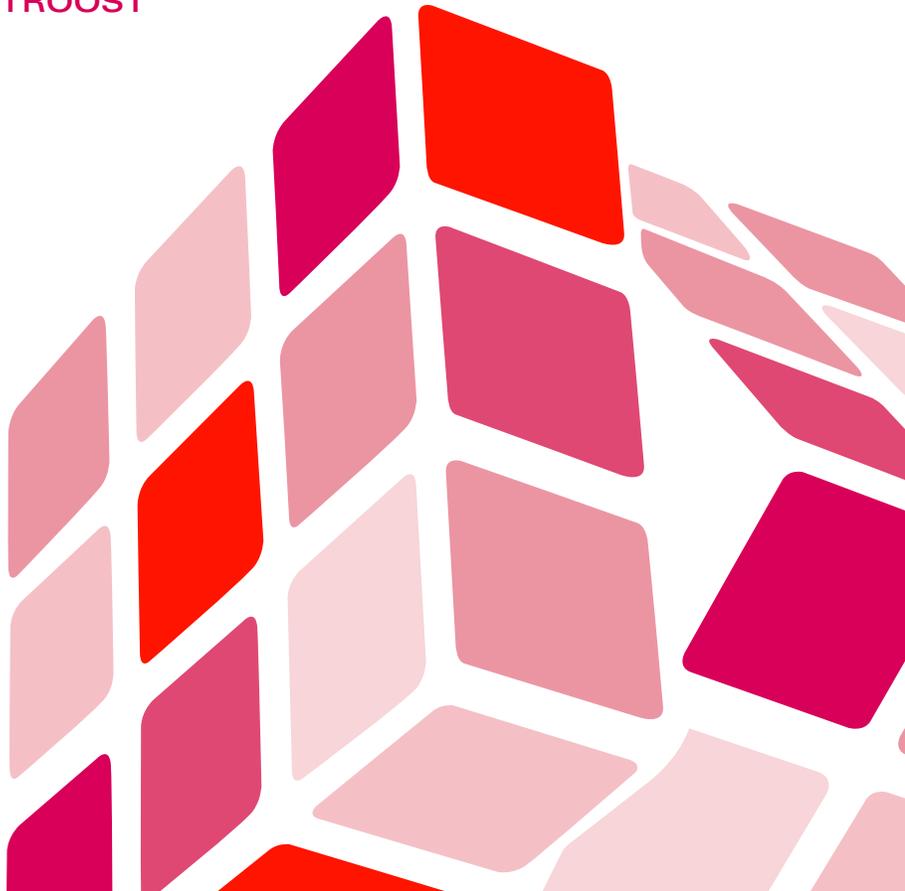


GESELLSCHAFT

CHANCE VERTAN

**ZEHN JAHRE FINANZKRISE UND REGULIERUNG
DER FINANZMÄRKTE - EINE BILANZ**

**RAINALD ÖTSCH UND
AXEL TROOST**



INHALT

Kurzfassung	2
1 Einleitung	4
1.1 Der Marsch in die Krise	4
1.2 Regulierung seit der Krise	6
2 Maßnahmen im Bankensektor	8
2.1 Kapitalausstattung	8
2.2 Bankenabwicklung und «too big to fail»	12
2.3 Finanzaufsicht	16
2.4 Makroprudenzielle Überwachung	18
2.5 Einlagensicherung	19
3 Weitere Finanzmarktreformen	22
3.1 Verbriefungen	22
3.2 Ratingagenturen	22
3.3 Derivatemärkte	24
3.4 Schattenbanken	25
3.5 Hochfrequenzhandel	26
3.6 Bonus-Regelungen	27
3.7 Juristische Aufarbeitung	29
3.8 Finanztransaktionssteuer	31
4 Gesamtwirkungen der Reformen	33
4.1 Aufstieg der Schattenbanken	33
4.2 Der Finanzsektor wächst weiter	35
5 Die blinden Flecken der Finanzmarktregulierung	39
Literatur	41

KURZFASSUNG

Die Pleite der US-Bank Lehman Brothers am 15. September 2008 markierte den Höhepunkt der weltweiten Finanzkrise, die im Anschluss vollends auf deutsche Banken übergriff. Nur durch milliarden-schwere Bankenrettungsschirme und Konjunkturprogramme konnte ein Absturz der Weltwirtschaft verhindert werden. Während bei öffentlichen Leistungen seit Jahren der Mangel regiert und Zukunftsaufgaben wie Bildung oder Umwelt- und Klimaschutz viel zu kurz kommen, waren plötzlich Unsummen vorhanden, um Banken zu stützen, die von hochbezahlten Manager_innen mit spekulativen Geschäften gegen die Wand gefahren worden waren.

Nachdem sich der Rauch über den Trümmern etwas gelichtet hatte, schworen die Regierenden, eine solche Rettungsaktion dürfe sich nie wiederholen. «Kein Markt, kein Produkt, kein Akteur» sollten künftig unreguliert bleiben, so die Erklärung der G20, deren Regulierungsagenda in den folgenden Jahren den Kern der Neuordnung der Finanzmärkte bildete. Weltweit wurde sich bemüht, das Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen, Systemrelevanz anzugehen, effektive Abwicklungsmechanismen einzurichten, die Aufsicht zu verbessern, die Derivatmärkte zu reformieren und den Schattenbankensektor unter Kontrolle zu bringen.

Auf allen diesen Feldern hat es in den vergangenen Jahren viele Fortschritte gegeben. Banken müssen deutlich mehr und besser strukturiertes Kapital vorhalten. Eigens gegründete Abwicklungsbehörden haben Instrumente an die Hand bekommen, um kriselnde Banken aufzuspalten und zu liquidieren. Die

Finanzaufsicht wurde europäisiert und personell deutlich aufgestockt. Sie kann regelmäßige Stresstests durchführen und gegen Blasenbildung vorgehen. Der Handel mit Finanzinstrumenten wurde auf regulierte Handelsplätze verlagert und neue Meldepflichten wurden eingeführt. Forderungen, die lange Zeit als untauglich, rückwärtsgerichtet oder weltfremd abgetan wurden, sind nun vom Mainstream übernommen worden.

Letztlich wurden viele Maßnahmen aber nur halbherzig angegangen, bei der Umsetzung verwässert oder scheiterten ganz. Noch immer wabern täglich Unsummen über die Finanzmärkte, schwanken Kurse zwischen Boom und Crash und bahnen sich große Geldströme durch dunkle Kanäle ihren Weg. Noch immer sind viele Banken zu groß, zu verflochten und zu komplex, um sie systemschonend abwickeln zu können. Noch immer sind Regulierer und Aufseher damit überfordert, ihrer Kontrollfunktion gerecht zu werden. Die Einführung der lang angekündigten Finanztransaktionssteuer steht weiter in den Sternen, die EU-Trennbankenverordnung ist geplatzt und die Schattenbankenregulierung kommt nicht aus den Kinderschuhen heraus. Der viel versprochene Kulturwandel in der Branche ist ausgeblieben.

Die Krise hat in der Bankenlandschaft ihre Spuren hinterlassen. Einige Banken wie die Hypo Real Estate und die WestLB sind von der Bildfläche verschwunden, die Deutsche Bank steckt in einer veritablen Krise. Sparkassen und Genossenschaftsbanken spielen wieder eine deutlich größere Rolle. Das sind positive Entwicklungen. Setzt man die beschei-

dene Konsolidierung seit der Krise aber in Vergleich zu dem starken Wachstum vor der Krise, kann von einem Systemwechsel nicht die Rede sein – zumal die leichte Schrumpfung im Bankensektor vom Wachstum der Schattenbanken konterkariert wird: Der Finanzsektor ist heute sogar noch größer, als er es vor Ausbruch der Krise war. Ein konsequentes Durchgreifen hat nicht stattgefunden.

Hinzu kommt, dass die Politik zentralen Triebkräften der Finanzialisierung nichts entgegengesetzt hat. Dazu gehören die hohe Ungleichheit bei Einkommen und Vermögen und die großen Summen an überschüssigem Kapital, das auf die Finanzmärkte drängt. Auch die Privatisie-

rung der Altersvorsorge trägt dazu bei, dass große Geldmengen über die Finanzmärkte wandern. Die Jagd nach Rendite und der panikmäßige Abzug bei Verlusten werden dort zum Quell von Instabilitäten. Weitere Ursachen für Finanzkrisen sind in der Architektur des Weltfinanzsystems zu finden. Mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs haben sowohl die Schwere als auch die Häufigkeit und Geschwindigkeit von Finanzkrisen zugenommen. Zum gehäuften Auftreten von Finanzkrisen tragen auch die großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte bei, die sich in Schuldenkrisen entladen. Auf allen diesen Feldern bedarf es mehr staatlicher Lenkung und Kontrolle.

1 EINLEITUNG

Gefühlt ist die Weltfinanzkrise, die im Herbst 2008 ihren Höhepunkt erreichte, längst Geschichte. Im Zuge der Krise sind Werte in ungeheurem Ausmaß vernichtet worden, die Weltwirtschaft stürzte in eine Rezession und die Schulden vieler Staaten explodierten. Trauriger Höhepunkt der deutschen Krisenbewältigung war die Bereitstellung von bis zu 500 Milliarden Euro für einen Bankenrettungsfonds in einer Nacht-und-Nebel-Aktion im Oktober 2008. Vollkommen unvorbereitet wurden in den nächsten Monaten aus diesem Fonds riesige Garantien und Kapitalhilfen ausgereicht, verbunden mit der Hoffnung, den Schaden noch halbwegs zu begrenzen. «Der Bankenrettungsfonds hat die demokratische Qualität des Volkskongresses von Nordkorea», brachte es später der Journalist Harald Schumann beim Attac-Bankentribunal auf den Punkt.

Die schwere Konjunkturkrise und die in die Höhe geschossene Staatsverschuldung führten dazu, dass statt einzelner Banken bald ganze Staaten vor der Pleite bewahrt werden mussten und die hektischen Bankenrettungswochenenden von nicht weniger hektischen Eurokrisengipfeln abgelöst wurden. Auch wenn die Krise heute noch längst nicht überwunden ist, sondern sich in eine politische Krise der Europäischen Währungsunion transformiert hat, ist die akute Phase des Krisenmanagements erst einmal vorbei. Vorbei ist aber auch die Zeit der großen Regulierungsvorhaben. Zehn Jahre nach der Kernschmelze am Finanzmarkt sind nennenswerte Initiativen nicht mehr in Sicht. Die Regulierungsagenda, die infolge der Finanzkrise aufgelegt wurde, ist weitgehend abgear-

beitet oder versandet. Während die Kernschmelze in Fukushima zum Ausstieg aus der Atomenergie in Deutschland führte, zog der Super-GAU im Finanzsystem keine grundlegende Neuordnung nach sich. Die Regulierer_innen implementierten ein Flickwerk an Reparaturmaßnahmen, die das System stabilisieren und in seiner Grundstruktur erhalten sollen. Das Finanzkrisenjubiläum ist ein guter Anlass, um die Regulierungsbemühungen der vergangenen Jahre Revue passieren zu lassen und ihre Wirkungen auf die Finanzmärkte zu untersuchen.

1.1 Der Marsch in die Krise

In Deutschland waren die Finanzmärkte in den Jahren und Jahrzehnten vor der Krise umfangreich dereguliert worden. Unter Dutzenden Gesetzen, die der Deutsche Bundestag ab den 1990er Jahren im Bereich des Finanzmarktes verabschiedete (Steinborn 2009; Deutscher Bundestag 2013), sind insbesondere die vier «Finanzmarktförderungsgesetze» von 1990 (u.a. Erleichterung für Investmentfonds, Wegfall der Börsenumsatzsteuer), 1994 (u.a. Zulassung von Geldmarktfonds und der Wertpapierleihe, Förderung von Warenterminbörsen), 1998 (u.a. umfangreiche Deregulierungen für Investmentfonds) und 2002 (diverse Änderungen des Börsen- und Wertpapierhandelsrechts) hervorzuheben. Dazu kam 2006 der ursprünglich als fünftes Finanzmarktförderungsgesetz geplante Finanzmarktförderplan, ein Bestandteil der Agenda 2010, der unter anderem die Zulassung von Hedgefonds, die unbeschränkte Freigabe von Leerverkäufen und Erleichterungen für Verbrieferungen vorsah. Ziel dieser Maßnahmen

war es, dass der deutsche Finanzmarkt Anschluss an die großen Finanzzentren London und New York findet und Investorengelder anlockt.

