten. Staatsfonds und andere Investoren der Schwellenländer halfen insbesondere den Banken in den USA und auch der Schweiz, die Finanzmarktkrise zu meistern. Finanzmarktakteure aus Nah- und Fernost traten auf den Markt und brachten einen Teil ihrer Devisenkapitalreserven als Beteiligung gegen eine recht hohe Verzinsung zur Stabilisierung der Großbanken ein (z. B.: GIC aus Singapur an der Schweizer UBS Bank mit 9,8 Milliarden US-Dollar oder Adia aus Abu Dhabi an Citygroup USA mit 7,5 Milliarden US-Dollar). Und die Großbanken werden auch im weiteren Jahresverlauf noch Kapitalbedarf haben. Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) hatten Banken im März 2008 erst 40 Prozent ihrer möglichen Gesamtverluste abgeschrieben.

## **3. Die tieferen Wirkungen der Finanzmarktkrise: Weltweiter Konjunktur-Boom kommt zu einem Ende**

Auch im Juni 2008, 10 Monate nach Ausbruch der Krise, gibt die EZB keine Entwarnung. Die Krise ist tiefer und dauert länger als erwartet. Ob die massiven Interventionen der Notenbanken ausreichen werden, um die Finanzmärkte auch weiterhin stabil zu halten, ist hochgradig unsicher. Denn der Herd, von dem sich die Krise ausbreitete, der amerikanische Hypothekenmarkt, ist noch nicht wieder zur Ruhe gekommen. Amerikanische Hausbesitzer haben durch die sinkenden Immobilienpreise schon 2,5 Billionen Dollar (1,6 Milliarden Euro) Vermögen eingebüßt. Die geschätzten Verluste in der Finanzbranche aus Immobilienkrediten

betragen schätzungsweise 500 Milliarden Dollar (320 Milliarden Euro) (Lachmann 2008). Ein Ende der Abwärtsspirale ist nicht in Sicht.

Nachdem die bundesrepublikanische Volkswirtschaft die Finanzmarktkrise bis Mitte 2008 erstaunlich gut bewältigt hatte, zeichnen sich nun erste Bremsspuren im Konjunkturverlauf ab. EZB-Präsident Jean-Claude Trichet hat im Juli 2008 eine Erhöhung des Leitzinses um 0,25 Prozentpunkte auf 4,25 Prozent verkündet (Süddeutsche Zeitung 2008). Angesichts einer Inflationsrate von 4,0 Prozent, der höchsten seit Einführung des Euro, kann das nicht verwundern, denn die Realzinsen tendieren damit gegen Null. Unternehmen werden für ihre Kredite also künftig tiefer in die Tasche greifen müssen. Auch der Höhenflug des Euro, der mit den Zinssenkungsschritten der amerikanischen Notenbank an Fahrt gewann, könnte wieder neuen Auftrieb bekommen. Die preisliche Wettbewerbsposition europäischer Anbieter auf den internationalen Märkten wird damit immer schwieriger. Hinzu kommt der hohe Ölpreis, der immer neue Rekorde nimmt und derzeit die 150 Dollar pro Barrel (159 Liter) Öl anpeilt. Zusammen mit der Preisexplosion bei anderen Rohstoffpreisen droht auch von dieser Seite eine deutliche Abkühlung der Weltkonjunktur, die mit Sicherheit auf den Exportweltmeister Deutschland durchschlagen wird. Alle Zeichen stehen für eine Abschwächung der Konjunktur in der Bundesrepublik: Das Kieler Weltwirtschaftsinstitut hat seine Wachstumsprognose für 2009 auf nur noch 1 Prozent abgesenkt (Boss et al. 2008: 20.33). Der Aufschwung am Arbeitsmarkt kommt damit wahrscheinlich zu einem Ende. Angesichts gravierender Rückwirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft ist eine bessere Regulierung der Finanzmarktakteure auf nationaler und internationaler Ebene unverzichtbar.

