

# Grundlagen einer neuen Finanzmarktarchitektur

von Prof. Dr. Max Otte<sup>1</sup>

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst ließ Angela Merkel verlauten, dass in Zukunft „jeder Akteur, jede Region und jedes Produkt“ sinnvoll reguliert werden müsse. Diese Formulierung wurde Bestandteil der Abschlusserklärung des G-20-Gipfels im Washington im November 2008.<sup>2</sup> In einer viel beachteten Rede vom 15.10.2008 sagte der damalige Bundesfinanzminister Peer Steinbrück: „Wenn es auf den Weltfinanzmärkten brennt, dann muss gelöscht werden, auch wenn es sich um Brandstiftung handelt.“ Anschließend müssten die Brandstifter aber daran gehindert werden, so etwas wieder zu tun. Die Brandbeschleuniger müssten verboten und für einen besseren Brandschutz gesorgt werden.<sup>3</sup> Mit anderen Worten: es muss eine angemessene Regulierung erfolgen. 24. Juni 2010 wiederholte die Bundeskanzlerin vor dem Beginn des G-20-Gipfels in Toronto diese Forderung – ein Hinweis darauf, dass die Fortschritte in den dazwischenliegenden gut eineinhalb Jahren unbefriedigend waren.<sup>4</sup>

In diesem Beitrag soll aufgezeigt werden, wie eine Finanzmarktarchitektur aussehen müsste, welche größtmögliche Stabilität für die Weltwirtschaft schaffen würde. Dabei konzentriert sich der Beitrag auf das Bankensystem und den Finanzmarkt, also die Regulierung der privaten Akteure. Zahlungsbilanzfragen, Staatsschulden und Währungen – also die Gestaltung der Außenwirtschafts- und Geldpolitik der Staaten – werden nicht betrachtet.

---

<sup>1</sup> Max Otte, Ph.D., M.A., Dipl.-Volkswirt ist Professor für internationale und allgemeine Betriebswirtschaftslehre (C-3) an der FH Worms University of Applied Sciences. In *Der Crash kommt* (Berlin 2006) sagte er eine Finanzkrise großen Ausmaßes voraus, die durch U.S.-Subprime-Papiere und globale ökonomische Ungleichgewichte ausgelöst und wahrscheinlich 2008, sicher aber zwischen 2007 und 2010 mit der Wucht eines Tsunami eintreffen würde. Otte ist auch Praktiker der Kapitalmärkte und managt erfolgreich einen eigenen nachhaltigen Hedgefonds, den PI Global Value Fonds (WKN: A0NE9G), der ohne Derivate und Verschuldung regelmäßig hohe Renditen erzielt.

<sup>2</sup> <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/weltfinanzgipfel118.html>

<sup>3</sup>

[http://www.bundesfinanzministerium.de/nm\\_69116/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Finanz\\_\\_und\\_\\_Wirtschaftspolitik/Finanzpolitik/124\\_\\_oeffentliche\\_\\_Finanzmaerkte.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bundesfinanzministerium.de/nm_69116/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Finanz__und__Wirtschaftspolitik/Finanzpolitik/124__oeffentliche__Finanzmaerkte.html?__nnn=true)

<sup>4</sup> „Vor dem G-20-Gipfel: Merkel weist Kritik Obamas am Sparkurs zurück“, 24.06.2010, online unter: <http://www.faz.net/s/Rub594835B672714A1DB1A121534F010EE1/Doc~E50D588CCBB7B44BB8A1823B991A4C256~ATpl~Ecommon~Scontent.html>

## Warum Finanzmärkte besonders streng reguliert werden müssen<sup>5</sup>

Finanzmärkte bergen besondere systemische Risiken. Banken arbeiten mit wesentlich geringeren Eigenkapitalquoten als andere Unternehmen. Rutscht ein Institut in die Insolvenz, sehen die Kunden dieser Bank mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Einlagen nicht wieder. Die Insolvenz kann sich in Form einer Kettenreaktion fortsetzen und andere Institute in die Insolvenz ziehen. Finanzinstitutionen gehören daher besonders strengen Regeln unterworfen, Regeln, die insbesondere die Kapitalausstattung, die Transparenz der Rechnungslegung, die Art der Geschäfte und die Produkte betreffen sollten. Wenn systemrelevante Banken zahlungsunfähig werden oder wenn das Vertrauen der Banken untereinander empfindlich gestört wird, kann die ganze Weltwirtschaft in den Abgrund stürzen. Das ist der Weltgemeinschaft seit dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers klar. Es hätte auch schon vorher bekannt sein können.<sup>6</sup>

Hinzu kommt: entgegen der auch unter Ökonomen weit verbreiteten Meinung verhalten sich Finanzmärkte verhalten kurz- und mittelfristig höchst irrational. Anlegerentscheidungen – und zwar oft auch die von professionellen Anlegern – werden von Mechanismen im Hirn gesteuert, die zum Teil auf die Reptilienzeit zurückgehen.<sup>7</sup> Diese empirisch mittlerweile vielfach verifizierte Erkenntnis der modernen finanzwissenschaftlichen Forschung hat allerdings noch kaum zu einer Überarbeitung unserer Makromodelle geführt, in denen fast durchgängig noch rationale Finanzmärkte vorausgesetzt werden. Fast kann man von einem a priori bestehenden Glauben, einer „Religion der Marktwirtschaft“ sprechen, die trotz der vielfachen Unfälle und Blasen der letzten Jahre nicht wirklich hinterfragt wird.<sup>8</sup>

Tatsächlich sind unregulierte Finanzmärkte geradezu prädestiniert für Blasenbildungen. Hierzu tragen Geschwindigkeit diese Märkte, Komplexität der Konstrukte, massive Informationsasymmetrien, gleichgerichtetes Verhalten (das allerdings oft nicht kartellrechtlich relevant ist, sondern auf einer impliziten Koordination von Aktionen beruht)

---

<sup>5</sup> erstmalig veröffentlicht in: ifo-Schnelldienst 13/2010.

<sup>6</sup> In „Der Crash kommt“ (Berlin 2006) sagte ich eine Finanzkrise erheblichen Ausmaßes, die mit der „Wucht eines Tsunami“ im Zeitraum zwischen 2007 und 2010, wahrscheinlich 2008 auftreten würde und die durch U.S.-Subprime-Papiere und globale ökonomische Ungleichgewichte ausgelöst würde, voraus. Der Internationale Währungsfonds warnte 2007 im Global Financial Stability Report vor denselben Entwicklungen, relativierte seine Warnungen aber direkt wieder. *Internationaler Währungsfond (Hg.)*, Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues, Apr. 2007, S. 3 ff.

<sup>7</sup> Otte, M.: Der Crash kommt, München 2009, S. 43 ff., Der Crash kommt; Montier, J.: Behavioural Investing – A practitioner’s guide to applying behavioural finance, Hoboken 2007; Bookstaber, R.: Demon of our Own Design – Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation, Hoboken 2007; Reinhart, C.M./Rogoff, K.: This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly, Princeton 2009.