Parallel zu den Deregulierungsmaßnahmen, die in dieser Zeit auch in anderen Ländern gang und gäbe waren, wurden auch auf europäischer Ebene die Weichen gestellt (vgl. Nölke 2016). Seit den 1990er Jahren orientiert sich die EU explizit am angelsächsischen Finanzmarktmodell: Dazu gehörten der Schutz des freien Kapitalverkehrs im Vertrag von Maastricht und die aggressive Liberalisierung der Finanzmärkte, einschließlich der Angriffe der EU-Kommission, um den Staat als Eigentümer aus dem Bankensektor zu drängen und die Privatisierungen des öffentlichen Bankensektors voranzutreiben. Auch die Durchdringung von Unternehmensrecht und Managementpraxis mit Finanzmarktlogik («Shareholder Value», z. B. bei Übernahmen und Rechnungslegung) gehörte dazu. Das Gedankengut schlug sich zudem in der Architektur des Euro und der Europäischen Zentralbank nieder. Die Finanzmärkte sollten die Staaten in ihrer Haushalts- und Wirtschaftspolitik disziplinieren. Je weniger Beschränkungen sie dabei störten, desto besser würden sie diese Aufgabe erfüllen können. Die Finanzindustrie nahm diese Rolle als oberster Aufseher über Staat und Regierung bereitwillig an. «Freie Finanzmärkte sind die wirkungsvollste Kontrollinstanz staatlichen Handelns», erklärte Rolf Breuer, damals Chef der Deutschen Bank, das neue Selbstverständnis. Von nun an seien die Finanzmärkte «die Fünfte Gewalt» der Demokratie (Breuer 2000).

Darüber hinaus war diese Zeit von Attacken auf den öffentlichen Bankensektor in Deutschland geprägt, der sich seit den

frühen 1990er Jahren in einem «ständigen Belagerungszustand» befand (Seikel 2011). Mithilfe des Wettbewerbsrechts konnte die EU-Kommission schließlich eine Abschaffung der staatlichen Haftungsgarantien für Sparkassen und Landesbanken durchsetzen. Die dafür vorgesehene Übergangsfrist von vier Jahren nutzten viele Landesbanken dazu, sich zu den auslaufenden, günstigen Konditionen, die noch für Banken mit Staatshaftung galten, mit Kapital vollzusaugen und sich so ausgestattet in internationale Kapitalmarkt Abenteuer zu stürzen – ein verhängnisvoller Fehler, wie sich zeigen sollte.

Im Sommer 2007 machten sich die Ausläufer der US-Subprime-Krise in Deutschland bemerkbar. Zunächst geriet die IKB-Bank wegen ihrer Verstrickung in verbrieft US-Hypothekengeschäfte in Schieflage, kurz darauf die Sachsen LB. Es sollte aber noch länger als ein Jahr dauern, bis die Bundesregierung den Ernst der Lage erkannte: Bundeskanzlerin Angela Merkel meinte noch im Frühjahr 2008, die Finanzkrise werde «Deutschland vielleicht berühren» (Müller 2010). Bundesfinanzminister Peer Steinbrück klärte den Bundestag noch am 25. September 2008 darüber auf – gerade war die US-Bank Lehman Brothers in die Pleite gegangen, der US-Versicherungskonzern AIG und die US-Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac verstaatlicht und von der US-Regierung das größte Rettungsprogramm in der Geschichte der Finanzmärkte aufgelegt worden –, dass die Krise zuallererst ein Problem US-amerikanischen Ursprungs sei und nach Ansicht der Finanzaufsicht «die in den letzten Jahren gesteigerte Risikotragfähigkeit der deutschen Institute ausreiche» (Steinbrück 2008). Aus diesem Grund habe man ein

koordiniertes Rettungsprogramm der G7-Finanzminister abgelehnt.

Einen Tag nach dieser Erklärung trat ein Krisenstab zusammen, um den Zusammenbruch der Hypo Real Estate abzuwenden. In den nächsten drei Jahren pumpeten die europäischen Staaten Beihilfen im Umfang von 1,6 Billionen Euro in den Finanzsektor. Der Bund und die Länder werden für die Rettung von Banken im Endeffekt auf einem mittleren zweistelligen Milliardenbetrag sitzen bleiben. Im Hauptkrisenjahr brach die deutsche Wirtschaft um 5,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) ein. Die Europäische Union schlitterte in eine Krise, die Millionen Menschen in Armut stürzte und von der sie sich bis heute nicht erholt hat.

1.2 Regulierung seit der Krise

Als die Lage der deutschen Banken immer bedrohlicher wurde und sich die Krise auch in den Nachbarländern immer weiter zuspitzte, konnte die Bundesregierung schließlich nicht mehr leugnen, dass die Krise nur gemeinsam bewältigt werden konnte. Im November 2008 kamen so auf Initiative des französischen Präsidenten Nicolas Sarkozy und des britischen Premiers Gordon Brown in Washington erstmals die Staatschef_innen der 20 wirtschaftlich bedeutendsten Staaten im Format der G20 zusammen. Der Anspruch des Gipfeltreffens ging über reine Schadensbegrenzung hinaus: Die weltweite Finanzmarktarchitektur sollte im Sinne eines neuen Bretton-Woods-Abkommens neu gestaltet werden. «Mit dem Ende des Finanzkapitalismus geht eine Epoche zu Ende», so Sarkozy. Zwar wurde mit den Absichtserklärungen dieses Gipfels der Grundstein für die Regulierungsagenda der nächs-

ten Jahre gelegt. An den visionären Anspruch von Bretton Woods, wo 1944 die Grundzüge des Nachkriegs-Weltfinanzsystems festgelegt wurden, konnte der G20-Gipfel allerdings keinesfalls anknüpfen.

Mit dem Gipfel von Pittsburgh 2009 avancierten die G20 zum zentralen Forum für globale wirtschaftliche und finanzpolitische Kooperation. Zuvor hatten diesen Anspruch die G7 (bzw. G8 mit Russland) besessen – als elitärer Club, dessen Zusammensetzung die Machtverteilung nach dem Zweiten Weltkrieg widerspiegelte. Mit den G20 saßen nun die mal mehr, mal weniger demokratisch gewählten Regierungsvertreter_innen von etwa zwei Dritteln der Weltbevölkerung, etwa der Hälfte der Landmasse und etwa 85 Prozent des Welt-BIP zusammen an einem Tisch. Als Koordinierungsgremium der G20-Regulierungsagenda wurde das bis dahin glücklose Financial Stability Forum (FSF) zum Financial Stability Board (FSB) befördert. Dieser neue «Finanzstabilitätsrat» korrigierte wenigstens einige der Schwächen des FSF, das an seiner fehlenden personeller Ausstattung, dem beschränkten Mandat und verkürzten Analysen gescheitert war.

Über diesen durchaus bedeutenden institutionellen Fortschritt hinaus sahen die G20-Erklärungen von London und Pittsburgh vergleichsweise umfangreiche und konkrete Maßnahmenkataloge vor, jedenfalls gemessen an den üblichen Verlautbarungen dieser Art von Gipfeltreffen. Kein Markt, kein Finanzprodukt und kein Akteur sollten künftig unreguliert bleiben, so die ausgegebene Devise. Zu den wichtigsten Baustellen zählten eine reformierte Finanzaufsicht, höhere Eigenkapitalanforderungen für Banken, ein Abwicklungsregime für systemrelevante

Banken, Maßnahmen zur Überwachung von Hedgefonds, Einschränkungen für Verbriefungen, geregeltere Derivatemärkte, neue Regeln im Umgang mit Ratings und neue Anforderungen für Managervergütungen (Dullien 2012). Beschlossen wurde auch, die Mittel des Internationalen Währungsfonds (IWF) aufzustocken und den völlig unterrepräsentierten Schwellenländern mehr Stimmrechte zu gewähren. Angekündigt, aber weitgehend folgenlos blieben die Maßnahmen der G20 zur Trockenlegung von Steueroasen und zur Beseitigung außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte.

Aufgrund diverser Lücken und Schwächen und der Unverbindlichkeit der Erklärungen musste die erste Bewertung der G20-Maßnahmen negativ bis ambivalent ausfallen (Troost 2011). Doch es wäre falsch, die G20-Agenda (und die wenigen darüber hinausgehenden Initi-

ativen) als pure Kosmetik abzutun. Viele der vereinbarten Maßnahmen wurden tatsächlich implementiert und später nachjustiert. Zudem nahmen die Regierungschef_innen der Eurozonen-Staaten eine Vergemeinschaftung der Bankenaufsicht, Bankenabwicklung und Einlagensicherung ins Visier. Die ersten beiden Komponenten wurden inzwischen in Form des einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) und des einheitlichen Bankenabwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM) verwirklicht, die umstrittene europäische Einlagensicherung (European Deposit Insurance System, EDIS) steckt noch im europäischen Verhandlungsprozess. Mit dieser sogenannten Bankenunion erhielt die europäische Finanzmarktregulierung einen weiteren Schub. Insofern lohnt sich eine gründliche Bewertung von zehn Jahren Finanzmarktregulierung.

2 MASSNAHMEN IM BANKENSEKTOR

2.1 Kapitalausstattung

Zu den ersten Maßnahmen nach Ausbruch der Krise gehörte die Reform der Kapitalanforderungen für Banken. Höhere Kapitalanforderungen wirken als Bremse und erhöhen die Fähigkeit, Verluste zu absorbieren. Neben Eigenkapitalvorgaben, die sich im Zentrum der Debatte befanden, ging es dabei auch um andere verlustabsorbierende Kapitalarten und um Vorgaben für Liquidität und Transparenz.

Seit Längerem werden für die Kapitalvorschriften globale Standards im Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeitet, einem internationalen Gremium von Bankenaufsehern und Zentralbankern. Die Empfehlungen des Gremiums sind rechtlich unverbindlich, müssen daher noch in Gesetzesform gebracht werden. Das passiert nicht zwangsläufig. So war das 2004 beschlossene Basel-II-Abkommen von den USA bei Ausbruch der Finanzkrise noch gar nicht umgesetzt. Anders in der EU, wo die im Jahr 2007 in Kraft getretenen Regeln die Krise aber auch nicht mehr verhindern konnten. Das lag nicht bloß an der kurzen Zeitspanne seit der Implementierung, sondern auch am Inhalt. Schon vor der Krise hatten Expert_innen die starken Bezüge auf die Bewertungen von Ratingagenturen und die Orientierung an Marktwerten kritisiert. Beides bewirkte, dass die Basel-II-Regeln prozyklisch wirkten und damit Herdenverhalten und Blasenbildungen begünstigten.

Die Finanzkrise legte die Mängel von Basel II offen. Bald folgte ein Maßnahmenpaket mit höheren Eigenkapitalanforderungen für Verbriefungen und Marktrisiken sowie höheren Anforderun-

gen an das Risikomanagement und die Offenlegung («Basel 2.5»). Die Verständigung auf die umfassendere Novelle Basel III gelang im Jahr 2010. Drei Jahre später wurden die Maßnahmen in der EU durch die CRD-IV-Richtlinie und die 300-seitige CRR-IV-Verordnung umgesetzt. Die Umsetzung in nationales Recht beanspruchte ein weiteres Jahr. Parallel dazu wurden die Kapitalregeln im Baseler Ausschuss und in den Gremien des FSB weiterentwickelt.

Risikogewichtetes Eigenkapital

Wie Basel II schreibt auch Basel III eine risikogewichtete Kapitalquote von 8 Prozent der Bilanzsumme vor. Die Quote für das harte Kernkapital aus Aktien, eingehaltenen Gewinnen und Rücklagen wurde von 2 Prozent auf 4,5 Prozent angehoben. Damit steigt die Kapitalqualität, weil dieses Kapital uneingeschränkt zur Abfederung von Verlusten herangezogen werden kann. Darüber hinaus wurden verschiedene Kapitalpuffer vorgeschrieben. Dazu gehört erstens ein Kapitalerhaltungspuffer von 2,5 Prozent, der vorübergehend unterschritten werden kann, ohne dass sofort ein Entzug der Banklizenz droht, und zweitens ein antizyklischer Puffer von bis zu 2,5 Prozent (in begründeten Fällen auch mehr), der in Boomphasen aufgebaut und in Abschwungphasen reduziert werden kann. Inzwischen kann die Aufsicht drittens auch noch einen «Kapitalpuffer für systemische Risiken» anordnen, der dann mindestens 1 Prozent betragen muss und nach oben unbeschränkt ist. Er soll langfristigen Risiken vorbeugen, wurde von der deutschen Finanzaufsicht Bafin aber bisher nicht aktiviert. 2013 wurde

zudem ein Eigenkapitalzuschlag für systemrelevante Banken eingeführt. Er soll den Wettbewerbsvorteilen entgegenwirken, die systemrelevante Banken aufgrund der unterstellten staatlichen Bestandsgarantie haben. Er muss bis 2019 aufgebaut werden und kann je nach Grad der Systemrelevanz bis zu 3,5 Prozent betragen. Für die Deutsche Bank sollen 2 Prozent veranschlagt werden (Bafin 2017). Sobald ein Puffer für systemische Risiken verhängt wird, gilt immer nur der höhere der beiden letztgenannten Zuschläge.

Wichtig ist, dass sich die genannten Eigenkapitalquoten auf die risikogewichteten Aktiva beziehen. Das heißt, dass ein Kredit oder ein anderes Bankgeschäft nicht mit seinem vollen Wert in die Berechnung eingeht. Für die Risikogewichte definiert das Baseler Regelwerk Standardwerte. Alternativ ist es möglich, die Gewichte mit eigenen Risikobewertungsmodellen selbst zu berechnen, was von größeren Banken auch gemacht wird.