#### **4. Die Lehren der Finanzmarktkrise: Transparenz darf kein leeres Wort bleiben**

Krisen gehören zur Marktwirtschaft genauso dazu wie konjunkturelle Boomphasen. In den vergangenen Jahren wurden von vielen Marktakteuren bessere Regeln für die Finanzmärkte als überflüssige staatliche Eingriffe in funktionierende Märkte abgelehnt. Nun wenden sich dieselben Akteure in der Krise an den Staat. Josef Ackermanns Ruf nach der heilenden Hand des Staates ist der Offenbarungseid der Finanzspieler, weil die Finanzmärkte nicht mehr funktionieren und viele nicht mehr wissen, wie sie ihre Rechnungen bezahlen können. Aufgabe der Politik ist es, die Rahmenbedingungen so zu setzen, dass diejenigen, die Investitionsentscheidungen treffen und von den Gewinnen profitieren, auch diejenigen sind, die die Investitionsrisiken zu tragen haben. Es darf nicht passieren, dass Gewinne von den Finanzmarktakteuren privatisiert werden, für die Verluste aber die Bürgerinnen und Bürger zur Kasse gebeten werden.

Kaum ein anderer Markt ist so globalisiert wie der Finanzmarkt. Trotzdem verfügt die Politik über Möglichkeiten, die Rahmenbedingungen zu gestalten, und zwar auf nationaler, auf EU- oder auf internationaler Ebene. Im Kern muss jede neue Regulierung darauf abzielen, die Vorgänge auf den Finanzmärkten bekannt und verständlich zu machen. Investitionsrisiken müssen durch eine seriöse Bewertung kalkulierbar bleiben. Transparenz darf nicht länger eine Worthülse in Sonntagsreden sein, denn sie ist absolut unverzichtbar für die gute Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und für die Wiederherstellung des Vertrauens in sie.

#### **4.1 Risiken besser erkennbar machen und richtig bewerten**

Die in den Strudel der Krise geratenen Landesbanken, aber auch die private Mittelstandsbank (IKB) hatten ihre riskanten Finanzmarktgeschäfte bilanz- und eigenkapitalschonend in sogenannte Zweckgesellschaften ausgelagert. Diese Zweckgesellschaften gerieten in Refinanzierungsschwierigkeiten, als Zweifel am Wert ihrer Sicherheiten den Verbriefungsmarkt in eine Vertrauenskrise stürzten. Die Risiken schlugen nun auf die Bilanzen der Banken durch, die zum Teil nicht mehr aus eigener Kraft in der Lage waren, diese aufzufangen. Die Geschäftspolitik einiger Bankvorstände ging offensichtlich soweit, dass diese Zweckgesellschaften einer praktischen Kontrolle der Aufsichtsräte entzogen waren. Bei der IKB wurde noch im Sommer 2007 ein Wirtschaftsprüfungsbericht mit entlastendem Prüfungstestament dem Aufsichtsrat vorgelegt. Heute stellt sich die Frage, ob die Vorstände der Banken die riskanten Geschäfte verschleiert haben, oder ob es auch an der betriebsblinden Arbeit von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften lag, dass von der Bankbilanz ausgeklammerte Geschäfte nicht geprüft oder nicht für relevant gehalten wurden.

Zukünftig müssen alle Geschäfte einer Bank in der Bilanz adäquat aufgenommen und abgebildet werden. Die seit Januar 2008 in Kraft befindlichen Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung von Verbindlichkeiten (Regelwerk Basel II) bringen eine gewisse Verbesserung für die Bilanzkontrolle mit sich. Wirtschaftsprüfungsgesellschaften haben Risikopositionen zu benennen und zu bewerten. Aufsichtsräte erhalten hoffentlich jetzt transparentere Entscheidungsgrundlagen für die ihnen zukommende Kontrollfunktion gegenüber den jeweiligen Bankvorständen.

Die EU-Kommission will angesichts der Finanzmarktkrise die Eigenkapitalregeln durch eine erneute Änderung der Basel-II-Richtlinie weiter verschärfen. Die Banken sollen zu mehr Transparenz gezwungen werden. Die Vorschriften für Geschäfte außerhalb der Bilanz sollen verschärft werden (Scheerer 2008). Die Liquiditätsanforderungen bei Außenständen und die Regeln für die Vergabe von Großkrediten sollen angezogen werden. Darüber hinaus sollten aber auch Kredite an unregulierte Finanzinstitutionen wie Hedgefonds generell stärker mit Eigenkapital unterlegt werden müssen als Kredite an regulierte Institutionen wie Banken oder Versicherungen.

#### **4.2 Manager und Aufsichtsräte mehr in die Pflicht nehmen**

An erster Stelle in der Reihe der Verantwortlichen stehen die Vorstände der Unternehmen selbst. Sie haben falsche Entscheidungen getroffen, diese zu spät oder gar nicht revidiert und die Kapitalmärkte nur mit unzureichenden Informationen versorgt. Effiziente Kapitalmärkte brauchen aber verlässliche Informationen. Nur so können private und institutionelle Anlegerinnen und Anleger ihre Entscheidungen auf einer sinnvollen Grundlage treffen.