<sup>8</sup> Otte, M.: Die Finanzkrise, die Ökonomen, der „Crashprophet“ und die Wissenschaft von der Ökonomie, Kölner Vorträge für Wirtschafts- und Sozialgeschichte, xx.xx.xxxx erscheint

bei. Finanzmärkte sind daher hoch krisenanfällig und müssen mehr als die meisten anderen Märkte streng reguliert werden.<sup>9</sup>

### **Raubtierkapitalismus, Moral Hazard und das Wolfsrudel**

Der von Altbundeskanzler Helmut Schmidt geprägte Begriff „Raubtierkapitalismus“ bezeichnet die jetzige Situation recht gut. In volatilen Märkten kommen die am besten informierten Finanzmarktakteure – oder auch nur die Akteure mit den besten Reflexen, eben die „Raubtiere“ – hervorragend zurecht. Sie können in steigenden und fallenden Märkten Geld verdienen, je mehr, desto weniger Regeln sie unterworfen sind. Es besteht also eine Art „Nahrungskette“, an deren Spitze die Investmentbanken und Hedgefonds stehen, und an deren Spitze wiederum Goldman Sachs und einige wenige andere Institutionen. Hier geht es nicht um straf- oder kartellrechtlich relevante Verstöße oder „Verschwörungen“, obwohl Goldman Sachs diesbezüglich gerade untersucht wird, sondern um eine Hierarchie der Akteure.

Akteure der Realwirtschaft (Unternehmen, insbesondere Mittelständler, Banken mit regionalem Kreditgeschäft, Kleinsparer, Arbeitnehmer) sind durch ihr reales Geschäft oder auch strenge Regeln gebunden und weniger beweglich. Lagerbestände, Mitarbeiter, Kapitalausstattung oder Verträge lassen sich eben nicht mit der Geschwindigkeit von Finanzmärkten „anpassen“. Gerät ein mittelständisches Unternehmen aufgrund der gegen die Realwirtschaft zugunsten der Spekulationswirtschaft prozyklisch konstruierten Eigenkapitalregeln von Basel II oder des prozyklischen fair value accounting in Bedrängnis, muss es z.T. erdrückende Zinskonditionen akzeptieren oder gleich eine „Private-Equity-Beteiligung“ mit Renditeforderungen von 20 Prozent und mehr akzeptieren.<sup>10</sup>

Hier sollte also auch der Begriff des „internationalen Finanzkapitals“ entstaubt und auf seine Nützlichkeit untersucht werden.<sup>11</sup> Letztlich beschreibt dieser Begriff nur, dass es Unterschiede in der Funktionsweise von international beweglichem Kapital (Hedgefonds, Großbanken, Family Offices, Großkonzerne, Manager in Großkonzernen) und national, bzw. regional verankertem Kapital (Mittelständler, Arbeitnehmer, Volks- und Raiffeisenbanken, Sparkassen, Kleinsparer) gibt, die gelegentlich zu Interessengegensätzen führen können. Diese Interessengegensätze müssen offen angesprochen und politisch austariert werden.

---

<sup>9</sup> Vgl. Kapoor, S.: What should the banking system look like?, online unter <http://re-define.org/future-finance>.

<sup>10</sup> Gschrey, E.: IAS 39 als 39 als „Brandbeschleuniger in der Krise? (IAS 39: Adding Fuel to the Fire During the Crisis?, in: Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft 2010, S. 51 – 56.

<sup>11</sup> Otte, M.: Volks- und Raiffeisenbanken als Stabilitätsfaktor in Wirtschaftskrisen – Eine polit- und institutionenökonomische Perspektive, in ZfGG, Zeitschrift für das Gesamte Genossenschaftswesen, Band 61 (2010).

Die Spekulation mit ungedeckten Leerverkäufen oder Credit Default Swaps gegen Länder oder Währungsgebiete lässt sich mit einer Feuerversicherung vergleichen. Ein Spekulant erwirbt eine Feuerversicherung auf ein Haus in einem bestimmten Stadtteil. Nun verbreitet er seine Meinung, dass diese Gegend besonders feuergefährdet sei. (So etwas ist in Form von Analystenmeinungen und Konferenzen schnell möglich und meistens keinesfalls straf- oder kartellrechtlich relevant, es sei denn, man stellt sich besonders dumm an. Oftmals reicht es auch den Märkten, zu wissen, dass sich ein bestimmter Akteur in einer bestimmten Weise engagiert hat.) Es werden mehr Versicherungen nachgefragt. Also Folge steigen die Versicherungsprämien.

Der schwedische Finanzminister Anders Borg nannte Sprach vom „Wolfspack der Spekulanten“.<sup>12</sup> Im Prinzip trifft dieses Bild die Dynamik der oben erwähnten Spekulation. Sollte ein Spekulationsobjekt der Realwirtschaft ökonomische Schwächen aufweisen (oder nur den Anschein solcher Schwäche erweisen, kann – wie zum Beispiel im Falle von Staatschulden durch den massiven Einsatz von Credit Default Swaps – die Spekulation sich selbst verstärkende Wirkungen erzeugen. Dies wurde am Beispiel der griechischen Staatsanleihen deutlich. Eine „Kausalität“ ist hierbei schwer nachzuweisen, wohl aber der typische Ablauf eines solchen Prozesses. (Er könnte im Falle der Spekulation auf Wertsteigerungen auch in die andere Richtung laufen.) Diese „Welt voller Blasen“ kann nicht im Sinne einer stabilen realwirtschaftlichen Entwicklung sein.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> David Crossland: Europe rushes to save Euro from ‚wolf pack‘, The National, 9.5.2010, online unter: <http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100509/BUSINESS/705099882/1005/rss>

<sup>13</sup> Sven Afhüppe, Wolfgang Reuter: Eine Welt voller Blasen, Der Spiegel 13/2005, 26.03.2005.

## **Hypertrophe Spekulationsmärkte und Spekulationsförderungswirtschaft<sup>14</sup>**

Der Milliardär Charlie Munger, kongenialer Partner des U.S.-Superinvestors Warren Buffett, veröffentlichte im Februar 2010 seine „Parabel, wie ein Land in den finanziellen Ruin schlitterte.“<sup>15</sup> Darin schildert er, wie eine einstmalig fleißige, sparsame und konservative Nation wohlhabend wird und das Spielen in Casinos entdeckte sowie langsam der Spielsucht verfiel. „So kam es, dass die Gewinne der Casinos schließlich 25 Prozent des Bruttoinlandsproduktes ausmachte und 22 aller Löhne und Gehälter an Casinoangestellte gingen (von denen viele Ingenieure waren, die man dringend anderswo benötigt hätte).“ Irgendwann stand das Land vor einem Problem – die Exporte, die früher 25 des BIP betragen hatten, lagen nun bei 10 Prozent, die Importe waren von 15 auf 30 Prozent gestiegen. Ein weiser Mann wurde gefragt, der viele kluge Vorschläge machte, wie man die Spielsucht in den Casinos einschränken könne. Munger schreibt weiter, dass die Ratschläge eines weisen Mannes weitgehend ignoriert wurden und dass die Ökonomen des Landes in Mehrheit deutlich gegen eine solche Regulierung waren, weil sie der Meinung waren, dass alle Resultate des Marktes effizient seien. Auch die Banken und Casinos widersetzten sich. So war der Abstieg des Landes unaufhaltsam.

Wir leben in einer Welt hypertropher Finanzmärkte, in der sich die kapitalmarktorientierten Banken, Hedgefonds und spekulativen Finanzakteure aufgrund der eigenen Lobbykraft die Regeln zum eigenen Nutzen und zum Schaden der Realwirtschaft und der realwirtschaftlich engagierten Banken schreiben – sei es bei den Eigenkapitalanforderungen, im Fair Value Accounting oder bei der Regulierung von Produkten und Geschäftsmodellen. Es war nicht eine Gruppe von Akteuren, die in der Finanzmarktkrise versagt hat, sondern so ziemlich alle Gruppen: Notenbanken, Investmentbanken, Ratingagenturen, Wirtschaftsprüfer und Politik. Wenn auch nur eine dieser Gruppen „richtig“ gehandelt hätte, wäre es nicht so weit gekommen. Insofern kann man schon von Systemversagen sprechen.<sup>16</sup> Indem die Spekulationswirtschaft die Eigenkapitalanforderungen bewusst niedrig hält, die Gewinne der Spekulation einstreicht und die eventuellen Kosten von Fehlspekulationen sozialisiert, wird gegen elementare Regeln einer Marktwirtschaft verstoßen, dass nämlich Kaufleute mit ihrem Namen und Kapital haften.<sup>17</sup> Die kapitalmarktorientierten Akteure verhalten sich konsequenterweise oftmals parasitär.