Diese Praxis steht seit Längerem in der Kritik. Zum einen ist gut belegt, dass ein und dieselben Portfolien von Banken stark unterschiedlich bewertet werden und sich dadurch die damit verbundenen Kapitalunterlegungspflichten ebenfalls stark unterscheiden (Breuer 2017). Zudem konnte beobachtet werden, dass nach der Eröffnung der Möglichkeit der internen Bewertung die Risikogewichte innerhalb kurzer Zeit stark sanken (Hui-zinga 2016). Dazu gibt es verschiedene Erklärungsansätze. Die Vermutung liegt aber nahe, dass die Modelle zum Teil bewusst manipuliert wurden, um Eigenkapital zu sparen und eine höhere Rendite erzielen zu können. Um der Variabilität etwas Einhalt zu gebieten, empfiehlt der

Baseler Ausschuss, den Risikoabschlag durch eine Obergrenze zu regulieren. Wenn seine Empfehlungen vom Dezember 2017 tatsächlich umgesetzt werden, darf das aus internen Modellen berechnete Risikogewicht künftig nicht niedriger als 72,5 Prozent des Gewichts aus dem Standardansatz betragen. So würden Manipulationsmöglichkeiten zwar nicht beseitigt, aber den schlimmsten Exzessen wäre vorgebeugt. Der Beratungsgesellschaft PwC zufolge müssen die besonders stark betroffenen europäischen Banken nun mit einem Anstieg ihrer Risikoaktiva um 10 bis 15 Prozent rechnen (Börsenzeitung vom 12.12.2017). Vorgeesehen ist allerdings eine extrem lange Übergangsfrist, sodass die Beschränkung erst ab 2027 voll greift. Nachzuvollziehen ist diese Frist nicht. Die Beschlüsse von Ende 2017 werden laut Deutscher Bundesbank (2018) den Bedarf an hartem Kernkapital weltweit nur um 30 Milliarden Euro erhöhen, um 18 Milliarden Euro in der EU. Das ist nur ein Bruchteil dessen, was die Baseler Beschlüsse von 2010 bewirkt haben. Weltweit war dadurch der Bedarf um 518 Milliarden Euro gestiegen, um 277 Milliarden Euro in der EU.

Ungewichtetes Eigenkapital

Da nicht nur die Risikobewertung durch interne Modelle, sondern auch der Baseler Standardansatz seine Schwächen hat, wird als Steuerungsinstrument immer wieder auch die ungewichtete Eigenkapitalquote (Leverage Ratio) ins Spiel gebracht. Diese hat allerdings den Nachteil, dass tendenziell risikoarme Geschäfte wie zum Beispiel die Finanzierung von Kommunen oder besicherte Kredite gleich behandelt werden wie hochrisikante Geschäfte. Insofern erscheint es folge-

richtig, sowohl Vorgaben für das gewichtete und das ungewichtete Eigenkapital zu machen und durch zusätzliche Vorgaben für Liquidität insgesamt unterschiedliche Verwundbarkeiten zu adressieren. Über die genaue Gewichtung dieser Steuerungsinstrumente lässt sich natürlich streiten.

Anders als in den USA, wo eine ungewichtete Kapitalquote von 4 Prozent seit Längerem verpflichtend ist, gilt in der EU bisher nur die Pflicht zur Offenlegung dieser Größe. Gemäß den Beschlüssen des Baseler Ausschusses von Ende 2017 soll zukünftig eine Leverage Ratio von 3 Prozent vorgeschrieben werden. Für systemrelevante Banken soll ab 2022 ein Zuschlag gelten, der die Hälfte des risikobasierten Kapitalzuschlags für systemrelevante Banken beträgt (d. h., dass für die Deutsche Bank dann eine ungewichtete Eigenkapitalquote von 4 Prozent gelten würde). Die Umsetzung in EU-Recht und nationales Recht steht aber noch aus.

Ohne Risikogewichtung liegen die auf die Bilanzsumme bezogenen Kapitalquoten deutlich unter den risikogewichteten Kapitalquoten. Die ungewichteten Kapitalquoten der Großbanken im Euroraum liegen derzeit bei etwa 4,5 Prozent, vor der Krise waren es gerade einmal 2,7 Prozent (Schoenmaker 2017). Auf jeden Euro Eigenkapital kommen daher immer noch über 20 Euro an Bankaktiva, was die Banken bei unerwarteten Marktschwankungen weiter stark verwundbar macht.

TLAC-Kapital

Neben Eigenkapital gelten zukünftig auch Vorgaben für spezielles verlustabsorbierendes Kapital (Gone-Concern Loss Absorbing Capacity, GLAC). Das können Anleihen sein, die im Abwicklungsfall abgeschrieben oder in Eigenka-

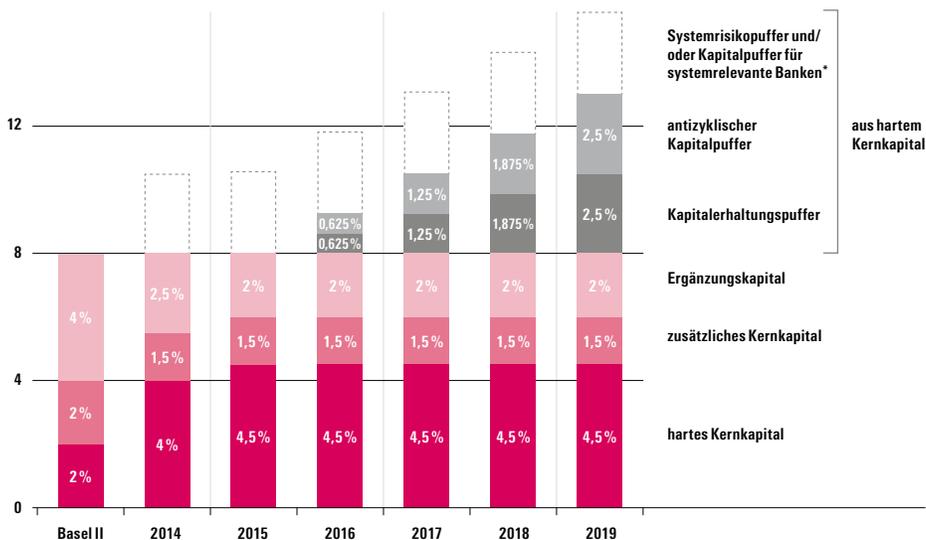
pital umgewandelt werden können (z. B. «Coco-Bonds»). Das Volumen soll in etwa der Höhe der Eigenkapitalquoten entsprechen. Ein Nachteil dieser Anleihen ist ihre hohe Komplexität, wodurch sie allenfalls für professionelle Investoren in Betracht kommen. Von Banken gehaltene Coco-Bonds könnten in einer Krise Domino-Effekte verstärken.

Die GLAC-Sparten bilden zusammen mit dem Eigenkapital das TLAC-Kapital (Total Loss-Absorbing Capacity) also die Gesamtsumme an verlustabsorbierendem Kapital. Für global systemrelevante Banken soll die risikogewichtete TLAC-Quote ab 2022 mindestens 18 Prozent betragen (dazu kommen noch die verschiedenen, oben genannten Kapitalpuffer aus Basel III). Zusätzlich soll eine ungewichtete TLAC-Kapitalquote von 6,75 Prozent greifen. Die genaue Höhe wird von der neuen europäischen Abwicklungsbehörde für jede Bank separat festgelegt.

Was haben diese Veränderungen gebracht?

Laut Deutscher Bundesbank (2017) ist die Kernkapitalquote deutscher Banken von durchschnittlich 9 Prozent 2008 auf inzwischen 16,6 Prozent gestiegen. Da sich bei den Kapitalquoten die Berechnung sowohl des Zählers, des Nenners als auch der Risikogewichte geändert hat, sind die Quoten von Basel II und III aber nur bedingt vergleichbar. Besonders stark war der Zuwachs bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken. In absoluten Beträgen haben beide Gruppen ihr Kernkapital mehr als verdoppelt, was auch an den seit der Krise deutlich ausgebauten Geschäftsvolumen liegt. Bei den Großbanken ist der Zuwachs weniger beeindruckend. Das Kernkapital der zwölf größten deutschen Banken ist seit 2008

Abbildung 1: Entwicklung der Kapitalanforderungen
in Prozent der (risikogewichteten) Bilanzsumme



* Falls ein Institut mehreren dieser Puffer unterliegt, gilt grundsätzlich nur der höchste dieser Puffer.
Quelle: Deutsche Bundesbank (2018a)

in absoluten Beträgen nur um knapp 20 Prozent gestiegen (die dazugehörige Quote nennt die Bundesbank nicht). Dahinter steckt ein Rückgang der risikogewichteten Aktiva um 40 Prozent, weil abgesehen von Bewertungseffekten die Großbanken auch ihr Geschäftsvolumen signifikant zurückgefahren haben. Die 20 größten europäischen Banken haben ihre Kernkapitalquote von 8,2 Prozent im Jahr 2008 auf derzeit 13,8 Prozent gesteigert (Schildbach 2017), was gegenüber anderen Bankengruppen ebenfalls ein unterproportionaler Anstieg sein dürfte. Laut IWF wären risikogewichtete Kapitalquoten von 15 bis 23 Prozent vonnöten gewesen, um in den jüngsten Finanzkrisen den Großteil der Verluste zu absorbieren (Haldane 2017). Mit dem

speziellen TLAC-Kapital wird diese Größenordnung in den nächsten Jahren erreicht. Zumindest die Eigenkapitalquoten werden aber immer noch niedriger liegen als Anfang der 1990er Jahre. Demnach wären die neuen Anforderungen keineswegs besonders drastisch und sollten aus Stabilitätsgesichtspunkten weiter gesteigert werden. Allerdings gab es historisch immer wieder Bankenpleiten bei hohen Eigenkapitalquoten, und die krisenarme Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg ging mit relativ geringen Eigenkapitalquoten einher (Dullien 2013: 28). Das spricht dafür, die Bedeutung von Eigenkapital nicht überzubewerten. Viel wichtiger sind Maßnahmen, die destabilisierenden Finanzmarktaktivitäten gezielt den Boden entziehen.

2.2 Bankenabwicklung und «too big to fail»

Bedeutende Fortschritte, aber keine überzeugende Lösung hat es in den vergangenen Jahren bei der Abwicklung kriselnder Banken gegeben. Die Finanzkrise hatte die Regulierer noch völlig unvorbereitet erwischt. Es mangelte sowohl an Konzepten als auch an rechtlichen Instrumenten. Trotzdem gab es bedeutende Unterschiede in der Reaktion auf die Misere.

Nachdem der Lehman-Brothers-Bank von der US-Regierung staatliche Rettungsgelder verweigert worden waren und die Krise danach auf ungeahnte Weise um sich griff, wurden in den USA die Banken relativ pragmatisch zwangskapitalisiert – und damit übergangsweise verstaatlicht – und ihre Bilanzen gesäubert. In der deutschen Politik galt dies als sozialistischer Umtrieb – der Staat, so hieß es, habe sich aus Unternehmen gefälligst herauszuhalten. Die Folge war, dass in Deutschland nur diejenigen Banken gerettet wurden, bei denen es offensichtlich nicht mehr anders ging, wie etwa die Hypo Real Estate, die Commerzbank oder die WestLB. Im Gegensatz zu den USA, wo die Banken flächendeckend kapitalisiert wurden und die Beteiligungen später gewinnbringend abgestoßen werden konnten, wurden in Deutschland nur die größten Verliererbanken aufgefangen und ihre Verluste sozialisiert. Im internationalen Vergleich fiel die deutsche Bankenrettung deswegen besonders teuer aus.

Im Zentrum der Finanzmarktstabilisierung stand in der ersten Zeit nach der Krise der handstreichartig beschlossene Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin). Dessen Regularien wurden im Nachgang der Krise mehrfach überarbeitet. Mit dem Ende 2010 verabschiedeten Restrukturierungsgesetz übernahm der

Bundestag Elemente aus der internationalen Bankenabwicklungsdiskussion, wie einen aus einer Bankenabgabe gespeisten Restrukturierungsfonds. Das neue Abwicklungsregime soll die geordnete Insolvenz von Krisenbanken ermöglichen und den Einsatz staatlicher Gelder sowie die schädlichen Nebenwirkungen minimieren. Seine endgültige Gestalt erhielt es durch Beschlüsse auf europäischer Ebene.

Die EU griff in ihrer 2014 erlassenen Bankenabwicklungsrichtlinie die im Rahmen der G20-Agenda erarbeiteten Konzepte auf. Der Empfehlungskatalog des Finanzstabilitätsrats FSB zum Umgang mit Krisenbanken («Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions») stellt inzwischen so etwas wie den internationalen Goldstandard für Bankenabwickler dar. Zuvor hatten die Regierungschef_innen der Eurozone im Rahmen der Bankenunion auch noch einen «einheitlichen Bankenabwicklungsmechanismus» vereinbart, der eine gemeinsame Abwicklungsinstanz und einen gemeinsamen Rettungsfonds vorsah.