Vor Schadensersatzklagen mussten sich die widerrechtlich handelnden Vorstände bisher nicht fürchten. Erstens ist das Haftungsrecht so ausgestaltet, dass lediglich das Unternehmen intern Klage erheben kann. Dabei muss es jedoch meist durch den Aufsichtsrat zur Kla-

geerhebung kommen, der häufig eine zu geringe kritische Distanz zum Vorstand hat und eher von einer Klage absieht. Zweitens zeigen sich Manager von der Gefahr der Innenhaftung relativ unbeeindruckt, da sie häufig durch Versicherungen freigestellt sind. Sie haften letztlich nur im Falle vorsätzlicher Pflichtverletzungen persönlich.

Weil den Informationen am Kapitalmarkt eine sehr bedeutende Stellung zukommt, wäre eine zivilrechtliche Haftung derjenigen Manager sinnvoll, die für Inhalt und Verbreitung der Informationen verantwortlich sind. Eine solche persönliche Haftung ist in anderen Ländern längst Realität: Beispielsweise werden in den USA die Vorstände straf- und zivilrechtlich für Falschinformationen belangt. Sichern sich die Manager gegen solche Klagen mit einer Versicherung ab, sollte eine Selbstbeteiligung festgeschrieben werden. So sieht es der Deutsche Corporate Governance Kodex bereits vor. Andernfalls geht die Haftungsandrohung ins Leere.

Auch die Kontrollmechanismen innerhalb verschiedener Banken haben versagt: Die Aufsichtsräte bzw. Verwaltungsräte haben die Bankenvorstände nicht ausreichend kontrolliert. Für eine effektive Kontrolle bedarf es vor allem angemessener Fachkenntnisse der Aufsichtsräte, einer ausreichenden Informationsgrundlage sowie auch hier funktionierender Haftungsregeln. Die Grünen fordern deshalb die Zahl der Aufsichtsmandate auf fünf pro Person zu beschränken und den direkten Wechsel vom Vorstand in den Aufsichtsrat unmöglich zu machen (Bündnis 90/Die Grünen 2007: 3). Wenn Aufsichtsräte ihren Aufgaben nicht ordnungsgemäß nachkommen, müssen auch sie zur Rechenschaft gezogen werden. Haftungsnormen existieren zwar, deren Durchsetzbarkeit ist jedoch insbesondere seitens der Aktionäre stark eingeschränkt. Wenn Aufsichtsräten de facto keine Inanspruchnahme droht, bleibt die nachlässige Kontrollausübung an der Tagesordnung. Bei den Versicherungen gegen Haftungsschäden müssen deshalb auch die Aufsichtsräte zu einer Selbstbeteiligung verpflichtet werden.

#### ***4.3 Die Bewerter der Risiken: Bei Ratingagenturen reicht eine Selbstverpflichtung nicht aus***

An der Krise haben die Ratingagenturen maßgeblichen Anteil. Die Risiken der auf den Finanzmärkten gehandelten Wertpapiere, im Falle der aktuellen Subprime-Krise von Kreditderivaten, sind selbst für Profis schwer einzuschätzen. Hier kommen die Ratingagenturen ins Spiel. Sie geben einem Wertpapier quasi eine Note, und diese Note dient potenziellen Investoren weltweit zur Orientierung. Hat also ein Wertpapier die Note AAA erhalten, so war bei diesen Wertpapieren ein Zahlungsausfall praktisch ausgeschlossen und ihre Handelbarkeit scheinbar garantiert. Dass die Papiere dann plötzlich doch niemand mehr kaufen wollte, hat zu Zahlungsengpässen bei den Banken und der Intervention der Zentralbanken weltweit geführt. Es ist offensichtlich, dass ein zutreffendes und aktuelles Rating der gehandelten Papiere von entscheidender Bedeutung dafür ist, dass die Finanzmärkte ihre Funktion erfüllen können, nämlich Risiken zu übernehmen, Liquidität bereitzustellen und Investitionen zu finanzieren. Eine bessere Regulierung muss deshalb bei der Transparenz der von den Agen-

turen genutzten Ratingverfahren ansetzen und sicher stellen, dass es bei relevanten Veränderungen im Marktumfeld zu zügigen Anpassungen der Ratings kommt.