---

<sup>14</sup> ifo-Schnelldienst 13/2010.

<sup>15</sup> Munger, C.T.: Basically, It's Over. A parable about how one nation came to financial ruin, 21.02.2010, online unter <http://www.slate.com/id/2245328>

<sup>16</sup> Otte, M.: xx Aus Politik und Zeitgeschichte,

<sup>17</sup> Sinn, H.W.: Kasino-Kapitalismus, Berlin 2009.

Finanzinnovationen sind nicht per se etwas Schlechtes. Aber sie sind mit großer Vorsicht zu genießen. In „Manien, Paniken, Crash“ schreibt Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger, dass Finanzinnovationen oftmals überschätzt und damit „underpriced“ seien, dass also der Risikozuschlag für neue Finanzprodukte zu gering ausfalle und diese damit übermäßig in Anspruch genommen würden.<sup>18</sup> Nach der „Südseeblase“ in England im Jahr 1720 wurden zeitweilig die Kapitalgesellschaften als Schuldige ausgemacht und die Gründung neuer Kapitalgesellschaften verboten. Dabei war es nur die Art und Weise, wie diese Gesellschaften benutzt wurden. Nach 1720 wurde die Kapitalgesellschaft zu einer Säule des wirtschaftlichen Fortschritts. Auch Finanzderivate haben ihren Sinn. Allerdings ist äußerste Vorsicht bei diesen „finanziellen Massenvernichtungswaffen“ (Warren Buffett) geboten. Statt des modernen angelsächsischen Prinzips „was nicht ausdrücklich verboten ist, ist erlaubt“, sollten wir uns bei Finanzinnovationen vielleicht an die oft als unmodern gebrandmarkte deutsche Haltung „was nicht erlaubt ist, ist verboten“ erinnern.

### **Prinzipien der Regulierung von Finanzmärkten**

Sony Kapoor, ein ehemaliger Investmentbanker, der Lehman bereits lange vor der Krise verließ, um sich mit der Reform des globalen Finanzwesens zu beschäftigen, fasst die Prinzipien zur Gestaltung eines Bankensystems wie folgt zusammen: Fairness, Stabilität und Nachhaltigkeit, Haftung, Transparenz, Wettbewerb, Diversität sowie Einfachheit.<sup>19</sup> Hätte man diese Prinzipien konsequent umgesetzt, wäre es nicht zur Finanzkrise in ihrer jetzigen Form und ihrem jetzigen Ausmaß gekommen. Gerechtigkeit und Fairness würden zum Beispiel bedeuten, dass Finanzmarktakteure nicht mehr die Gewinne ihrer spekulativen Aktivitäten einstecken und die Verluste der Öffentlichkeit aufbürden können. Kosten und Risiken werden von den Verursachern getragen. Stabilität und Nachhaltigkeit würden unter anderem eine entsprechende Eigenkapitalausstattung und sehr strenge Regeln für Produkte, deren Kosten erst in der Zukunft anfallen, bzw. deren Risiken nicht klar erkennbar sind, beinhalten.

*Beispiel – Einfachheit:* Gelegentlich ist das Argument zu hören, dass es in kaum einem Sektor so viele Regulierungen gebe, wie im Bankensektor.<sup>20</sup> Das Argument geht an der Sache vorbei: die jetzigen Regeln sind komplex, intransparent und oftmals wachsw weich. Sie begünstigen tendenziell die großen Akteure und die Spekulation. Gute Regeln sind einfach und

---

<sup>18</sup> Kindleberger, C.P.: Manien, Paniken, Crashes – die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt, Kulmbach 2001, S. 22 und Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Recent Innovations in International Banking, Basel 1986.

<sup>19</sup> <http://www.re-define.org/future-finance>

<sup>20</sup> So Karl-Peter Schackmann-Fallis, Vorstandsmitglied des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes auf dem Hermeskeiler Wirtschaftstag der Geschwister-Scholl-Schule in Hermeskeil am 8.6.2009.

transparent, und setzen „harte“ Grenzen für bestimmte Geschäfte und Aktivitäten. Sie jetzt einzuführen, würde sicher bedeuten, das hypertrophe Finanzsystem wieder auf eine gesunde Größe zusammenzuschrumpfen. Dazu würden im Prinzip drei Regelwerke ausreichen: 1. transparente und ausreichende Eigenkapitalausstattung, 2. eine Regulierung der Geschäftsmodelle und der Regionen, in denen eine Bank tätig ist und 3. einige Regeln für Produkte (z.B. eine starke Einschränkung der Verwendung von Derivaten bei Privatanlegern).

*Beispiel – Nachhaltigkeit:* sinnvolle und höhere Eigenkapitalausstattungen für Banken UND ALLE ANDEREN Finanzmarktakteure (Hedgefonds, Private Equity, Versicherungen), sind die Grundlage dafür, den derzeit praktizierten Raubtierkapitalismus der Finanzoligarchie wieder in marktwirtschaftliche Strukturen zu überführen. Dann müssten die spekulativ orientierten Akteure im Falle von Verlusten einen größeren Anteil des Schadens tragen, denn Eigenkapital ist haftendes Kapital.

### **Aktionsfelder**

Das von der Bundesregierung 2010 unilateral erlassene und (weitgehende) Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps ist ein sinnvoller Baustein einer umfassenden Finanzmarktregulierung, die ganzheitlich 1. sinnvolle Eigenkapitalregeln, 2. die Besteuerung von Finanztransaktionen 3. die Rückkehr zu sinnvollen Bilanzierungsregeln und 4. die Regulierung von Geschäftsmodellen und Produkten umfassen sollte. Auch 5. eine staatliche Europäische Ratingagentur wäre hilfreich.

### *Eigenkapitalausstattung*

Eigenkapital ist der Schlüssel zu allem.<sup>21</sup> Es muss für ALLE Finanzmarktakteure gewisse Mindestausstattungen an Eigenkapital geben. Aus meiner Sicht wären 7-8 Prozent festes Eigenkapital (nicht Kernkapital nach Basel II) angemessen. Es geht also um eine feste „Leverage-Ratio“, bzw. einen maximalen Verschuldungsgrad. Akteure wie die Deutsche Bank könnten dann nicht mehr mit 1,5 Prozent echtem Eigenkapital ihr Geschäft betreiben und müssten ihr Eigenkapital aufstocken.

„Kernkapital“ nach Basel II ist eine vage und manipulierbare Größe. Die Vermögensgegenstände in der Bilanz – also das, worin die Bank investiert – sollen je nach

---

<sup>21</sup> Max Otte: „Eigenkapital ist der Schlüssel zu allem,“ Interview mit Dirk Müller, Deutschlandfunk, 08.03.2010, [http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview\\_dlf/1139025/](http://www.dradio.de/dlf/sendungen/interview_dlf/1139025/)

Risiko mit verschieden viel Eigenmitteln hinterlegt werden. Zunächst einmal klingt dies gut. Letztlich hat es aber flächendeckend zu einer massiven Aushöhlung des Eigenkapitals bei Finanzmarktakteuren geführt. Zudem sind die Risikomaße natürlich gewissen Definitionen, wenn nicht Manipulationen unterworfen. Sie sind damit intransparent und stellen eine Arbeitsbeschaffungsmaßnahme für Wirtschaftsprüfungsgesellschaften dar. Zudem ist „Kernkapital“ nicht immer echtes Eigenkapital, sondern kann auch Hybridkapital sein. Basel II verstößt somit gegen das Gebot der Transparenz und Einfachheit, für den Verfasser zusammen mit dem Gebot der Nachhaltigkeit und der Diversität die wichtigsten Prinzipien einer umfassenden Finanzmarktreform.