Das neue Abwicklungsregime der EU gibt den neuen Abwicklungsbehörden darüber hinaus mehrere Instrumente an die Hand. Dazu gehört die Übertragung der schlechten Teile in eine zu liquidierende Bad Bank oder, alternativ dazu, die Übertragung systemrelevanter Teile in eine «Brückenbank» bei Liquidierung der Restbank. Eine weitere Möglichkeit ist der Verkauf der Bank in Teilen oder als Ganzes. Das wichtigste Instrument ist das *bail-in*, also die Verlustbeteiligung von Eigentümern und Gläubigern durch Entwertung ihres eingebrachten Kapitals (anstelle des *bail-outs*, d. h. des Herauspaukens der Geldgeber der Bank durch staatliche Gelder).

Der gemeinsame «einheitliche Abwicklungsfonds» für die Eurozone soll bis 2023 ein Volumen von etwa 55 Milliarden Euro erreichen (1 Prozent der gedeckten Einlagen der Eurozone) und damit Kapitalspritzen und Garantien gewähren können. Bis Juli 2017 wurden etwa 17 Milliarden Euro eingezahlt. Die in nationale Kammern überführten Bankenabgaben werden bis 2023 nach und nach vergemeinschaftet. Ein Größenvergleich mit dem auf Deutschland beschränkten SoF-Fin (480 Milliarden Euro) und den europaweit in der Krise ausgesprochenen Garantien (Höchststand von 900 Milliarden Euro) macht schnell klar, dass sich der neue gemeinsame Fonds für kleinere Krisen oder einzelne Banken eignen mag, in einer systemischen Krise jedoch sehr rasch gesprengt werden würde.

Das Beispiel der Hypo Real Estate und der WestLB zeigen, dass sich eine systemrelevante Bank mit einer Bad Bank einigermaßen systemschonend liquidieren lässt, dies aber sehr hohe Kosten mit sich bringen kann. Durch das *bail-in* können Eigentümer und Gläubiger zukünftig in sehr viel größerem Ausmaß als bisher in Haftung genommen werden.

Praktisch wird ein *bail-in* folgendermaßen ablaufen: Sobald eine Bank in die Abwicklung geht, werden die Aufseher sich einen Überblick über die Bilanzpositionen der Bank verschaffen und den daraus resultierenden Kapitalbedarf ableiten. Um die Lücke auszugleichen, werden dann zunächst die Eigentümer und dann die Gläubiger der Bank in einer bestimmten Reihenfolge durch Annullierung, Verwässerung oder Umwandlung ihrer Ansprüche so lange herangezogen, bis die Lücke gedeckt ist. Nach einem Mindest-*bail-in* von 8 Prozent der Bilanzsumme kann auch der einheitliche Ab-

wicklungsfonds angezapft werden. Die 8-Prozent-Schwelle stellt bereits eine erkleckliche Hürde dar: Bei der Commerzbank müssten zum Beispiel zunächst mehr als 40 Milliarden Euro durch einen *bail-in* der Eigentümer und Gläubiger getragen werden. Erst wenn *bail-in* und Rettungsfonds nicht ausreichen, darf der Staat mit Steuergeldern einspringen (oder der ESM, dem dafür aber fast prohibitive Hürden gesetzt wurden).

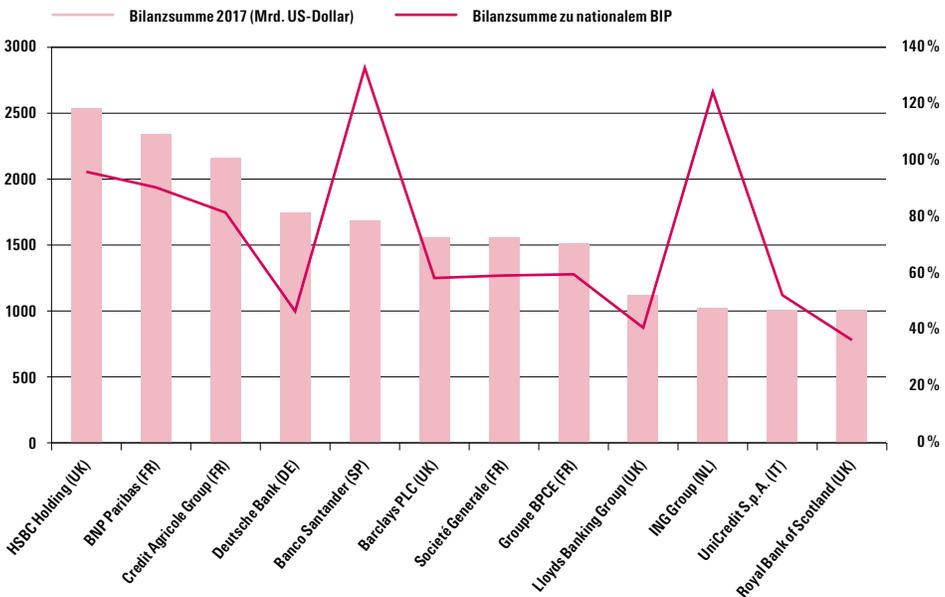
Doch sobald eine sehr große Bank im Feuer steht oder sich sehr viele Banken in gleicher Weise verspekuliert haben, drohen Dominoeffekte und heftige Gegenwehr der vom *bail-in* Betroffenen. Die Erfahrung hat gezeigt, dass in solchen Fällen stets die Neigung besteht, die Regeln zur Gläubigerbeteiligung zur Seite zu schieben. Dass die Regierungen den neuen Regeln selbst nicht recht trauen, zeigt schon die Tatsache, dass sie nach wie vor erbittert über die Konditionen der Bereitstellung von Bankenrettungsmitteln aus dem Euro-Rettungsschirm ESM streiten. Um in einer systemischen Krise die Banken mit staatlichen Geldern stützen zu können, sieht die Abwicklungsrichtlinie eigens die Ausnahmeregel einer präventiven Finanzsektorhilfe vor. Damit kann ein *bail-in* vermieden und staatliche Kapitalhilfen und Garantien können ausgereicht werden. Diese Hilfen wären allerdings Banken vorbehalten, die von der Aufsicht als solvent eingestuft werden.

Durch das im EU-Beihilferecht und in der Abwicklungsrichtlinie vorgeschriebene Mindest-*bail-in* ist allerdings die Wahrscheinlichkeit hoch, dass sich der finanzielle Schaden einer Bankenrettung für die öffentliche Hand in Grenzen hält. Neben der obligatorischen und signifikanten Verlustbeteiligung würden Verluste zunächst beim bankenfinanzierten Rettungsfonds

abgeladen werden, der dazu auch Kredite aufnehmen könnte, die aus später zu leistenden Bankenabgaben getilgt würden. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist, dass über Kapitalhilfen erworbene Bankbeteiligungen später wieder veräußert werden können und die ausgereichten Garantien, sofern sie nicht eingelöst wurden, Provisionen generieren. Insgesamt hat das neue Abwicklungsinstrumentarium also durchaus das Potenzial, die Kosten einer Bankenrettung drastisch zu senken. Was für die Steuerzahler_innen beruhigend klingt, ändert allerdings nichts daran, dass der Großteil der Kosten einer Finanzkrise meist indirekter Natur ist, weil eben die Steuern drastisch einbrechen, die Sozialversicherungskosten durch höhere Arbeitslosigkeit steigen und der Staat Konjunkturprogramme bezahlen muss. Insoweit leistet das Abwicklungsregime

nur einen begrenzten Beitrag dazu, Finanzkrisen zu meistern. Insgesamt scheinen die dem Abwicklungsregelwerk innewohnenden Schwächen schwer überwindbar: Megabanken, deren Bilanzsumme in Höhe der jährlichen Wirtschaftsleistung einer großen Volkswirtschaft liegt, sind für eine geordnete Abwicklung viel zu groß, zu komplex und zu verflochten. Bei grenzüberschreitenden Geschäften, die es nach wie vor zuhauf gibt, sind außerdem Konflikte zwischen den Aufsehern des Heimat- und des Gastlandes vorprogrammiert. Und der in der Eurozone vorgesehene Entscheidungsmechanismus ist aufgrund vielfältiger Mitsprache- und Vetorechte unnötig kompliziert und ineffizient (Troost 2015). Der Schlüssel zur Lösung dieses Problems liegt in der Einrichtung von kleineren und überschaubareren Banken.

Abbildung 2: Die zwölf größten europäischen Banken



Quelle: relbanks.com, IWF, eigene Berechnungen

Trennbanken

Eine der wenigen auf strukturelle Eingriffe abzielenden Gesetzesinitiativen wurde unlängst von der EU-Kommission beerdigt: die EU-Trennbankenverordnung («EU-Bankenstrukturreform»). Nach jahrelangem Streit schienen die Aussichten auf eine Einigung zu gering, um die Verhandlungen fortzusetzen. Zudem seien mit dem einheitlichen Aufsichtsmechanismus und dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus längst alternative Regulierungsmaßnahmen etabliert worden, so die EU-Kommission.

Ein Trennbankensystem zielt auf die Trennung des Investmentbankings vom Kredit- und Einlagengeschäft. Es soll eine Quersubventionierung zwischen diesen Sparten verhindern und zweitens die für die Realwirtschaft wichtigen Einlagen- und Kreditgeschäfte vor Verlusten aus spekulativen und volatilen Kapitalmarktgeschäften abschirmen. Drittens helfen Trennbankensysteme, große und komplexe Bankenstrukturen zu entflechten. Viertens sollen die Verknüpfungen zum Schattenbankensektor verringert werden.

Trennbankensysteme können zum Beispiel vorschreiben, dass beide Bereiche in zwei separate Gesellschaften überführt werden müssen. Eine andere Möglichkeit besteht darin, Geschäftsbanken den Eigenhandel und die Finanzierung von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds komplett zu untersagen (wie die Volcker-Rule in den USA). Als radikalere Variante eines Trennbankensystems lassen sich auch Vollgeld- bzw. 100-Prozent-Geld-Systeme beschreiben (Huber 2013).

Um dem selbsterklärten Finanzmarkt-bändiger und SPD-Kanzlerkandidaten Peer Steinbrück den Wind aus den Segeln zu nehmen, hatte das CDU-geführte

Finanzministerium vor der Bundestagswahl 2013 ein nationales Trennbankengesetz aus dem Hut gezaubert. Dieses baute, wie auch der spätere Vorschlag für eine EU-Verordnung, auf dem Liikanen-Report auf, dem Bericht einer Expertenkommission unter Vorsitz des finnischen Zentralbankpräsidenten Erkki Liikanen. Demnach sollten der Eigenhandel, das Market-Making und Kredite an Hedgefonds, Zweckgesellschaften und Private-Equity-Fonds auf ein Handelsinstitut übertragen werden, sobald diese Geschäfte einen erheblichen Anteil an den Gesamtgeschäften ausmachen, das heißt, bestimmte Schwellenwerte überschritten sind. Laut diesem Gesetz müssen der Eigenhandel auf eigene Rechnung sowie Kredite an Hedgefonds und andere stark gehebelte Fonds auf ein Handelsinstitut übertragen werden, sobald diese Geschäfte bestimmte Schwellenwerte überschreiten. Das deutsche Trennbankengesetz wich insofern vom Liikanen-Report ab, als dass es zwar den Eigenhandel, nicht aber das Market-Making in eine separate Einheit verschiebt, genauso wie Kredite an Hedgefonds und andere, stark gehebelte alternative Investmentfonds. Es betrifft Banken mit einer Handelsaktivität von mindestens 100 Milliarden Euro sowie Banken, die eine Bilanzsumme von mindestens 90 Milliarden Euro besitzen, sobald ihre Handelsaktivität einen Anteil von mindestens 20 Prozent erreicht.

Beim deutschen Trennbankengesetz bezweifelten viele Expert_innen, dass sich der Eigenhandel auf eigene Rechnung (Eigengeschäft) vom Market-Making abgrenzen lässt. Banken könnten ihr Eigengeschäft relativ einfach als Market-Making umdeklarieren. Durch die zahlreichen Ausnahmen würde, so der

Sachverständige und frühere Vorsitzende der britischen «unabhängigen Bankenkommission» John Vickers, zudem das abzutrennende Volumen wohl bei weniger als 1 Prozent des Geschäftsvolumens liegen. Die Bundesregierung kann auch Jahre nach Verabschiedung des Gesetzes keine Aussagen über die abzuspaltenden Volumina treffen. Denn die Identifizierung und Abspaltung der Geschäfte finden in Eigenregie der Banken statt: «Es handelt sich um Analysen, die die einzelnen Institute durchführen müssen, um bei erstmaligem Überschreiten der Schwellenwerte verbotenes Geschäft zu identifizieren. Diese Risikoanalysen sind sehr umfangreiche institutsinterne Analysen von Einzelgeschäften, für die keine Einreichungspflicht bei der Aufsicht besteht. Sie liegen dem BMF nicht vor» (Antwort der Bundesregierung vom 8. Mai 2018 auf eine Anfrage durch den Wissenschaftlichen Dienst des Deutschen Bundestags). Die Regelungen zur Abtrennung traten völlig geräuschlos zum 1. Juli 2016 in Kraft. Das Gesetz dürfte weitgehend wirkungslos sein.