Die von den Ratingagenturen vergebenen Bewertungen spielen auch für die öffentliche Hand eine Rolle. Beispielsweise richtet sich der Zins auf Staatsanleihen auch nach den Ratings. Für die Höhe des Schuldendienstes eines Staates ist es also essenziell, wie seine Bewertung ausfällt. Auch bei der Kreditvergabe der Europäischen Zentralbank an die Geschäftsbanken spielen Ratings eine zentrale Rolle. Sind die von den Banken zur Kreditabsicherung hinterlegten Papiere von hoher Bonität, müssen sie weniger dieser Papiere bei der Zuteilung der EZB-Kredite bereitstellen. Nicht zuletzt sind auch die Refinanzierungsmöglichkeiten der Landesbanken von ihrem Rating abhängig, und das hat natürlich auch Auswirkungen auf die Sparkassen und deren Kundinnen und Kunden.

Die Ratingagenturen besetzen eine Schlüsselposition auf den Finanzmärkten. Sie sorgen – wenn ihre Bewertungen korrekt sind – für Transparenz und senken dadurch die Kosten der Marktteilnehmer. Nachdem es weltweit mit Moody's, Standard & Poor's und Fitch aber nur drei nennenswerte Anbieter gibt, kann bereits die Herabstufung eines Wertpapiers durch zwei Anbieter zu hektischen Verkäufen führen und die Finanzmärkte ins Schlingern bringen. Der Marktzugang für neue Anbieter muss deshalb leichter werden. Eine größere Anzahl von Anbietern ist wichtig, um durch eine breitere Bewertung die heftigen Reaktionen der Finanzmärkte zu mildern.

Die Agenturen unterliegen Interessenskonflikten. Sie werden von denjenigen bezahlt, deren Produkte sie mit Noten bewerten. Sind diese Bewertungen falsch oder nicht ordnungsgemäß erstellt, nehmen aber regelmäßig diejenigen Schaden, die auf die Bewertungen zurückgreifen und sich darauf verlassen. Diese Banken und Finanzinstitute haben nach derzeitiger Rechtslage aber keinen Anspruch gegen die Agenturen. Ohne Haftungsgrundlagen zieht ein Fehlverhalten der Agenturen nur die Gefahr einer Rufschädigung nach sich. Dass eine solche Rufschädigung aber rasch verhallt, hat der überschaubare Prestigeverlust aus vergangenen mitverursachten Krisen gezeigt. Um Interessenskonflikte bestmöglich zu vermeiden, muss das Geschäftsmodell der Ratingagenturen eine Änderung erfahren. Beratungsgeschäft und Bewertung müssen strikt getrennt sein. Die Bezahlung sollte vornehmlich durch die Nutzer der Ratings erfolgen – nicht wie bisher ausschließlich seitens der Bewerteten. Dies ist auch möglich, weil das Rating sich nicht in einer einzelnen Bewertung erschöpft, sondern ständig geprüft werden muss. Damit würden zugleich Fragen der Haftung geklärt, zumal dann vertragliche Beziehungen zwischen der Ratingagentur und den geschädigten Nutzern der Ratings bestünden. Bei groben Verstößen müssen Grundlagen für eine Haftung der Agenturen geschaffen werden. Die Argumentation, dass eine Haftung überflüssig sei, weil sich die Agenturen eine fahrlässige Bewertung und den resultierenden Vertrauensverlust nicht leisten könnten, verfängt nicht.

Der Verhaltenskodex, der 2004 von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) erlassen wurde und jetzt überarbeitet wurde, muss deshalb auf eine rechtlich verbindliche Grundlage gestellt werden. Solche Regelungen sind notwendig,

damit die Unabhängigkeit der Ratingagenturen gesichert ist und ihre Arbeitsweise transparent und nachvollziehbar wird.