In der Finanzkrise wurde deutlich, dass die Regelungen von Basel II prozyklisch wirken. In der Krise steigen die Risikozuschläge, in guten Zeiten sinken sie. Eine solche Prozyklizität nutzt dem internationalen Finanzkapital und schadet der Realwirtschaft. Volatilität nutzt zunächst einmal spekulativ und flexibel agierenden Finanzmarktakteuren und schafft realwirtschaftliche Kosten in Form von Kalkulationsunsicherheit und Verwerfungen. Hier ist dringend – auf deutscher, europäischer und internationaler Ebene – eine Reform anzumahnen.

Natürlich würde eine Aufstockung des Eigenkapitals – die man von jedem Mittelständler und jedem Akteur der Realwirtschaft fordert - zum Aufschrei unter der Branche führen. Viele Tische im großen Spielcasino müssten geschlossen werden. Sicherheit und Stabilität hat ihren Preis. Es käme zu Anpassungsschwierigkeiten und auch kurzfristig zu Wachstumsverlusten. Auf der anderen Seite würde die Weltwirtschaft erheblich stabiler funktionieren. Das Risiko von Finanzkrisen wäre erheblich geringer, Ressourcen würden von den Casinotischen in die Fabriken und produktiven Bereiche umgelenkt. Letztlich wird sich nicht ökonomisch schlüssig nachweisen, dass eine feste Leverage Ratio insgesamt zu mehr Wohlstand führt – genauso wenig das Gegenteil. Die Finanzkrise hat alleine 2007 – 2009 Gesamtbelastungen in Höhe von ca. 10 Prozent des Weltsozialprodukts verursacht. Angesichts solch gigantischer Summen ist die Erhöhung der Eigenkapitalquoten sicherlich angebracht.

Eine Versicherungslösung – wie derzeit von der Lobby der kapitalmarktorientierten Banken – kann keine Lösung sein. Die derzeit diskutierte Bankenabgabe ist ein Beispiel illustriert dies: eingezahlt werden soll von ALLEN Banken – auch zum Beispiel den soliden Volks- und Raiffeisenbanken, die bereits über aus Rücklagen gut kapitalisierte eigene Sicherungssysteme verfügen – zur Verfügung stehen soll der Rettungsfonds aber vor allem den „systemrelevanten“ großen kapitalmarktorientierten Banken. Einmal mehr würden dann Akteure der Realwirtschaft die Zeche für die Akteure der Spekulationswirtschaft bezahlen.



### *Finanztransaktionssteuer*

Wie der Teufel das Weihwasser fürchtet die Lobby der kapitalmarktorientierten Akteure die internationale Einführung einer Finanztransaktionssteuer. Diese 1972 von Nobelpreisträger James Tobin (1918 – 2002) vorgeschlagene Steuer von 0,05 – 1,0 Prozent sollte auf grenzüberschreitende Devisentransaktionen erhoben werden, um die Spekulation zu dämpfen. Heute wird von Befürwortern der Regulierung und Globalisierungskritikern eine Finanztransaktionssteuer auf alle Finanzmarktgeschäfte gefordert.

Eine solche Steuer – und sei es auch nur in Höhe von 0,05 Prozent würde genau die Wirkung haben, welche sich die Befürworter der Regulierung der Finanzmärkte davon versprechen: sie würde stark bremsend auf spekulative Geschäfts jeglicher Art wirken und die nachhaltigen, an der Realwirtschaft orientierten Geschäfte kaum behindern.<sup>22</sup>

Die Steuerbelastung lässt sich dabei mit einer einfachen Formel darstellen:

$$B = T * N * L$$

Wobei B die Steuerbelastung, T der Steuersatz, N die Häufigkeit der Umschichtung des Vermögens pro Jahr und L (= Leverage) die Verschuldung (Gesamtkapital dividiert durch Eigenkapital) darstellt. Die Finanztransaktionssteuer fällt auf das gesamte Volumen (die gesamte Summe) einer bestimmten Transaktion an, also auch auf den durch Fremdkapital finanzierten Anteil. Eine Finanztransaktionssteuer von 0,05 Prozent würde also zu einer realen Belastung von 0,01 Prozent führen, wenn 100 Prozent Eigenkapital verwendet würden und die Investition für 20 Jahre getätigt wurde. Sollte ein Sparer ein Haus kaufen und eine Hypothek von 90 Prozent aufnehmen, aber für 15 Jahre investieren, wäre die Belastung  $B = 0,05 * 1/15$  (Häufigkeit der jährlichen Umschichtung)  $* 10/1$  (Verschuldung) = 0,33 Prozent pro Jahr. Auch diese Belastung scheint tragbar. Eine ähnliche hohe Belastung würde wohl auftreten, wenn BASF oder Daimler ein Werk im Ausland bauen würden.

Die Transaktionssteuer würde allerdings bei hoch spekulativen Hedgefonds massiv wirken. Diese Fonds drehen ihr Vermögen oftmals in Sekundenbruchteilen, manchmal mehrere 100 Mal pro Monat. Zum Vergleich: seriös investierende Aktienfonds drehen ihr Vermögen vielleicht alle 3 Jahre, also 1/3 mal pro Jahr. Gehen wir davon aus, dass ein Hedgefonds 5

---

<sup>22</sup> Max Otte: Finanztransaktionssteuer, speziell: Belastungen von Riester- und Kleinsparern durch die Finanztransaktionssteuer, Expertise von 16.05.2010 anlässlich der Stellungnahme vor dem Finanzausschuss des Bundestages am 17.05.2010, online abrufbar unter: [www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/.../2010/.../25\\_Otte.pdf](http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/.../2010/.../25_Otte.pdf) sowie <http://www.youtube.com/watch?v=Pq5f1fgDwc&NR=1>

Prozent Eigenkapital hat und sein Vermögen 100 Mal pro Jahr dreht. Dann betrüge die Belastung 100 Prozent des Eigenkapitals!

Die Finanztransaktionssteuer ist also eine „weiche“ marktwirtschaftskonforme Maßnahme, um spekulative Geschäfte zu dämpfen und Ressourcen in nachhaltige Bereiche zu lenken. Gelegentlich wird die Kritik geäußert, dass auch produktive Kapitalflüsse durch die Transaktionssteuer behindert würden. Setzt man aber „nachhaltig“ und „langfristig orientierte“ Investitionen gleich, so fördert die Transaktionssteuer langfristige Investitionen. Die Logik ist einfach und bestechend.

Auch der Einwand, dass dann die Produkte, die auf den eigenen Plattformen der Banken gehandelt oder direkt dem Kunden verkauft werden, nicht berücksichtigt würden, kann leicht entkräftet werden. Es ließe sich analog zur Transaktionssteuer an Börsen auch eine Emissionssteuer für Produkte einführen, die von Banken direkt an ihre Kunden verkauft werden.