Abwicklungsplanung

Einen gewissen Ersatz für das gekippte Trennbankengesetz bieten die neuen Regelungen zur Abwicklungsplanung. In der EU sind Banken inzwischen dazu verpflichtet, Sanierungspläne vorzulegen, in denen sie darlegen, welche Maßnahmen sie bei einer drohenden Bestandsgefährdung einleiten wollen. Darauf aufbauend entwickelt die Abwicklungsbehörde für jede Bank einen Abwicklungsplan («Bankentestament»), in dem sie detailliert die Schritte erläutert, wie die Abwicklung vor sich gehen soll. Auch wenn die Gefahr besteht, dass diese Pläne im Krisenfall längst überholt sind, werden dadurch die

Abwicklungsbehörden nicht gänzlich unvorbereitet in die Abwicklung stolpern. In den Plänen legt die Abwicklungsbehörde für jede Bank die genaue Menge an verlustabsorbierendem Kapital fest, das die Bank vorweisen muss. Sie darf außerdem eine Bank anweisen, Schritte zur Beseitigung von Abwicklungshindernissen zu ergreifen, also die Strukturen zu ändern, die einer Abwicklung bzw. Aufspaltung der Bank entgegenstehen. Das könnten Änderungen sein, die einem Trennbankengesetz nahe kämen. Ob und wie die Abwicklungsbehörde die Möglichkeiten zur Beseitigung von Abwicklungshindernissen nutzen wird oder ob sie sich von den Rechtsabteilungen der Banken ins Bockshorn jagen lässt, ist schwer einzuschätzen. Wie ein Bericht des Europäischen Rechnungshofs beweist, gab es zumindest in der Anfangszeit erhebliche Anlaufschwierigkeiten bei der Abwicklungsplanung (Europäischer Rechnungshof 2017). Mit der Ermittlung von Abwicklungshindernissen hat die Behörde erst 2018 begonnen. Vollständig vorschriftenkonforme Pläne sollen erst 2020 vorliegen (Börsenzeitung vom 20.12.2017). Eine genaue Bewertung wird allerdings auch dann nicht möglich sein, da die Pläne geheim gehalten werden. Dabei hat die Erfahrung in den USA gezeigt, wo die Testamente in Auszügen veröffentlicht und Mängel benannt werden, dass ein «Name-and-shame»-Ansatz die Abwicklungsplanung deutlich beschleunigt hat (Börsenzeitung vom 24.4.2018).

2.3 Finanzaufsicht

Das Totalversagen der Finanzaufsicht im Vorfeld und nach Ausbruch der Krise hat erhebliche Reformen der Aufsicht unumgänglich gemacht. Die deutsche

Finanzaufsichtsbehörde Bafin hat ihr Personal seitdem um etwa 50 Prozent aufgestockt, hinzu kamen Organisationsumstrukturierungen und neue Kompetenzen. Parallel dazu wurden neue Aufsichtsstrukturen auf europäischer Ebene aufgebaut. Das war dringend notwendig, denn die nationalen Strukturen hinkten der Internationalisierung der Finanzmärkte hoffnungslos hinterher. Dabei blieb der erste Anlauf, ein System europäischer Aufsichtsbehörden zu schaffen (das European System of Financial Supervision, ESFS), weit hinter den Erfordernissen zurück. Zwar wurden zum 1. Januar 2011 gleich drei neue EU-weite Aufsichtsbehörden gegründet: die Europäische Bankenaufsichtsbehörde (EBA), die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) und die Europäische Versicherungsaufsichtsbehörde (EIOPA). Doch als vollwertige Aufsichtsbehörden können diese Behörden kaum bezeichnet werden, weil sich die EU-Staaten weigerten, die typischen Kompetenzen einer Aufsichtsbehörde an die europäische Ebene abzugeben, nämlich Institute zu überwachen und notfalls schließen zu können. So kommt den drei Behörden im Wesentlichen die Aufgabe zu, technische Standards zu definieren und damit die Aufsichtspraktiken zu vereinheitlichen. Aber selbst für diese eingeschränkten Kompetenzen ist die personelle und finanzielle Ausstattung der drei Behörden leider viel zu schwach.

Ein wesentlicher Schritt zur Europäisierung der Aufsicht erfolgte schließlich durch den einheitlichen Bankenaufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) im Rahmen der Bankenunion, der in der Übertragung der Aufsicht über etwa 120 «bedeutende» Banken der Eurozone auf die Europä-

ische Zentralbank (EZB) mündete. So überfällig diese Europäisierung war, so sehr leidet die neue Konstruktion an erheblichen Schwächen. Dazu zählen die mit der Begrenzung auf die Bankenunion einhergehende fehlende Einbeziehung Großbritanniens (der Brexit war damals noch nicht einkalkuliert), die dünne Rechtsgrundlage (die Aufsicht sollte ohne Vertragsänderungen installiert werden), die fehlende demokratische Kontrolle (die EZB ist als unabhängige Zentralbank keiner Fachaufsicht durch eine Regierung und nur einer minimalen Kontrolle durch das Europäische Parlament unterstellt, auch der Europäische Rechnungshof kann nur eingeschränkt prüfen) und die sich aus der Doppelrolle der EZB als Zentralbank und Aufsichtsbehörde ergebenden Zielkonflikte, da die organisatorische Trennung beider Bereiche große Defizite aufweist. Eine besondere Schwäche ist auch, dass – anders als beim deutschen System der Allfinanzaufsicht – die Aufsicht über Banken, Börsen und Versicherungen unterschiedlichen Behörden obliegt, sodass die Gefahr besteht, dass wichtige Verknüpfungen übersehen werden. Das gilt umso mehr, als große Finanzunternehmen zunehmend sowohl Bank- als auch Versicherungsgeschäfte betreiben und eng mit Fondsgesellschaften verbunden sind. Die Aufteilung auf etliche nationale und europäische Behörden schafft Ineffizienzen und Schwierigkeiten, Risiken zu erfassen. Die NGO Finance Watch schlägt deshalb im Rahmen der Reform der europäischen Aufsichtsbehörden vor, getrennt von der Geschäftsaufsicht nach Art des angelsächsischen Twinpeaks-Modells eine eigene Aufsichtsbehörde zu schaffen, die mit Blick auf die Finanzmarktstabilität auf europäischer

Ebene Banken-, Versicherungs- und Kapitalmarktaufsicht unter einem Dach vereinigt (Lenz/Stiefmüller 2017).

Stresstests

Eine Innovation im Aufsichtsinstrumentarium ist die regelmäßige Durchführung von Stresstests. Seit einigen Jahren prüfen die nationalen Aufsichtsbehörden, seit 2014 auch die EZB, zusammen mit der EBA, welche Auswirkungen wirtschaftliche Schocks auf die Finanzausstattung der Banken haben. Besteht eine Bank diesen Test nicht, muss sie innerhalb einer Frist bestimmte Auflagen erfüllen, zum Beispiel ihre Kapitalbasis erhöhen. So können Krisenszenarien relativ konkret durchgespielt werden. Aber die Tests sind natürlich nur so gut wie ihre Vorgaben. Wie es nicht laufen sollte, zeigten die EU-Stresstests der Jahre 2010 und 2011: Banken, die die Tests eben noch bestanden hatten, mussten wenige Monate später gerettet werden (z. B. irische Banken im Jahr 2010, die belgische Dexia im Jahr 2011). Auch die Vorgaben des ersten Stresstests der EZB wurden von Ratingagenturen als relativ mild eingeschätzt. Doch schon seine Ankündigung brachte die Banken dazu, sich großflächig mit neuem Kapital einzudecken. Im Ergebnis legte der Stresstest vor allem Schwächen im italienischen Bankensektor offen. Zwar wurden in den letzten Jahren deshalb etliche kleinere bis mittelgroße Banken rekapitalisiert oder abgewickelt – wie die hohen Bestände an notleidenden Krediten in den Bilanzen südeuropäischer Banken beweisen, haben die Stresstests eine konsequente Bilanzbereinigung jedenfalls nicht erzwungen. Dies behindert die wirtschaftliche Erholung dieser Länder ganz erheblich.

2.4 Makroprudenzielle Überwachung

Kleine Fortschritte bei der Prävention von Finanzkrisen gibt es durch die neuen Elemente der sogenannten makroprudenziellen Überwachung, also einer Aufsicht, welche die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes in den Blick nimmt. Diese räumt mit dem Irrglauben auf, Aufgabe der Aufsicht sei allein die Kontrolle einzelner Institute, weil der Markt selbst schon automatisch für seine Stabilität Sorge. So galt noch vor der Krise die Doktrin, dass Zentralbanken keine Maßnahmen gegen Blasenbildung treffen sollten, weil sie Blasen entweder nicht erkennen könnten oder weil Maßnahmen wie ein Anheben der Zinsen höhere gesellschaftliche Kosten verursachen würden, als wenn der Markt die Blase selbst bereinigen würde (König 2015). Die Finanzkrise entlarvte dies als verhängnisvolles Irrtum.

Zur makroprudenziellen Überwachung gehören eher harmlose Instrumente wie Analysen und Warnungen, aber auch gezielte Eingriffsinstrumente wie die Justierung der unter Basel III eingerichteten Kapitalpuffer oder spezielle Auflagen für bestimmte Marktsegmente. Auf europäischer Ebene wurde im Zuge des neuen Europäischen Finanzaufsichtssystems zum 1. Januar 2011 der neue Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) bei der EZB eingerichtet und mit der makroprudenziellen Überwachung der Finanzmärkte der EU betraut. Der ESRB darf aber nur unverbindliche Empfehlungen aussprechen und ist dadurch weitgehend machtlos. Zwar kann inzwischen auch die EZB im Bereich der von ihr beaufsichtigten Banken aktiv werden, die Hauptverantwortung für den Einsatz von Instrumenten der makroprudenziellen Überwachung liegt aber nach wie vor in erster Linie auf

der Ebene der Nationalstaaten. Weil die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive IV, CRD-IV-Richtlinie) lediglich die Existenz einer für die makroprudenzielle Überwachung zuständigen Behörde vorschreibt, gibt es in jedem EU-Staat andere Regelungen, was die grenzüberschreitende Abstimmung erschwert. In Deutschland ist dafür der aus Vertreter_innen des Bundesfinanzministeriums, der Bundesbank und der Bafin zusammengesetzte Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) zuständig. Welche Instrumente die Institutionen zur Verfügung haben, ist ebenfalls sehr unterschiedlich. Das daraus Kooperationsschwierigkeiten resultieren, ist offensichtlich, zudem droht ein Standortwettbewerb mit laxen Standards. Um diese Nachteile zu überwinden, müsste der ESRB nicht nur als Koordinierungs-, sondern auch als Entscheidungsgremium gestärkt werden.

Leider sind die Instrumente der makroprudenziellen Überwachung hierzulande noch sehr bescheiden ausgeprägt und konzentrieren sich auf den Bankensektor. Zum Instrumentarium der Bafin gehören zunächst die im Basel-III-Regelwerk verbürgten Kompetenzen zur Festlegung von Kapitalpuffern und Vorgaben zur Liquidität. Während in anderen Staaten bereits diverse weitere Maßnahmen auf den Weg gebracht wurden, hat der Bundestag erst 2017 mit zwei Instrumenten zur Vermeidung von Wohnimmobilienpreisblasen weitere Eingriffsmöglichkeiten geschaffen. Den Empfehlungen des AFS ist er dabei nur zum Teil gefolgt. Um Front gegen den Gesetzentwurf zu machen, hatte sich die CSU gar erblödet, in einem Parteitagbeschluss gegen ein «Ermächtigungsgesetz» zu wettern. Nun fehlen im Gesetz zur Vermeidung von Immobilienpreisblasen, die eine häufige Ursache für

Finanzkrisen sind, nicht nur zwei der vier vom AFS vorgeschlagenen Instrumente, auch eine vernünftige Datengrundlage wurde nicht geschaffen. Durch zahlreiche Ausnahmen (z. B. für Gewerbeimmobilien) ist die Reichweite überdies stark begrenzt (Handelsblatt vom 22.3.2017). Für die notwendige zukünftige Erweiterung des makroprudenziellen Instrumentariums lässt diese Erfahrung wenig Gutes hoffen. Dabei ist dies dringend nötig, um Blasenbildung zu begrenzen und auch den Schattenbankensektor an die Leine zu legen.

2.5 Einlagensicherung

Der 5. Oktober 2008 war ein denkwürdiger Tag. Nach dem Kollaps der Hypo Real Estate hatten immer mehr Menschen ihre Bankkonten geräumt, weil sie ihre Ersparnisse unter dem Kopfkissen sicherer wähten als bei ihrer Bank. Dadurch drohte eine gefährliche Eskalation, weil auch von der Krise kaum betroffene Banken unweigerlich kippen würden, wenn ihre Anleger in Scharen die Gelder abziehen. Der Finanzminister sah sich daher gezwungen, gemeinsam mit der Bundeskanzlerin vor die Kameras zu treten, um den besorgten Bürger_innen die Sicherheit ihrer Ersparnisse zu versprechen. Die Merkel-Steinbrück-Garantie sollte in dieser Situation neues Vertrauen stiften, was taktisch auch klug war. Letztlich war sie aber ein Versprechen, das im Grunde genommen nicht zu halten war, da die bei den Banken ruhenden Guthaben im Umfang von etwa 2 Billionen Euro den Bundeshaushalt um ein Vielfaches überstiegen.