#### **4.4 Hedgefonds und Private Equity müssen auf dem Radarschirm der Finanzaufsicht besser sichtbar werden**

Hedgefonds sind Kapitalsammelstellen, die das Kapital ihrer Investoren ganz frei und flexibel in die unterschiedlichsten Finanzprodukte investieren können. Sie können deshalb je nach ihrer gewählten Anlagestrategie, etwa bei fallenden Aktienkursen oder steigenden Rohstoffpreisen, Geld verdienen. Das Phänomen Hedgefonds ist hoch umstritten. Die einen kritisieren Hedgefonds, weil sie vorhandene Trends verstärken können und dadurch Instabilität in die Märkte bringen. Die anderen halten Hedgefonds für unverzichtbar, weil sie vorhandene Trends auch abschwächen können und dadurch Marktübertreibungen verhindern. Beides ist – abhängig von der jeweiligen Situation und vom konkreten Hedgefonds – richtig, beides konnte man in der Vergangenheit auch deutlich beobachten.<sup>1</sup> Hedgefonds unterliegen nicht der Finanzmarktaufsicht. Die Hauptakteure gefährlicher Übertreibungen tauchen auf dem Radarschirm der Kontrolleure also nicht einmal auf. Dabei verwalten Hedgefonds weltweit fast 2.000 Milliarden US-Dollar und haben erhebliche Bedeutung für die Finanzstabilität. Es sind die exorbitant hohen Kreditfinanzierungen, die Hedgefonds zu einem Risiko für das gesamte Finanzsystem machen können. Mehr Transparenz über Hedgefonds-Aktivitäten ist also absolut notwendig. Um aber das Phänomen Hedgefonds tatsächlich umfassend beherrschbar und kontrollierbar zu machen, braucht es letztlich weltweit abgestimmte Regeln und die grenzüberschreitende Kooperation der nationalen Aufsichtsbehörden. Denn die meisten der 2006 weltweit rund 9.000 Hedgefonds (Utzig 2007: 9) haben ihren Sitz in Off-Shore-Zentren, wo sie für nationale Kontrollbehörden faktisch unerreichbar sind.

Auch für die Hedgefonds müssen verbindliche Regeln gelten. Der von amerikanischer und britischer Seite signalisierte freiwillige Verhaltenskodex ist ein Schritt in die richtige Richtung, reicht aber nicht aus. Darüber hinaus ist es notwendig, dass Hedgefonds einer Registrierungspflicht unterliegen und dass sie künftig ihre spekulativen Leerverkäufe melden. Denn diese sind eine der Ursachen für die immer wieder auftretende Instabilität der Finanzmärkte. Bei einem Leerverkauf leihen sich Hedgefonds von anderen Investoren gegen eine vereinbarte Gebühr Wertpapiere, um sie dann zu verkaufen. Die Hedgefonds spekulieren dann auf fallende Kurse der verkauften Wertpapiere, so dass sie diese zu einem späteren Zeitpunkt günstiger zurückkaufen können. Geht die Rechnung allerdings nicht auf, weil der Kurs des Wertpapiers wider Erwarten steigt, realisieren die Hedgefonds einen entsprechenden Verlust, denn spätestens zum Rückgabetermin müssen sie die Wertpapiere zu den höheren Preisen zurück kaufen. Informationen zu Leerverkäufen könnten für die anderen Anleger ein erhellendes Licht auf plötzliche Kursbewegungen werfen. Ebenso könnten Informationen zum Verschuldungsgrad der Hedgefonds die Risikoabschätzung der anderen Marktteilnehmer erleichtern und auf eine realistischere Grundlage stellen.

---

<sup>1</sup> So realisierte der US-Hedgefonds Amaranth Milliardenverluste wegen unerwartet stark fallender Gaspreise in den USA.

Der nächste Schritt ist dann die direkte Regulierung, zum Beispiel durch Vorschriften zur Risikostreuung der Anlagen und eine Einschränkung der Kreditfinanzierung durch die Erhöhung des als Sicherheit zu hinterlegenden Eigenkapitals der Banken. Als zentraler Risikokontrollleur könnte der Internationale Währungsfonds auftreten. Dort könnten sich die Hedgefonds registrieren lassen und Leerverkäufe anmelden. Der IWF hätte damit die Übersicht über die Aktivitäten der Hedgefonds-Branche. Die G8-Staaten müssen Druck auf die Regulierungsoszen ausüben, also auf Staaten, die sich Hedgefonds-Regulierungen verweigern.

Die Tätigkeit von privaten Beteiligungskapitalfonds, den sogenannten Private-Equity-Gesellschaften, ist besonders seit der „Heuschreckendebatte“ in den Fokus der öffentlichen Aufmerksamkeit geraten. Diese Debatte war im Jahr 2005 vom damaligen SPD-Vorsitzenden, Franz Müntefering, angestoßen worden.