In einem genialen Einfall von Orwellschen Neusprech hat die Lobby der kapitalmarktorientierten Finanzmarktakteure die „Financial Activity Tax“ erfunden und schiebt diese als Ablenkungsmanöver vor. Die „Activity Tax“ wie von der Lobby vorgeschlagen besteuert aber eben nicht die Aktivitäten – also die einzelnen Transaktionen – sondern das Ergebnis der Aktivitäten, also die Gewinne besteuert. In diesem Fall darf also Vermögen weiter schnell gedreht werden – die Aktivitäten werden bei der „Activity Tax“ eben nicht belastet.<sup>23</sup>

Zudem hat die Lobby mit der Angst gespielt: die Finanztransaktionssteuer würde Kleinsparer über Gebühr belasten. Dies ist ein bewusster psychologischer Propagandatrick, den der Verfasser bei der Anhörung vor dem Bundestag am 17.05.2010 entkräften konnte. Bei einem seriösen Riester-Produkt wird das Fondsvolumen vielleicht alle drei Jahre umgeschichtet, was einer Belastung von 0,016 Prozent p.a. entspricht. Die Belastung durch Fondsgebühren dürfte aber bei 1,5 – 2,5 Prozent p.a. – also mehr als dem Hundertfachen liegen. Ein Kleinsparer mit einer jährlichen Einzahlungsumme von 1200 € hätte über eine Laufzeit von 20 Jahren eine Last von ca. 70 Euro zu tragen. Angesichts der vielfach stabilisierenden Wirkungen der Finanztransaktionssteuer scheint dies zumutbar.

---

<sup>23</sup> Bundestag: Urteile der Sachverständigen zur Finanztransaktionssteuer, DER BETRIEB; 17.05.2010, online unter <http://www.der-betrieb.de/content/dft,193,351591>

### *Die Rückkehr zu sinnvollen Bilanzierungsregeln*

Aus dem deutschen Handelsgesetzbuch (HGB) lassen sich die Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung ableiten, unter anderem 1. Richtigkeit und Willkürfreiheit, 2. Klarheit und Übersichtlichkeit, 3. Einzelbewertung, 4. Vollständigkeit und das 5. Niederstwertprinzip. Das Niederstwertprinzip besagt zum Beispiel, dass Vermögensgegenstände zum Anschaffungs- oder zum Marktwert bilanziert werden sollen, je nachdem, welcher Wert der niedrigere sei. Die Bilanzierung deutschen Modells orientierte sich damit am Gläubigerschutz – die verbuchten Werte sollten auf jeden Fall „mindestens“ vorhanden sein. Die Rechnungslegung war konservativ ausgerichtet. Kritik aus dem angelsächsischen Raum führte dazu, dass die Rechnungslegung stärker Eigentümer- und Aktionärsorientiert werden sollte: die Bilanzen sollten den aktuellen fairen Wert („fair value“) von Vermögensgegenständen wiedergeben. Die Einführung der internationalen Rechnungslegungsvorschriften IAS/IFRS wurde als großer Fortschritt gefeiert.

Was gut gedacht war, erwies sich als Einfallstor für Komplexität, Intransparenz und Prozyklizität (also die Schwankungen des Systems noch erhöhend) und als Jagdgrund für die Wolfsrudel des Raubtierkapitalismus. Viele Derivate, für die es keinen Markt gibt, müssen mit Hilfe von Modellen bewertet werden („mark to model“). Die Wertansätze sind dabei extrem von den Annahmen abhängig und können leicht um mehrere 100 Prozent schwanken, insbesondere bei Derivaten und Produkten mit langer Laufzeit. Zudem gibt es unter anderem auch die paradoxe Situation dass schwache Anleihenmärkte in einer Krise das Eigenkapital einer Bank STEIGEN lassen: wenn nämlich die Anleihen und Schulden der Passivseite der Bilanz nur noch zum niedrigeren Marktwert und nicht mehr zum Nominalwert bewertet werden.

Hartmut Bieg, emeritierter Professor für Bilanzierung an der Universität des Saarlandes, hat die schädlichen Auswirkungen der Fair Value Bilanzierung dargelegt und eine Initiative gegen Fair Value gestartet.<sup>24</sup> Peemöller kommt zu dem Schluss, „dass die Übernahme der IFRS für kleine und mittlere Unternehmen nicht unproblematisch ist.“<sup>25</sup> Ebenfalls fordert er, dass die berechtigte Kritik nicht dazu führen dürfe, sich nicht mit IFRS zu beschäftigen und

---

<sup>24</sup> O.V.: Bewertung: Initiative gegen die Fair Value Konzeption, Finanzbetrieb vom 08.12.2008, Heft 12, Seite 804-804.

<sup>25</sup> Peemöller, V./Schmalz, H.: IFRS für kleine und mittlere Unternehmen sowie Genossenschaften, in: ZfgG 57, 2007, S. 204 – 221, hier 220.

diese Belange alleine in die Hände der Berater und Prüfer zu legen.<sup>26</sup> Noch bilanzieren die Regionalgesellschaften der Genossenschaftsbanken zum Beispiel nach dem HGB. Dies ist nach Ansicht des Verfassers mit allen Mitteln zu verteidigen.

### *Regulierung der Geschäftsmodelle und Diversität*

Aus der Forderung nach Diversität ergibt sich die Forderung nach der Regulierung der Geschäftsmodelle – weg vom Allfinanzgeschäft und hin zu spezielleren Instituten, wie zum Beispiel Investmentbanken, klassische Kreditinstitute, Vermögensmanager und Spezialinstitute. Eine aus Sicht dieses Autors höchst sinnvolle Maßnahme – die aber kaum Chancen auf Erfolg hat – wäre das Verbot des Eigenhandels für Investmentbanken. Der Eigenhandel birgt durch die großen bewegten Summen massive systemische Risiken. Im Erfolgsfall kassieren Bank und Trader, im Misserfolgsfall zahlt die Öffentlichkeit. Dieses Marktsegment könnte in Zukunft komplett durch Hedgefonds abgedeckt werden. Der Vorteil: rechtlich eigenständige Hedgefonds müssen ihre Mittel erst einwerben, und haben damit zunächst nicht das Volumen wie der Eigenhandel großer Banken. Hier wäre zusätzlich über eine maximale Größe nachzudenken und darüber, wie viele Hedgefonds ein Manager betreuen darf. Diese nach dem ehemaligen amerikanischen Notenbankchef Paul Volcker benannte „Volcker Rule“ ist bei der amerikanischen Finanzmarktreform bereits gescheitert.<sup>27</sup>

Auch eine Regulierung der Größe und der Region, in der eine Bank tätig sein darf – wie durch den Glass-Steagall-Act 1934 in den USA erfolgt – ist sinnvoll. Allzu große Banken erhöhen das systemische Risiko massiv, allzu kleine Banken exponieren sich vielleicht zu sehr bei spezifischen Risiken.<sup>28</sup> Eine Lizenzierung und Kontingentierung von internationalen Tochtergesellschaften wäre sinnvoll, müsste allerdings in einem internationalen Rahmen angegangen werden.

Hierzu ist auch anzumerken, dass das Deutsche Bankensystem mit seinen drei großen Säulen der Geschäftsbanken, der Volks- und Raiffeisenbanken und der Sparkassen eines der besten und diversifiziertesten Systeme der Welt war, das schon Anfang des 20. Jahrhunderts international zu Respekt und Anerkennung, ja Neid führte.<sup>29</sup> Das deutsche Bank- und Finanzsystem ist und war dem kapitalmarktorientierten angelsächsischen System in vielerlei

---

<sup>26</sup> Peemöller xxx S. 221.

<sup>27</sup> Rolf Benders, Astrid Dörner: „Obama scheitert mit großen Reformplänen“, Handelsblatt, 15.07.2010, S. 34 – 35.