In einer schweren Krise wird immer der Staat das System stabilisieren und für seine Banken garantieren müssen. Um einer Massenpanik vorzubeugen und Sparer_innen im Fall einer Pleite zu entschädigen,

gibt es in Deutschland ein historisch gewachsenes, relativ unübersichtliches Einlagensicherungssystem. Dahinter steht das Versicherungsprinzip, wobei sich nicht die Anleger, sondern ihre Banken zu Sicherungseinrichtungen zusammengeschlossen haben, die im Schadensfall einspringen. Das deutsche System beruht dabei teils auf freiwilligen Systemen der einzelnen Institutsgruppen, teils auf gesetzlichen Vorgaben. Zu den freiwilligen Systemen gehören die Institutssicherung der Sparkassen, Landesbausparkassen und Landesbanken und die Institutssicherung der Genossenschaftsbanken. In beiden werden strauchelnde Institute vom Rest der Gruppe aufgefangen und so Insolvenzen und Entschädigungen abgewendet. Diejenigen öffentlichen Banken, wie die Deutsche Kreditbank AG oder die Landwirtschaftliche Rentenbank, die der öffentlich-rechtlichen Institutssicherung nicht angeschlossen sind, unterhalten ein separates freiwilliges Sicherungssystem, den «Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands». Die Privatbanken haben sich größtenteils dem freiwilligen «Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes deutscher Banken» angeschlossen. Guthaben sind dort bis zu einer Höhe abgedeckt, die vom Eigenkapital der Bank abhängt. Auch wenn dort die Garantien in den nächsten Jahren schrittweise abgesenkt werden, werden am Ende die allermeisten Guthaben weiterhin vollständig abgesichert sein – jedenfalls solange das System nicht als Ganzes wankt. Es ist offensichtlich, dass eine Pleite der Deutschen Bank das Sicherungssystem der Privatbanken schnell überfordern würde. Im Zuge der Umsetzung einer EU-Richtlinie kam 1998 ein ergänzendes, gesetzliches System der Einlagensicherung

hinzu. Die nicht der Institutssicherung zugehörigen öffentlichen Banken und die privaten Banken mussten der «Entschädigungseinrichtung der öffentlichen Banken» (EdÖ) bzw. der «Entschädigungseinrichtung der privaten Banken» (EdB) beitreten. Diese garantieren Guthaben nur bis zu einer Höhe von 20.000 Euro, deutlich unter dem Sicherungsniveau der freiwilligen Systeme. Banken und Sparkassen, die der genossenschaftlichen bzw. öffentlich-rechtlichen Institutssicherung angehörten, wurden von der Mitgliedschaft in der gesetzlichen Entschädigungseinrichtung befreit. Sie sind aber auf europäischer Ebene fortwährenden Angriffen auf die Institutssicherung ausgesetzt.

In Reaktion auf die Krise wurden die europäischen Vorgaben weiter ausgebaut. Dabei stand zunächst auch eine gemeinschaftliche Einlagensicherung auf der Agenda, die aber unter anderem am Widerstand der deutschen Regierung scheiterte. Als Kompromiss blieben die Einlagensicherungssysteme weiter in nationaler Regie. Was die konkrete Ausgestaltung angeht, folgte die 2014 verabschiedete EU-Einlagensicherungsrichtlinie dem Grundsatz der Maximalharmonisierung, das heißt, dass weiter gehende Vorschriften auf nationaler Ebene nicht mehr zulässig sind. Statt eines möglichst hohen Schutzes der Privatanleger_innen wurde ein möglichst einheitliches Regelwerk favorisiert, um so etwa einer niederländischen Bank keinen Wettbewerbsvorteil gegenüber einer portugiesischen zu gewähren. Das Sicherungsniveau wurde auf 100.000 Euro angehoben (in besonderen Lebenssituationen wie Heirat, Kündigung, Hausverkauf, Auszahlung der Altersvorsorge werden bis zu 500.000 Euro abgesichert)

und die Auszahlungsfrist von 20 auf 7 Tage verkürzt. Die den jeweiligen Sicherungseinrichtungen zugehörigen Fonds, die aus jährlichen Beiträgen finanziert werden, sollen auf 0,8 Prozent der gesicherten Einlagen aufgestockt werden. In konzentrierten Bankenmärkten, das heißt in Ländern mit wenigen, dafür aber großen Banken, wurde das Volumen auf 0,5 Prozent beschränkt – ein Lobbyerfolg französischer Großbanken. Nicht geschützt werden Einlagen von institutionellen Anlegern wie Banken, Versicherungen oder staatlichen Stellen.

Die Forderungen nach einer gemeinsamen Einlagensicherung sind damit aber längst nicht verstummt. Anknüpfend an die Pläne zur gemeinschaftlichen Einlagensicherung im Rahmen der Bankenunion liegt seit Ende 2015 ein Vorschlag der Europäischen Kommission für ein Europäisches Einlagensicherungssystem vor (European Deposit Insurance Scheme, EDIS). Die nationalen Einlagensicherungssysteme sollen demnach innerhalb von wenigen Jahren zunächst in eine Rückversicherung, dann eine Mitversicherung und schließlich zu einer Vollversicherung ausgebaut werden, wobei der Grad der Vergemeinschaftung mit jeder Stufe zunimmt.

Auch wenn es auf technischer Ebene seit längerem Arbeiten an diesen Vorschlägen gibt, liegen die Verhandlungen auf politischer Ebene weitgehend auf Eis. Das liegt daran, dass die Bundesregierung mit einigen verbündeten Regierungen nach Kräften vermeiden will, dass heimische Gelder zur Stabilisierung ausländischer Banken verwendet werden können. Die Bundesregierung will erst dann über die Vorschläge zum Europäischen Einlagensicherungssystem verhandeln, wenn die anderen Staaten die

Risiken in ihren Bankensystemen verringert haben. Darunter versteht sie den Abbau notleidender Kredite und ein stärker vereinheitlichtes Insolvenzrecht. Zudem sollen das Engagement der Banken in einheimische Staatsanleihen und deren aufsichtsrechtliche Privilegierung beschränkt werden. Zwar war auch die EU-Kommission von Anfang an auf diese Linie eingeschwenkt, sie will die Einlagensicherung aber parallel und nicht erst als letzten Schritt etablieren.

Wie die Eurokrise bewiesen hat, ist die Währungsunion für Krisen schlecht gewappnet. Es fehlen Mechanismen zur Absorption von Schocks, zumal innerhalb der Eurozone nationale Geldpolitiken und Wechselkurse als Anpassungsinstrumente wegfallen. Solange die Einlagensicherung eine nationale Aufgabe bleibt, werden Anleger aus Angst vor Verlusten ihr Geld im Krisenfall von einheimischen Banken abziehen und bei Banken in vermeintlich sicheren Staaten unterbringen. Dies schafft Unwuchten, die den Bestand der Währungsunion gefährden. Dem würde eine europäisierte Einlagensicherung vorbeugen. Zwar ist es durchaus kritisch zu sehen, wenn so die deutschen Sparkassen und Genossenschaftsbanken in einen Haftungsverbund mit profitorientierten Privatbanken gezwungen würden. Die Stoßrichtung darf deswegen aber nicht sein, jedwede Beistandsinstrumente mit Verweis auf die deutsche Steuerzahler_innen oder die deutschen Sparer_innen zurückzuweisen, vielmehr muss es darum gehen, eine europäische Einlagensicherung mit einer Bankenstrukturpolitik zu verbinden, die darauf ausgerichtet ist, gemeinwohlorientierte und genossenschaftliche Bankenmodelle zu schützen und flächendeckend zu etablieren.

3 WEITERE FINANZMARKTREFORMEN

Die bisher genannten Reformen zielten primär auf den Bankensektor. Doch auch in anderen Bereichen des Finanzmarkts gab es eine Reihe von Reformmaßnahmen.

3.1 Verbriefungen

In der Krise spielten Verbriefungen eine wesentliche Rolle. Ohne sie hätten US-Finanzinstitute die von ihnen fahrlässig vergebenen Kredite schwerlich an «stupid German bankers» loswerden können. Eine erste Reaktion war es, die Ausgeber dieser Papiere zu mehr Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung ihrer Wertpapiere zu verpflichten. Zudem lag es nahe, sie dazu zu verpflichten, das komplette Ausfallrisiko nicht länger weiterzureichen, sondern einen Teil der Risiken in den eigenen Büchern zu halten. Allerdings stellt der in den USA und der EU neuerdings vorgeschriebene Selbstbehalt von 5 Prozent gegenüber dem Status quo kaum einen Unterschied dar (Troost 2011). In Deutschland wurde zwar ein Selbstbehalt von mindestens 10 Prozent vorgeschrieben, aber auch hier bestehen nach wie vor Schlupflöcher.

Verbriefungen tauchen zudem in den Plänen der EU-Kommission für eine Europäische Kapitalmarktunion auf. Um den nach der Krise stark geschrumpften Verbriefungsmarkt wiederzubeleben, wurde eine neue Klasse von einfachen, transparenten und standardisierten Verbriefungen (STS – «simple, transparent, standardised») geschaffen. Das suggeriert, dass es sich bei Verbriefungen um leicht beherrschbare Produkte handelt. Dabei schafft schon die weitverbreitete Tranchierung unweigerlich ein hohes Komplexitätsniveau. Sinnvoll wären ein ver-

pflichtender Selbstbehalt von 20 Prozent und weitere Anforderungen gewesen, etwa ein Verbot für den Verkauf an andere Banken und von Wiederverbriefungen.

3.2 Ratingagenturen

Ratingagenturen bewerten die Bonität von Finanzprodukten, das heißt, dass sie eine Einschätzung über die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen abgeben. Nebenbei sind sie auch im Beratungsgeschäft tätig, was Raum für Interessenkonflikte gibt. Ratingagenturen stehen nicht erst seit der letzten Finanzkrise in der Kritik. Sie waren etwa schon in der Mexiko- und der Asienkrise mit überoptimistischen Ratings für später notleidende Produkte aufgefallen. In der US-Subprime-Krise fielen aber von ihnen als topsicher bewertete Finanzprodukte reihenweise aus. Spätere Untersuchungen der US-Börsenaufsicht ergaben, dass dies nicht bloße Überforderung bei der Bewertungen der komplex strukturierten Finanzprodukte war. «Hoffentlich sind wir alle in Rente, wenn dieses Kartenhaus zusammenfällt», schrieb etwa ein Ratinganalyst in einer Mail (Handelsblatt vom 18.8.2017). Ratingagenturen können Krisen aber auch durch schlechte Noten verschärfen. Denn das Herabsetzen eines Ratings kann einen massenhaften Ausverkauf befeuern und so zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Angesichts der verheerenden Bilanz waren sich alle Beteiligten einig, dass das System der Ratingagenturen grundlegend geändert werden müsste. Auf große Pläne folgten aber nur kleine Taten.

Die EU-Ratingverordnung von 2009 sah für Ratingagenturen eine Registrierungs-

pflicht vor, wodurch sie überhaupt erst in einen regulierten Raum geführt wurden, sowie eine Trennung des Bewertungsvom Beratungsgeschäft. Diese Trennung lässt sich in der Praxis allerdings leicht umgehen. 2011 wurden die in der EU registrierten Agenturen der Aufsicht der neugegründeten Aufsichtsbehörde ESMA unterstellt. Die im Jahr 2013 abgeschlossene, von der Eurokrise beeinflusste Novelle der EU-Ratingverordnung geriet vordergründig wesentlich weitgehender. Unter anderem sollten die Agenturen künftig für größere Fehlurteile haftbar sein. Dazu muss allerdings grobe Fahrlässigkeit vorliegen, die im deutschen Recht ohnehin schon justiziabel ist (Bächstädt 2013). Beschlossen wurde zudem eine Vielzahl kleinerer Maßnahmen, etwa dass Länderratings erst nach Handelsschluss veröffentlicht werden dürfen, die Agenturen ihre Ratingmethoden transparenter gestalten müssen und keine Ratings für Unternehmen abgegeben dürfen, die mit mehr als 10 Prozent an der Ratingagentur beteiligt sind. Alle zuvor diskutierten, weiter gehenden Maßnahmen sind letztlich verworfen oder abgeschwächt worden. Dazu gehört die Eliminierung externer Ratings aus Gesetzestexten, die Ratingagenturen überhaupt erst ihre große Macht verleihen. In den USA war dies infolge des Dodd-Frank-Acts beschlossen worden. Die EU hat bisher nur die alleinige und automatische Bezugnahme auf Ratings verboten und strebt die gänzliche Eliminierung für 2020 an. Doch schon jetzt scheint festzustehen, dass nur noch eine Reduktion der Ratingbezüge gewollt ist. Einen besonderen Rückschlag stellte auch die Entscheidung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht Ende 2015 dar, im Standardansatz bei der Bewer-

tung von Kreditrisiken weiter auf externe Ratings abzustellen.