Obwohl vom Charakter her weniger spekulativ als Hedgefonds, haben auch einige wenige Private-Equity-Gesellschaften zu den Überschwängen am Markt für Kreditderivate beigetragen. Das Problem hier: Die Gesellschaften bürden den übernommenen Unternehmen häufig diejenigen Kredite auf, mit denen sie die Übernahme finanziert haben. Die Bank, welche die Kredite zur Verfügung stellt, verbrieft diese wiederum ähnlich den Subprime-Krediten und bietet sie am Kapitalmarkt an. Damit ziehen sich Investor wie auch Bank aus der Affäre und bürden das Risiko dem Unternehmen auf. Die Kreditrisiken in Form der kreditbesicherten Wertpapiere ihrerseits schlummern in den Portfolios von unbeaufsichtigten Finanzinvestoren. Voraussetzungen für stabile Finanzmärkte sehen anders aus. Es ist deshalb notwendig eine Übertragung von bis zu 100 Prozent der Kredite auf die Unternehmen verhindern. Dafür soll – wie bei den Hedgefonds – die Hinterlegungsanforderung der Banken bei ihren Krediten an Private-Equity-Unternehmen erhöht werden. Es geht nicht darum, die für die Finanzierung von wichtigen Innovationen unverzichtbaren Private-Equity-Gesellschaften zu dämonisieren. Die allermeisten Private-Equity-Gesellschaften gehen verantwortungsvoll bei der Finanzierung von Unternehmen vor (Schäfer 2008). Bei den heutigen Investitionssummen ist es inzwischen normal, dass auch mittelständische Unternehmen auf das Kapital internationaler Finanzmärkte und damit auf Finanzinvestoren angewiesen sind. Die positiven Wirkungen von Beteiligungskapital sollen erhalten bleiben. Ziel der Regulierung ist es lediglich die Hebelwirkung aus den Geschäften von Private-Equity-Gesellschaften zu begrenzen, damit sie die übernommenen Unternehmen nachhaltig und verantwortungsvoll betreiben. Eine gesunde Übernahmefinanzierung, die Eigenkapital und Verbriefungen von Krediten in angemessenem Umfang verbindet, sorgt für Finanzplatzstabilität und mindert das Risiko für die Unternehmen.

#### ***4.5 Finanzmarktaufsicht muss auf allen Ebenen gestärkt werden***

Die Finanzmarktaufsicht muss schlagkräftiger, demokratischer und europäischer werden. Die Bundesregierung hat die nationale Finanzmarktaufsicht mit dem Aufsichtsstrukturmodernisierungsgesetz längst nicht adäquat geregelt, sondern das Pferd von hinten aufgezäumt. Zuerst hätte eine effektive und verbraucherorientierte Finanzaufsicht neu geregelt werden müssen, bevor die formale Struktur der Leitung überarbeitet wird. Außerdem ist durch die Reform der

Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) eher geschwächt als gestärkt, denn die Leitung der BaFin wurde von einem Präsidialmodell in ein fünfköpfiges Kollegialorgan umgewandelt.

Das eigentlich dringende Problem, nämlich eine eindeutigere und überschneidungsfreie Zuordnung von Aufsichtskompetenzen im Bereich der Bankenaufsicht, die sich derzeit Bundesbank und BaFin teilen, hat die Bundesregierung selbst nicht angepackt, sondern den Streitenden von BaFin und Bundesbank zur Selbstregulierung überlassen. Die Bundesregierung hat bisher keine praktischen Konsequenzen aus dem Finanzmarktdebakel für mehrere deutsche Banken gezogen. Dabei wissen alle, dass sich die Parallelkontrolle von Bundesbank und BaFin bereits als unvorteilhaft herausgestellt hat. Die Bundesbank sollte in die Arbeit der BaFin eingebunden werden und sie so mit geldpolitischen Informationen versorgen. Einer Stärkung der BaFin und einer starken Stellung ihrer Leitung muss eine bessere und öffentlichere Kontrolle ihrer Tätigkeit gegenüber stehen. Dafür ist mehr Öffentlichkeit bei der Bestellung der BaFin-Leitung notwendig. Nur wenn der Präsident oder die Präsidentin der Aufsichtsbehörde öffentlich Auskunft über sein oder ihr Amtsverständnis und Arbeitsweise geben muss, gelingt die Ausrichtung an den Interessen aller Marktakteure, auch der Verbraucherinnen und Verbraucher. Nur so kann die Öffentlichkeit mehr Druck ausüben, um dem Verbraucherschutz eine angemessene Bedeutung zu verschaffen.