<sup>28</sup> Kapoor, S.: What should the banking system look like?, <http://re-define.org/future-finance>, ohne Datum.

<sup>29</sup> Otte, M.: „Finanzplatz Deutschland“ versus deutsches Bankensystem

Hinsicht überlegen. Insbesondere führte es seine Funktion, Kredite für die Realwirtschaft bereitzustellen, hervorragend aus. Volks- und Raiffeisenbanken haben sich als besonders krisenresistent erwiesen.<sup>30</sup> Aus dem angelsächsischen Raum kommt starke Kritik, dass das deutsche System ineffizient sei und die Eigenkapitalrenditen unzureichend. In einem zweiteiligen grundlegenden Artikel weist Hannes Rehm, ehemaliger Vorstandsvorsitzender der NordLB und Chef des Bankenrettungsfonds Soffin, diese Kritik zurück.<sup>31</sup> Alle Produktivitätskennziffern des deutschen Bankensystems mit Ausnahme der Eigenkapitalrendite seien gut. Die niedrige Eigenkapitalrendite ist im Gegenteil ein Beweis, dass der Wettbewerb funktioniert. Hohe Eigenkapitalrenditen sind ein Hinweis auf Beschränkungen des Wettbewerbs und Ausnutzung von Marktmacht. Überall dort, wo sie existieren – zum Beispiel Italien, Spanien, England – werden Bankkunden mit sehr hohen Gebühren belastet und das Servicenetz ist schlecht. Diese verbraucherunfreundlich und oligopolistisch strukturierten Länder sollte sich Deutschland ausdrücklich nicht zum Vorbild nehmen. Die Politik wäre gut beraten, die deutschen Geschäftsbanken in der Fläche zu stärken – auch, im Konfliktfall – auf Kosten der kapitalmarktorientierten Banken. Derzeit läuft es – wie oben schon am Beispiel der Bankenabgabe aufgezeigt – leider umgekehrt.

#### *Gründung einer kontinentaleuropäischen staatlichen Ratingagentur*

Das angelsächsische Kartell der Ratingagenturen ist eine wesentliche Ursache der Krise. Wenn diese Agenturen in den Jahren 2005 – 2006 bis zu einem Drittel ihrer Gewinne damit gemacht haben, dass Sie AAA auf Ramschpapiere stempelten und dafür von den Produzenten der Papiere auch noch vergütet wurden, ist dies ein eklatanter Interessenkonflikt. Bislang sind solche Interessenkonflikte durch staatliche Regeln in keinerlei Weise verhindert, die Regulierung ist auch im Jahr 2010 nicht wesentlich weiter.

Ratingagenturen sehen selten die Mögliche Abstufung voraus – Subprime, Griechenland, bp plc., sondern stufen meistens erst dann prozyklisch ab, wenn sich ein Land oder ein Unternehmen in Problemen befindet. Sie wirken damit in guten wie in schlechten Zeiten als Verstärker des Casinokapitalismus und der Spekulationswirtschaft. Allerdings sind auch Banken und institutionelle Investoren nicht ganz unschuldig: Sie „verlassen“ sich auf die Ratings und können im Zweifelsfall die Verantwortung auf die Ratingagenturen schieben, wenn Investments sich negativ entwickeln. Damit geben aber Bankvorstände und

---

<sup>30</sup> Otte, M.; „Volks- und Raiffeisenbanken als Stabilitätsfaktor in Wirtschaftskrisen – eine polit- und institutionenökonomische Perspektive“, ZfGG

<sup>31</sup> Rehm, H. Das deutsche Bankensystem....

Investmentmanager mehr oder weniger still und heimlich ihre eigentliche Verantwortung ab – nämlich die Selektion und Bewertung von Investments und Wertpapieren. Das System geht sogar noch weiter: Versicherungen und institutionelle Anleger sind oftmals aufgrund der Vorschriften gezwungen, Papiere zu verkaufen, wenn das Rating unter eine bestimmte Note fällt. So müssen Anleihen von bp oder von Banken gerade zum ungünstigsten Moment verkauft werden, was sowohl Emittenten als auch Investoren in Bedrängnis bringt. Wenn alle Akteure sich nach den Ratings von drei Agenturen richten, ist dies kapitalistische Planwirtschaft und hat mit Konkurrenz und Marktwirtschaft wenig zu tun.

Die Gründung einer europäischen Ratingagentur, die der Verfasser bereits 2009 ins Gespräch hatte, wurde angesichts der Griechenland-Krise auch von Bundesaußenminister Guido Westerwelle gefordert.<sup>32</sup> Eine solche Agentur würde helfen, das angelsächsische Kartell aufzubrechen. Zudem kann eine staatlicher Agentur nicht schlechter als die privaten Agenturen sein, denn die privaten haben immer wieder konsistent bewiesen, dass sie NICHT unabhängig sind, dass sie Krisen nicht voraussehen und dass sie prozyklisch arbeiten. Wie vorausschauend eine staatliche Agentur arbeitet, bleibt abzuwarten, aber sie hätte zumindest keine institutionalisierten und im Prinzip unlösbaren Interessenkonflikte zu bewältigen.

Allerdings löst die Gründung einer europäischen Agentur nicht alle Probleme, wie Gustav Horn darlegt: auch das System der „kapitalistischen Planwirtschaft“ muss aufgebrochen werden, nach dem Investmentgesellschaften und Versicherungen vorgeschrieben ist, nur Papiere mit bestimmten Ratingnoten zu halten und die zentralen Ratings auch Einfluss auf die Kreditvergabe an Unternehmen und Mittelstand haben. Je dezentraler in einem zukünftigen System die Kreditvergabe erfolgt, desto mehr kann die Marktwirtschaft in das Kreditwesen zurückkehren.<sup>33</sup>

### *Produkte und Verbraucherschutz*

Im Frühjahr 2010 starteten das Bundesministerium der Finanzen und das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz eine Initiative für besseren Verbraucherschutz bei Finanzprodukten. Am 19. und 20. Mai fand in Berlin unter Federführung des Finanzministeriums eine Internationale Finanzmarktkonferenz statt, um die

---

<sup>32</sup> [http://www.volksbank-phd.de/wir\\_fuer\\_sie/presse\\_2009/professor\\_dr\\_max.html](http://www.volksbank-phd.de/wir_fuer_sie/presse_2009/professor_dr_max.html); „Westerwelle fordert europäische Ratingagentur“, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/0,1518,691852,00.html>;

<sup>33</sup> Gustav Horn: „Europäische Ratingagentur keine Lösung“, <http://www.handelsblatt.com/politik/international/top-oekonom-gustav-horn-europaeische-ratingagentur-keine-loesung;2593224>

sinnvolle Regulierung der Finanzmärkte zu forcieren. Unter anderen hat die Bundesregierung ungedeckte Leerverkäufe verboten und das „Anschleichen“ an Akquisitionsobjekte erschwert, sicherlich zwei sinnvolle Maßnahmen. Auch der „graue Kapitalmarkt“ soll – zum Beispiel bei geschlossenen Immobilienfonds – besser reguliert und den Anforderungen des WPHG unterstellt werden.<sup>34</sup> Was zunächst gut aussieht – wie auch zum Beispiel die Einführung der MiFID-Direktive der Europäischen Union – stärkt in der Realität die großen Finanzakteure. Kleinen unabhängigen – und oftmals auch verantwortungsvolleren – Beratern, die direkt haften, ist es nicht mehr möglich, die formalen Anforderungen der Compliance-Bürokratie einzuhalten. Angestellte Verkäufer der großen Finanzdienstleister – denn Berater gibt es dort kaum noch – werden durch die Compliance-Bürokratie und die Kapitalstärke der großen Institute geschützt