Welche übertriebene Macht die Agenturen immer noch besitzen, zeigt das Beispiel Portugal: Zur Bewertung von Wertpapieren zieht die EZB die Ratings der vier von ihr dafür anerkannten Ratingagenturen heran, zu denen neben den großen US-amerikanischen Ratingagenturen auch die kaum bekannte kanadische Agentur DBRS gehört. Diese war bis vor Kurzem die einzige, die Portugal noch ein relativ gutes Rating zugestand. Ohne dieses Rating hätten die Zentralbanken des Eurosystems portugiesische Staatsanleihen nicht mehr im Rahmen des EZB-Anleiheankaufprogramms erwerben dürfen. Die dadurch sprunghaft gestiegenen Zinsen hätten Portugal wahrscheinlich abermals unter den Eurorettungsschirm getrieben. Für lange Zeit hing das Schicksal Portugals daher an der Einschätzung eines Unternehmens mit 500 Mitarbeiter_innen. «Damit ist die kleine DBRS fast schon mächtiger als der portugiesische Präsident Silva», kommentierte die Zeitung *Die Welt* (12.11.2015). Das macht lautstarke Bekundungen aus der Zeit der Finanzkrise, die Politik dürfe sich nicht länger den Finanzmärkten ausliefern, unglaublich. Nicht wirklich ernsthaft waren auch Versuche, das Oligopol der drei großen US-Ratingagenturen aufzubrechen, die sich etwa 90 Prozent des Marktes aufteilen und damit enorme Profite erwirtschaften. Weil die Etablierung einer Ratingagentur extrem langwierig und teuer ist (bei Fitch, der kleinsten der drei großen Agenturen, soll dies 20 Jahre gedauert und 1 Milliarde US-Dollar gekostet haben, vgl. Baud 2012), wäre eine aus öffentlichen Geldern finanzierte europäische Ratingagentur die erfolversprechendste Va-

riante. Diese müsste unabhängig sein, könnte per Statut aber zum Beispiel auch zur stärkeren Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten verpflichtet werden und eine Rolle in der Generierung von dem Gemeinwohl verpflichteten Erfahrungswissen spielen. Außerdem würde diese Agentur europäische Besonderheiten aufgrund ihrer heimischen Verankerung vermutlich besser berücksichtigen.

Zudem muss das Bezahlmodell der Ratingagenturen geändert werden, damit diese keinen Anreiz mehr haben, die Wertpapiere im Interesse der Emittenten zu bewerten. Im Kampf um Aufträge waren Analyst_innen bei der Bewertung von strukturierten Finanzprodukten regelrecht dazu gezwungen worden, gute Ratingnoten zu vergeben, wie Untersuchungen des US-Kongresses ergaben. Bisher zahlen nämlich die Emittenten für das Rating und können die Agenturen mit der Drohung des Wechsels zu einer anderen Agentur unter Druck setzen. Um diesen Missstand anzugehen, schlug etwa der IWF vor, Emittenten sollten für die Bonitätsbeurteilung in Raten zahlen, wobei spätere Raten erst fällig werden, wenn sich die Bewertung als korrekt herausgestellt hat (IWF 2010). Andere Vorschläge sahen eine strukturierte Zufallsauswahl oder die Finanzierung über einen von Emittenten per Umlage finanzierten Fonds vor (Bäcker 2010). Verwirklicht wurde jedoch nur eine Rotationspflicht im kleinen Segment der Wiederverbriefungen, wo Emittenten nun nach vier Jahren die Agentur wechseln müssen.

3.3 Derivatemärkte

In der Krise wurde deutlich, dass die Finanzaufsicht kaum einen Überblick hatte, wo sich Risiken ballten und in andere

Bereiche des Finanzmarkts überschwappen konnten. Die Banken waren über Finanzkontrakte stark miteinander verflochten, was aber nicht systematisch erfasst wurde. So war die Aufsicht kaum in der Lage, die Konsequenzen eines Eingreifens oder Nicht-Eingreifens abzuschätzen. Die Intransparenz war auch darauf zurückzuführen, dass ein Großteil der Kontrakte nicht zentral über Börsen abgewickelt wurde, sondern als bilaterale Over-the-Counter-Geschäfte, das heißt per Telefon und Internet zwischen den Handelspartnern, die in Bezug auf Kündigungsklauseln, Sicherheitsleistungen etc. uneinheitlich ausgestaltet waren. Bei Derivaten umfasste dieser OTC-Handel mit 80 Prozent den Großteil des gesamten Handelsgeschehens.

Die G20-Agenda sah daher vor, standardisierbare Derivate ab 2012 vollständig über Börsen und andere elektronische Handelsplätze laufen zu lassen. Der OTC-Handel sollte zum Großteil über sogenannte zentrale Gegenparteien abgewickelt und an ein Transparenzregister gemeldet werden. Für ihre Infrastrukturleistung hat die zentrale Gegenpartei Sicherheiten zu verlangen, laufend die Risiken zu bewerten und bei Bedarf neue Sicherheiten nachzufordern. Die Zwischenschaltung soll auch das Kontrahentenrisiko eliminieren: Wenn ein Finanzinstitut durch eine Pleite ausfiel (wie nach dem Kollaps von Lehman Brothers), wären nicht länger alle seine Handelspartner betroffen, sondern die zentrale Gegenpartei. So könnte verhindert werden, dass sich Verluste unkontrolliert durch das System ausbreiten und das Unwissen über etwaige Verluste von Handelspartnern die Märkte in Panik versetzt.

Die Reform wurde in der EU durch die Verordnung EMIR (European Market

Infrastructure Regulation) umgesetzt. Die den Derivaten innewohnenden Risiken sind durch die Einschaltung zentraler Gegenparteien natürlich nicht verschwunden, sondern nur anders verteilt worden. Die zentralen Gegenparteien weisen dadurch eine besonders unerwünschte Eigenschaft auf: Sie sind hochgradig systemrelevant. Ihre finanzielle Absicherung muss laut EMIR zwar so groß sein, dass sie den Ausfall der beiden größten Clearingmitglieder verkraften kann. Zudem sind sie angewiesen, Risiken konservativ zu bewerten. Dennoch ist die Reform ambivalent zu bewerten. Unverständlich ist, warum nicht viel weitreichendere Maßnahmen ergriffen worden sind, um den Wildwuchs auf den Derivatmärkten zu lichten – zumal Derivate und andere innovative Finanzprodukte erwiesenermaßen auch aus Profitgründen dazu entworfen worden sind, Regulierungen zu umgehen, Steuern zu sparen und Risiken zu verschleiern. Eine sinnvolle Maßnahme wäre ein FinanzTÜV, also eine neue Zulassungsbehörde, die darüber entscheidet, dass nur Finanzprodukte, die gesamtwirtschaftlich nützlich und unter Stabilitätsgesichtspunkten beherrschbar sind, zugelassen werden und gehandelt werden dürfen (DIE LINKE 2016).

3.4 Schattenbanken

Um der Gefahr der Abwanderung in schwach regulierte Bereiche des Finanzmarkts zu begegnen und den außerhalb des Bankensektors angesiedelten Risiken vorzubeugen, haben die Regulierer getreu ihrem Vorsatz, dass kein Finanzmarktakteur unreguliert bleiben soll, Reformen im Bereich des Schattenbankensektors angekündigt, das heißt bei jenen Finanzinstituten, die bankähnliche Ge-

schäfte betreiben, ohne eine Banklizenz zu besitzen. In der Krise spielten Schattenbanken eine große Rolle, da über sie viele Verbriefungs- und Derivatgeschäfte abgewickelt wurden. Viele Schattenbanken sind in Schattenfinanzzentren angesiedelt, die auch als Steueroasen fungieren, wie etwa Irland, Jersey, Delaware oder die Kaimaninseln, weil dort wenig Regulierung und Aufsicht die hemmungslose Geldvermehrung stören. Teile des Schattenbankensektors, vor allem die in Verbriefungsgeschäfte involvierten Finanzvehikel, sind infolge der Krise bereits von selbst verschwunden oder mussten aufgrund der Regulierung in die Bankbilanzen aufgenommen werden (u.a. durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz von 2009 und die Umsetzung von Basel 2.5). Nichtsdestotrotz ist der Schattenbanksektor nach wie vor sehr lebendig und seit der Krise sogar noch gewachsen (siehe Seite 33).

Die G20-Agenda sieht im Bereich der Schattenbanken in erster Linie Maßnahmen zur Steigerung der Transparenz vor. Darüber hinaus gab der Finanzstabilitätsrat auch Empfehlungen für eine Reihe kleinteiliger Maßnahmen, die speziell auf einzelne Akteure abzielen und so der Heterogenität der Schattenbanken gerecht werden sollen (Troost 2013; Financial Stability Board 2017b). Auf EU-Ebene wurde im Lichte dieser Diskussionen eine Reihe von zaghafte[n] Regulierungen beschlossen. Dazu gehört etwa eine Zulassungspflicht für Manager_innen von großen Hedgefonds (da die Manager_innen im Gegensatz zu ihren Fonds ihren Sitz in London, Frankfurt a. M. oder anderen Orten in Reichweite der europäischen Aufsicht haben), die mit bestimmten Mindestkapitalanforderungen und Offenlegungspflichten verbunden ist.

Die Aufsicht kann auch bei stark gehebten Geschäften einschreiten. Von den Regeln, denen eine Bank unterliegt, sind diese Hedgefonds-Bestimmungen aber weit entfernt. Ähnlich zaghaft geriet eine EU-Verordnung von 2017 zur Regulierung von Geldmarktfonds, die lediglich besonders extreme Fondsvarianten verbietet. Für die nahe Zukunft ist zudem eine EU-Regelung geplant, welche die Mehrfachverwendung von Wertpapieren bei der Besicherung beschränken soll (sogenannte Rückkaufvereinbarungs- bzw. Repo-Geschäfte).

Die Regulierung der Schattenbanken und Schließung der Schattenfinanzzentren ist eine der großen Leerstellen der Finanzmarktreformen. Mit harten Einschnitten ist aber nicht mehr zu rechnen. Die Diskussion hat sich aufgedröselt in einzelne, ganz spezielle Arbeitsstränge. Auch wenn eine differenzierte Sichtweise zunächst einmal als sinnvoll scheint, ist sie in diesem Fall wohl kontraproduktiv, weil sie den Blick vom Grundsätzlichen ablenkt, nämlich von der Frage, worin die Existenzberechtigung für ein paralleles, schwach reguliertes Schattenfinanzsystem besteht. Wenn es aber nur noch um separate Einzelaspekte geht, ist die Stunde für jene Lobbygruppen und Regierungen gekommen, die von der jeweiligen Nische zu profitieren meinen und jede größere Reform zu vereiteln wissen.

3.5 Hochfrequenzhandel

Inzwischen entfällt in den USA etwa die Hälfte, in Europa etwa ein Drittel der Umsätze im Aktienhandel auf den sogenannten Hochfrequenzhandel. Das Geschäftsmodell dieser Blitz-Computerhändler besteht darin, möglichst schnell (d. h. in Bruchteilen von Sekunden) Wertpapiere anzukaufen und mit kleiner Gewinn-

marge schnell wieder abzustoßen. Der Aufwand für Equipment und Spezialist_innen für die Programmierung der Algorithmen ist enorm, doch handelt es sich dabei bestenfalls um gesamtwirtschaftlich nutzlose Nullsummenspiele, schlimmstenfalls um parasitäre Praktiken von Akteuren, die Preise manipulieren und – wie in den USA mehrfach geschehen – den Börsenhandel zum Zusammenbrechen bringen können. Der Hochfrequenzhandel führt auch dazu, dass Akteure mit großvolumigen Aufträgen auf alternative Handelsplätze (Dark Pools) ausweichen, wo sie nicht so leicht von Algorithmen ausgespäht und überverteilt werden können. Der Handel wird so fragmentiert und ist schlechter zu beaufsichtigen. Die Gewinne der Hochfrequenzhändler sind durch Wettbewerb in den letzten Jahren zwar stark gesunken, das Volumen hat sich aber auf hohem Niveau stabilisiert (Kaya 2016). Insofern stellt sich die Regulierung des Hochfrequenzhandels als dauerhaftes Problem.

Die Regelungen zur Kontrolle des Hochfrequenzhandels fielen bisher sehr enttäuschend aus. Der Handel könnte durch eine Finanztransaktionssteuer sehr leicht unterbunden werden, doch allen Absichtserklärungen zum Trotz wurde diese bislang nicht verwirklicht. Als zweitbeste Lösung brachte das Europäische Parlament erfolglos eine Mindestverweildauer in die Debatte, das heißt, dass ein ins System eingestellter Auftrag für einige Sekunden aufrechterhalten werden müsste, was Hochfrequenzhändlern, die einen Großteil ihrer Aufträge sofort wieder stornieren, ebenfalls das Handwerk legen würde.