Die BaFin ist gegenwärtig nicht gut genug für ihre Aufgaben ausgestattet. Sie prüft zu wenig mit eigenem Personal und muss – auch aus besoldungsrechtlichen Gründen – Prüfungen an externe Gutachter abgeben. Dadurch entstehen Informationsverluste, die es zu beseitigen gilt. Die BaFin braucht deswegen qualifizierte und besser als bisher bezahlte Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Um an dieser Stelle eine Verbesserung zu erreichen, ist ein haushaltsrelevanter Stellenaufbau nicht notwendig. Denn die BaFin wird zu 100 Prozent durch eine Umlage der Banken, Versicherungen und Kapitalmarktunternehmen und nicht durch Steuern finanziert.

Es fehlt an einer schlagkräftigen europäischen Finanzmarktaufsicht, die in der Lage ist, das „Monster“ Finanzmärkte zu zähmen. Die EU-Mitgliedsländer müssen der Integration der Finanzmärkte eine passende Aufsichtsstruktur folgen lassen. Sie muss eine Allfinanzaufsicht sein, die auch dem Anlegerschutz verpflichtet ist. Eine EU-Superbehörde ist aber nicht notwendig. Die Bundesregierung muss die Initiative ergreifen, um endlich eine politische Einigung über die Etablierung eines europäischen Systems der Finanzaufsichtsbehörden herbeizuführen. Notwendig ist, wie auf nationaler Ebene, eine klare Verantwortlichkeit aller Akteure gegenüber den jeweiligen Parlamenten.

Berlin, Juli 2008

## Literaturverzeichnis

Boss, Alfred/Dovern, Jonas/Meier, Carsten-Patrick/Scheid, Joachim (2008): Konjunktur in Deutschland schwächt sich deutlich ab. In: Institut für Weltwirtschaft Kiel (Hrsg.): Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2008 (Kieler Diskussionsbeiträge 454/455). <http://www.ifw-kiel.de/pub/kd/2008/kd454-455.pdf> (20–37) (Zugriff am 27.6.2008).

Bündnis 90/Die Grünen (2007): Antrag der Bundestagsfraktion „Finanzmärkte stabilisieren“. Bundestags-Drucksache 16/7531, 12.12.2007. <http://dip.bundestag.de/btd/16/075/1607531.pdf> (Zugriff am 27.6.2008).

Handelsblatt (2008): OECD: Finanzkrise trifft vor allem USA. 20.3.2008. <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/oecd-finanzkrise-trifft-vor-allem-usa;1407025> (Zugriff am 27.6.2008).

Hesse, Martin/Hulverscheidt, Claus (2008): Kreditklemme am US-Immobilienmarkt: Finanzaufsicht warnt vor „größter Krise seit 1931“. Süddeutsche Zeitung vom 2.8.2008. <http://www.sueddeutsche.de/finanzen/artikel/467/126273/> (27.6.2008).

Marc Goergen, Marc/Jörges, Hans-Ulrich/Vornbäumen, Axel (2008): Horst Köhler: „Die Finanzmärkte sind zu einem Monster geworden (Interview mit dem Bundespräsidenten), Stern 21/2008, S. 44. [http://www.stern.de/politik/deutschland/621111.html?p=2&nv=ct\\_cb](http://www.stern.de/politik/deutschland/621111.html?p=2&nv=ct_cb) (27.6.2008).

Lachmann, Desmond (2008): Eine Abwärtsspirale droht (Der ökonomische Gastkommentar). Handelsblatt vom 10.6.2008, S. 8.

Schäfer, Dorothea (2008): Angst vor Finanzinvestoren unbegründet. In: Wochenbericht des DIW Berlin Nr. 11/2008, S. 125–131.

Scheerer, Michael (2008): EU macht Druck: Die Kommission will die Eigenkapitalregeln verschärfen und Banken zu mehr Transparenz zwingen. Handelsblatt vom 25.2.2008, 22.

Süddeutsche Zeitung (2008): Zentralbank dreht an der Zinsschraube. 3.7.2008. <http://www.sueddeutsche.de/finanzen/artikel/529/183955/> (Zugriff am 8.7.2008).

Utzig, Siegfried (2007): Hedge-Fonds und ihre Risiken. Gefahren für die Finanzstabilität? In: die bank. Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis, 8/2007, S. 8 – 14.