Ein besserer Verbraucherschutz, wie zum Beispiel ein Beipackzettel für Finanzprodukte, ist zunächst einmal zu begrüßen. Er kann aber keinesfalls die Kernelement einer sinnvollen Finanzmarktarchitektur (Eigenkapital, Kapitaltransaktionssteuer, Regulierung von Geschäftsmodellen und –Produkten) ersetzen. Im Zweifelsfall werden die großen Akteure die Bestimmungen des Verbraucherschutzes formal umsetzen, während sich materiell nichts für den Kunden verbessert. Lange juristische Risikohinweise sind die Folge, toxische Produkte werden aber weiter vertrieben.<sup>35</sup> Ilse Aigner hat bereits Unmut über die langsame Umsetzung des Beipackzettels für Finanzprodukte geäußert.<sup>36</sup> Dabei ist auch der Beipackzettel für Finanzprodukte in seiner vorgesehenen Form oftmals schwer zu interpretieren. Gegen die Ampelkennzeichnung für Finanzprodukte – wie vom Verfasser als sehr sinnvoll erachtet und von der Verbraucherzentrale Hamburg angewendet wird – wurde von der debeka gerichtlich durch eine einstweilige Verfügung gestoppt. Mittlerweile darf die Ampel aber wieder veröffentlicht werden.<sup>37</sup> Insgesamt ist die Beratung durch Banken und Finanzdienstleister nach der Finanzkrise allerdings noch schlechter geworden, wie die Stiftung Warentest in einer groß angelegten und im Juni 2010 angelegten Studie veröffentlichte. Sechs von 21

---

<sup>34</sup> [http://www.pressrelations.de/new/standard/result\\_main.cfm?r=402185&aktion=jour\\_pm](http://www.pressrelations.de/new/standard/result_main.cfm?r=402185&aktion=jour_pm);  
[http://www.bundesfinanzministerium.de/nn\\_98676/DE/BMF\\_Startseite/Aktuelles/Monatsbericht\\_des\\_BMF/2010/06/analysen-und-berichte/b03-internationale-finanzmarkt-konferenz-in-berlin/node.html?nnn=true68&input\\_=&pageLocale=de&templateQueryString=finanzprodukte&sortString=-score\\_+-dateOfIssue+&sortString.HASH=e94aa8eceb490e1c&searchArchive=0&searchArchive.HASH=a5991435a7af3ec5&searchIssued=1&searchIssued.HASH=a5991425a7af06d5&submit=Los](http://www.bundesfinanzministerium.de/nn_98676/DE/BMF_Startseite/Aktuelles/Monatsbericht_des_BMF/2010/06/analysen-und-berichte/b03-internationale-finanzmarkt-konferenz-in-berlin/node.html?nnn=true68&input_=&pageLocale=de&templateQueryString=finanzprodukte&sortString=-score_+-dateOfIssue+&sortString.HASH=e94aa8eceb490e1c&searchArchive=0&searchArchive.HASH=a5991435a7af3ec5&searchIssued=1&searchIssued.HASH=a5991425a7af06d5&submit=Los)

<sup>35</sup> <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/17/008/1700887.pdf>;  
[http://www.bmelv.de/cln\\_163/SiteGlobals/Forms/Suche/Servicesuche\\_Formular.html?view=&resourceId=3130](http://www.bmelv.de/cln_163/SiteGlobals/Forms/Suche/Servicesuche_Formular.html?view=&resourceId=3130)

<sup>36</sup> <http://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/beipackzettel-fuer-finanzprodukte-aigner-ist-das-taktieren-der-banken-leid;2575225>

<sup>37</sup> [http://www.vzhh.de/~upload/rewrite/TexteGeldanlage/AmpelcheckGeldanlage\\_AufhebungVerbot.aspx](http://www.vzhh.de/~upload/rewrite/TexteGeldanlage/AmpelcheckGeldanlage_AufhebungVerbot.aspx)

untersuchten Banken bekamen das Urteil „Mangelhaft“, zwölf „ausreichend“ und drei „befriedigend“. Die Note „gut“ wurde nicht vergeben.<sup>38</sup> Letztlich ist dies bei der derzeitig völlig unzureichenden Finanzmarktregulierung auch nicht verwunderlich: wenn Regeln fehlen, werden die durch die Finanzkrise besonders unter Erfolgsdruck stehenden Banken besonders aggressiv verkaufen.

### **Stand der Maßnahmen**

In der Zeit zogen Philipp Geschel und Frank Nullmeier bereits im Herbst 2008 ein bitteres Resümee und sahen die Machtgebärden der Politik und das Gerede von der Rückkehr des Staates als weitgehend inhaltslos an: „Wenn die Krise vorbei ist, regiert wieder das Kapital. .. Politische Unternehmer nutzen die Gunst der Stunde für staatliche Heilsversprechen. ... Die Renaissance des starken Staates ist jedoch eine optische Täuschung.“<sup>39</sup>

Leider hatte sie recht. Schon jetzt lässt sich absehen, dass die zentralen Regulierungsvorhaben im Dschungel der Lobbyherrschaft stecken bleiben oder bis zur Unkenntlichkeit verwässert werden.

- Die Reform von Basel II zieht sich in die Länge und wird verwässert – sinnvolle Eigenkapitalregeln werden höchstwahrscheinlich nicht entstehen. Damit fehlen weiter die Grundlagen einer marktwirtschaftlichen Ordnung und wir bleiben im System des „Sozialismus für Banken und Investmentbanker“, bei dem die Banken und Banker den Lohn spekulativer Aktivitäten einstreicht, während die Allgemeinheit die Kosten zahlt, wenn die Spekulation danebengeht.
- Die Kapitaltransaktionssteuer ist auf unbestimmte Zeit verschoben.
- Over-the-counter-Geschäfte – Geschäfte, die Banken auf eigenen Plattformen betreiben und die daher besonders manipulationsanfällig sind, werden nicht auf Börsenplattformen verlegt.
- Die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanking (Volcker Rule) kommt nicht voran.
- Derivate werden nicht reguliert.

---

<sup>38</sup> Stiftung Warentest: Banken im Test. Die Blamage geht weiter – Gesetzesverstöße sorgen für schlechte Noten, <http://www.test.de/presse/pressemitteilungen/Banken-im-Test-Die-Blamage-geht-weiter-Gesetzesverstoesse-sorgen-fuer-schlechte-Noten-4114346-4114348/>

<sup>39</sup> Philipp Geschel und Frank Nullmeier: „Ausweitung der Staatszone – Die Machtgebärden der Politik sind eine optische Täuschung. Wenn die Krise vorbei ist, regiert wieder das Kapital;“ in: Die Zeit, 6.11.2008.



- Der Verbraucherschutz wird – wie bei den Regeln für MiFID (Markets in Financial Instruments Direktive) – von der Lobby oftmals so umgedeutet, dass die Einhaltung der Bestimmungen nur noch für große Akteure möglich ist, kleine und unabhängige Finanzberater (und das sind oftmals die mit hoher Eigenverantwortung) vom Markt gedrängt werden.

Bert Rürup hat die griffige Formel geprägt, dass die angelsächsische Denktradition davon ausgehe, dass der Markt ein „Vollautomatismus“ sei – also prinzipiell gute und überlegene Ergebnisse erziele und die kontinentaleuropäische Tradition der Sozialen Marktwirtschaft oder des Rheinischen Kapitalismus den Markt als „Halbautomatismus“ ansehe, dessen Ergebnisse korrigiert werden müssen. Daneben gebe es noch den Staatskapitalismus asiatischer Prägung.<sup>40</sup> Die Formel ist griffig, geht aber nicht tief genug. Letztlich geht es um die Deutungshoheit. Wer den Markt als Vollautomatismus betrachtet, betrachtet den Markt auch als Beute der Interessengruppen. Das ist ein konsequent neoliberaler Ansatz, der, wie Mancur Olson gezeigt hat, in letzter Konsequenz dazu führt, dass der Staat als „Beute“ betrachtet und zwischen den einzelnen Interessengruppen aufgeteilt wird.<sup>41</sup> Letztlich führt dies zur wirtschaftlichen Stagnation.<sup>42</sup>

Es geht also um die Frage, ob die Deutungshoheit für die Grundregeln einer Gesellschaft letztlich beim Markt oder bei der Politik liegt und welches Subsystem. Über diese Frage kam es schon bald nach der Gründung der liberalen Mont Pelerin Society 1947 zum Streit zwischen zwei Fraktionen. Friedrich August von Hayek und Milton Friedman, die einen ideologischen und quasi religiösen Marktliberalismus vertraten, setzten sich durch. Alexander Rüstow, Wilhelm Röpke und Alfred Müller-Armack, die der Auffassung waren, dass der Staat für die Ordnung der Wirtschaft zu sorgen habe und die Regeln festzusetzen habe, verließen die Gesellschaft im Streit.<sup>43</sup> Heute werden ordoliberalen Positionen von der CDU/CSU zum Teil noch im Bereich der Arbeitsmarktpolitik vertreten. Im Bereich der Wettbewerbs- und Marktordnungspolitik hat sich die Lobby- und Konzernherrschaft – sprich der REAL EXISTIERENDE NEOLIBERALISMUS - über die Hintertür der Europäischen Union durchgesetzt.

---

<sup>40</sup> Rürup, B.: „Soziale Marktwirtschaft – ein Auslaufmodell?“, Rede auf der Landesmitgliederversammlung des Wirtschaftsrats der CDU in Dresden am 23.09.2009, online unter:

<http://www.wirtschaftsrat.de/landesverbaende/LvSACindex/LvSACmitt?archiv=1>; “Mal was Ganz Neues – Interview mit Bert Rürup”, Die Zeit, 12.03.2009, <http://www.zeit.de/2009/12/Interview-Ruerup>

<sup>41</sup> Olson, M., The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups, Cambridge 1971.

<sup>42</sup> Olson, M.: The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities, New Haven 1984.

<sup>43</sup> Rürup, Soziale Marktwirtschaft, S. 5, Otte, M. „Die Finanzkrise, die Ökonomen, der „Crashprophet“ und die Wissenschaft von der Ökonomie, Kölner Vorträge in Wirtschafts- und Sozialgeschichte.

## Deutschlands Rolle

Es ist hilfreich, sich daran zu erinnern, dass Ökonomie immer politisch ist, und dass es eben nicht nur um die Generierung, sondern auch um die Verteilung von Wohlstand zwischen Individuen, Gruppen, Klassen und Nationen geht. Das führt auch zu Interessenkonflikten, die innerhalb einer Gesellschaft oder international politisch gelöst werden müssen.<sup>44</sup> Die Debatten sind nicht neu: In den USA stritten sich Alexander Hamilton und Thomas Jefferson, von denen sich ersterer für ein System von Schutzzöllen und eine starke Industrie, der zweite für Freihandel und die Südstaaten stark machte, in Deutschland setzte sich Friedrich List für ein „nationales System der politischen Ökonomie“ und in England wurde intensiv über die Aufhebung der Getreideimportzölle gestritten, die dann 1846 erfolgte.<sup>45</sup>

Deutschland ist eine der größten Nettosparnationen der Welt, nebenbei hat Deutschland (noch) eine funktionierende Industrie und einen hervorragenden Mittelstand, was sich von England und den USA nicht behaupten lässt. Finanzmarktderegulierung ist für England Standortpolitik, da dieses Land von der Spekulationswirtschaft abhängig ist. Für Deutschland (Österreich, auch die Schweiz<sup>46</sup>, ggf. Frankreich, die nordischen Länder) wäre hingegen eine stärkere Finanzmarkregulierung die richtige Standortpolitik zur Sicherung der produktiven Basis der Volkswirtschaft.

Ein Verbot von Leerverkäufen hilft der deutschen Volkswirtschaft, indem es die Spekulationswirtschaft ein winziges Stück zurückdrängt. Sicherlich sind einige Ausweicheffekte zu befürchten, aber Deutschland ist zum Glück nicht so von der Finanzbranche abhängig wie andere Ländern. Außerdem könnte rechtlich geprüft werden, ob sich das Verbot nicht nur auf bestimmte Transaktionen, sondern auf Akteure und ihre verbundenen Unternehmen beziehen kann. Deutschland kann und muss also eine Vorreiterrolle einnehmen, ggf. mit einer „Koalition der Willigen“. Es kann also nicht kontraproduktiv sein, wenn die Bundesregierung – notfalls im Alleingang – beschließt, „einige Tische im großen Spielcasino zu schließen“. In der Debatte um das Verbot von Leerverkäufen habe ich mich dabei eindeutig hinter die Bundesregierung gestellt.<sup>47</sup> Der

---

<sup>44</sup> Gilpin, R.G.: The Political Economy of International Relations,

<sup>45</sup> <http://www.victorianweb.org/history/cornlaws2.html>

<sup>46</sup> Ein Schweizer Industrieller sagte dem Verfasser: „Ihr Deutschen seid die einzigen, die international die Regulierung der Finanzmärkte durchsetzen können. England wird sich der Regulierung immer entziehen wollen.“

<sup>47</sup> Max Otte in „Debatte um Zockerbremse – Top-Ökonomen halten Merkel Inkompetenz vor“, Handelsblatt, 20.05.2010, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/debatte-um-zockerbremse-top-oekonomen-halten-merkel-inkompetenz-vor;2585071>

Bundesrepublik wird Führungsschwäche vorgeworfen, wenn sie zu lange an als für sich richtig erkannten Positionen wie in der Frage der Griechenland-Rettung festhält. Ebenso wird ihr Führungsschwäche vorgeworfen, wenn Sie in als richtig erkannten Fragen voranschreitet. Das kann nicht sein.

Allerdings ist das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nur ein relativ kleiner Baustein bei der Regulierung der Finanzmärkte. Viel wichtiger als diese diskretionäre Maßnahme wären sinnvolle Eigenkapitalregeln, welche die jetzige Begünstigung der Spekulationswirtschaft zu Lasten der Realwirtschaft beenden würden, darunter auch feste Eigenkapitalquoten für alle Finanzakteure und die Rückkehr zur Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip sowie die Einführung eine Transaktionssteuer. Beides wären im Gegensatz zum Verbot einzelner Produkte oder Transaktionen marktkonforme, systemische Maßnahmen: höhere Eigenkapitalanforderungen würden zum Beispiel automatisch die Haftung erhöhen und die parasitäre Spekulationswirtschaft zurückdrängen, denen einzelnen Akteuren aber die Entscheidung über das Ausmaß der Spekulation überlassen. Es ist zu wünschen, dass die Bundesregierung den Mut hat, diese Fragen mit einer „Koalition der Willigen“ – Frankreich, Österreich, BeNelux, den nordischen Ländern, vielleicht China – anzugehen, denn die Schuldner- und Finanzmarktnationen USA und England werden solchen sinnvollen Schritten nicht zustimmen. Deutschland muss auch einmal den Mut finden, Deutsche Interessen – und das sind glücklicherweise noch die Interessen eines starken produzierenden Gewerbes und des Mittelstandes – zu definieren und zu vertreten.