Obwohl auch unter konservativen Ökonom_innen der Hochfrequenzhandel grundsätzlich infrage gestellt wird, sind

die Ambitionen der Bundesregierung bislang bescheiden. Noch während entsprechende Maßnahmen im Rahmen des EU-Regelwerks MiFiD II diskutiert wurden, hatte die Bundesregierung 2013 ein eigenes Hochfrequenzhandelsgesetz auf den Weg gebracht. Trotz einiger sinnvoller Detailregelungen zielte dieses Gesetz im Wesentlichen darauf ab, die von einigen Börsen bereits getroffenen Sicherheitsvorkehrungen verbindlich zu machen. Die Börsen haben ihrerseits aber wiederum kein Interesse daran, die für sie als Einnahmequelle lukrativen Hochfrequenzhändler zu vergraulen. Nachdem auch die MiFiD II keine wesentlichen Verschärfungen mit sich brachte, ist der Hochfrequenzhandel mit den neuen gesetzlichen Regelungen insgesamt etwas sicherer geworden, das Geschäftsmodell wurde aber nicht infrage gestellt. Der Börsenaufsicht bleibt es nunmehr überlassen, im Einzelfall unter Abermillionen von Aufträgen nach schädlichen Praktiken zu fahnden. Wie schwierig die Aufgabenstellung ist, zeigt das Beispiel des Flash Crash vom 6. Mai 2010 in den USA, bei dem es Jahre dauerte, bis die Aufseher einen Hochfrequenzhändler als Mitverantwortlichen des Absturzes identifiziert hatten.

3.6 Bonus-Regelungen

Bis zur Krise rechtfertigten Bankvorstände die hohen Gehälter in ihrer Branche mit den ausgewiesenen Gewinnen. Nachhaltig waren diese Gewinne aber nicht. Solange die Preise stiegen und stiegen, fiel es leicht, Gewinne zu machen, die sich mit Platzen der Blase dann aber wieder in Luft auflösten. Die Gehälter waren zum Großteil längst ausgezahlt und die Allgemeinheit durfte die Verluste tragen.

Die abstrus hohen Managervergütungen im Investmentbanking kommen vor allem durch Bonuszahlungen zustande, die zusätzlich zu den ohnehin beträchtlichen Fixgehältern gezahlt werden. Da die Boni auf der Basis von kurzfristigen Geschäftserfolgen bestimmt wurden, wurden selbst dann noch immense Boni ausgezahlt, als Anleger_innen bereits massiv Geld verloren hatten. In den USA zahlten die neun größten Banken im Krisenjahr 2008 trotz der Verluste von 175 Milliarden US-Dollar immer noch 33 Milliarden US-Dollar an Boni (Nastansky 2010).

Unternehmernahe Politiker_innen verweisen stets darauf, dass Gehälter allein die Angelegenheit der Unternehmen seien. Nachdem das Finanzsystem aber von hochbezahlten Manager_innen krachend gegen die Wand gefahren worden war, kamen die Regulierer nicht mehr darum herum, auf Änderungen hinzuwirken. Dabei störten sie sich weniger an der Höhe der Vergütungen, sondern daran, dass sich diese zu wenig am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren würden.

Im Jahr 2009 waren mit dem Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung wachsweiße Gummiparagrafen für Vorstände von Aktiengesellschaften erlassen worden. Im Finanzmarktstabilisierungsgesetz wurden zudem Gehaltsgrenzen von 500.000 Euro für Vorstandsmitglieder gesetzt, deren Bank vom Staat gestützt wurde, eine nicht sonderlich durchdachte Maßnahme. Später wurde mit der CRD-IV-Richtlinie EU-weit festgelegt, dass Bonuszahlungen nicht höher als die Fixgehälter ausfallen dürfen, mit Zustimmung der Aktionär_innen maximal das Doppelte. Auch diese Maßnahme stellt eher ein Placebo dar, weil sie durch höhere Fixgehälter oder andere Gestal-

tungsmodelle umgangen werden kann. Langfristig etwas wirksamer dürften Regelungen sein, die auf Arbeiten der FSB zu «Prinzipien für solide Vergütungspraktiken» zurückgehen. Diese Prinzipien wurden von den größten Banken und Versicherungen per Selbstverpflichtung übernommen und schließlich durch Rechtsverordnungen und das «Gesetz über die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Vergütungssysteme von Instituten und Versicherungsunternehmen» untersetzt. Die Bafin darf nun die Vergütungsmodelle von Banken und Versicherungen überprüfen und im Krisenfall die Auszahlungen von Boni untersagen oder beschränken. In der neuen Bonuswelt ist die Menge der sofort auszahlbaren Gelder außerdem durch eine Quote begrenzt, die Auszahlung der restlichen Boni wird an Kennziffern geknüpft und muss zum Teil in Aktien erfolgen. An der Tatsache, dass weiter absurde Gehälter gezahlt werden, hat das allerdings nichts geändert: 2016 strichen die Wertpapierhändler_innen an der Wall Street Boni in Höhe von 24 Milliarden US-Dollar ein. Das war zwar etwas weniger als in den Jahren des Überschwangs, aber immer noch deutlich mehr als um die Jahrtausendwende. Nicht ganz so extrem, aber prinzipiell vergleichbar sind die Verhältnisse in der EU. Hier meldete die EBA für das Jahr 2015 insgesamt 5.142 Bankmanager_innen mit einem Einkommen von über 1 Million Euro, davon 4.133 in Großbritannien und 279 in Deutschland. Insgesamt betrug die Bonuszahlungen 6,1 Milliarden Euro, zusammen mit 4,2 Milliarden Euro an Fixvergütungen ergab dies eine durchschnittliche Pro-Kopf-Vergütung von 2 Millionen Euro (European Banking Authority 2017). Bei der Deutschen Bank ist nun eine

neue Form der Bescheidenheit angesagt. Der Vorstand hat für Vorstandsgelöhler einen Gehaltsdeckel von 9,85 Millionen Euro eingezogen, der geschasste Vorstandschef John Cryan erhielt zuletzt ein Grundgehalt ohne Boni von kümmerlichen 3,4 Millionen Euro (dazu kommt nun noch eine Abfindung von mindestens 6,8 Millionen Euro). Obwohl die Bank seit drei Jahren Verluste macht und trotz Kapitalerhöhungen von 30 Milliarden Euro aktuell an der Börse nur noch 23 Milliarden Euro wert ist, zahlt sie unterhalb der Vorstandsebene immer noch milliardenschwere Boni aus. Seit der Finanzkrise summierten sich die Boni auf 24 Milliarden Euro, die Aktionär_innen erhielten aber nur 4 Milliarden Euro Dividende. Die Bank wird so seit Jahren von ihrem Management geplündert, die Aktionär_innen lassen sie gewähren. Aktionärsversammlung und Aufsichtsrat sind offensichtlich nicht dazu in der Lage, der Selbstbedienung einen Riegel vorzuschieben, und halten am Investmentbanking fest. Selbst wenn es ihnen gelingen würde, den nachhaltigen finanziellen Erfolg einer Investmentbankerin bzw. eines -bankers für das Unternehmen zu messen, hätte dieser nicht viel mit dem Wert für die Gesellschaft zu tun. Betriebswirtschaftlich mag es eine große Leistung sein, Geschäftspartner_innen über den Tisch zu ziehen und sich möglichst große Stücke vom Kuchen abzuschneiden. Volkswirtschaftlich ist dies dagegen schädlich. Es ist schwer nachzuvollziehen, warum naheliegende Vorschläge zur Begrenzung exzessiver Gehälter nicht aufgegriffen wurden, wie die Begrenzung der steuerlichen Absetzbarkeit von hohen Gehältern und Abfindungen sowie eine spezielle auf Finanzinstitute zugeschnittene Steuer auf Gewinne

und hohe Gehälter, wie sie zum Beispiel vom IWF als Finanzaktivitätssteuer vorgeschlagen wurde. Letztlich dürfte die Beschneidung des Investmentbankings mit anderen Mitteln aber die größte Wirkung auf die Spitzengehälter haben.

3.7 Juristische Aufarbeitung

Die juristische Aufarbeitung der Krise gerät immer mehr zum Fiasko. Zehn Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise stehen nun immer mehr Fälle kurz vor der Verjährung. Aus strafrechtlicher Sicht bleibt das Verursachen milliardenschwerer Schäden aus Gier anscheinend weitgehend folgenlos. Kein einziger Bankvorstand oder Aufsichtsrat musste ins Gefängnis, und die verhängten Geldstrafen waren angesichts der hohen Gehälter lächerlich gering. Die Nachdenkseiten haben die verschiedenen Fälle zusammengefasst (vgl. Berger 2017).

Symptomatisch ist das Verfahren gegen den Chef der Hypo Real Estate Karl-Heinz Funke, der einen zweistelligen Milliarden Schaden verursacht und in seinem letzten Jahr bei der Hypo Real Estate noch 3,1 Millionen Euro verdient hat: Es wurde gegen eine Zahlung von 18.000 Euro eingestellt. Funkes ehemaliger Finanzvorstand Markus Fell musste 25.000 Euro zahlen. Die Verfahren gegen Herbert Süß, den einstigen Vorstand der Sachsen LB, gegen Siegfried Jaschinsky, Vorstandsvorsitzender der Landesbank Baden-Württemberg, und gegen etliche andere Topmanager wurden gegen Geldstrafen eingestellt. Am härtesten traf es den ehemaligen Chef der IKB, Stefan Ortseifen, der zu einer zehnmonatigen Bewährungsstrafe und zu 100.000 Euro Geldstrafe verurteilt wurde. Schwer wirkt dabei, dass Ortseifen auch seine Boni zurückzahlen musste und von der

IKB Schadenersatzforderungen erhoben werden können, sodass ihm die Privatinsolvenz droht. Eineinhalb Jahre Bewährung und 100.000 Euro Geldstrafe erhielt Ex-Bayern-LB-Chef Werner Schmidt wegen der Bestechung Jörg Haiders in der Hypo-Alpe-Adria-Affäre. Das Verfahren wegen Untreue angesichts der in den Sand gesetzten 625 Millionen Euro wurde hingegen eingestellt. Vor dem Hintergrund der hohen Vorstandsbezüge sind die genannten Geldstrafen ein Witz. Auch in Großbritannien kam es zu keiner einzigen Haftstrafe. In den USA musste lediglich ein einziger Abteilungsleiter hinter Gitter. Nur im kleinen Island wurden Dutzende Banker_innen zu Gefängnisstrafen verurteilt.

Woran liegt das? Unternehmerische Fehlentscheidungen sind nicht strafbar und es ist einer einzelnen Person schwer nachzuweisen, dass sie vorsätzlich gehandelt hat oder grob fahrlässige Entscheidungen ihr allein anzulasten sind. Wo es also Verurteilungen von Bankmitarbeitern gab, handelte es sich um Fälle, wo bei relativ eng umrissenen Straftatbeständen klare Beweise vorlagen (z. B. Chatprotokolle oder Mails). Offensichtlich waren dabei aber nicht einzelne schwarze Schafe am Werk, wie etwa der geheime Untersuchungsbericht der Bafin zu Libor-Manipulationen durch Deutsche-Bank-Mitarbeiter_innen feststellte (The Wall Street Journal vom 16.7.2015). Die Bafin moniert darin eine Kultur des Wegsehens, in der nur Gewinne zählen, und führt darin auch auf, wie Aufklärungen behindert wurden. Den Topmanager_innen der Bank konnte die Bafin zwar keine aktive Mittäterschaft nachweisen, aber ein Verhalten, dass diese Praktiken, die intern vermutlich mindestens seit 2008 zum Einsatz kommen, be-

günstig hat. Ähnlich hatten sich zuvor auch US-amerikanische und britische Aufseher geäußert. Offenkundig handelte es sich nicht um Taten von Einzelnen, sondern um ein System organisierter Unverantwortlichkeit. Eine Vorstellung von dem Umfang der Missetaten in diesem System verschafft eine (unvollständige) Liste von Robert Jenkins von der London Business School über 141 Vergehen, vom irreführenden Verkauf von Restschuldversicherungen bis hin zur unterlassenen Weitergabe von Zinsänderungen bei Eigenheimkrediten an Tausende von Kund_innen.¹

Die Bundesregierung brachte im Rahmen ihres 2013 verabschiedeten Trennbankengesetzes neue Paragraphen zur Strafbarkeit von Geschäftsleiter_innen im Risikomanagement auf den Weg. Sie trumpfte dabei mit der Androhung von fünfjährigen Haftstrafen und hohen Geldbußen auf. Doch dies erwies sich schnell als nicht praktikabel. Es kam zu Änderungen am Gesetzentwurf, die darauf zielten, die strafrechtlichen Konsequenzen an den Verstoß gegen Anordnungen der Bafin zu knüpfen. Wie die Fraktion der Grünen anmerkte, konnte die Bundesregierung aber «kein Beispiel aus der Vergangenheit nennen, wo die von den Koalitionsfraktionen der CDU/CSU und FDP vorgeschlagene Regelung, wenn sie damals bestanden hätte, Wirkung entfaltet hätte» (Bundestags-Drucksache 17/13539 vom 15.5.2013). So erwies sich auch dieses Gesetzesvorhaben als Placebo.

Auch die parlamentarische Aufarbeitung der Krise hierzulande spottet jeder Beschreibung. Während der US-Kongress in Washington unermüdlich zahlreiche Vergehen in diversen Ausschüssen aufarbeitete, begnügte sich der Deutsche Bundestag mit einem Untersuchungs-

ausschuss zur Hypo Real Estate, der angesichts der bevorstehenden Wahlen gerade einmal ein halbes Jahr Zeit hatte. Die im Abschlussbericht und im Sondervotum dokumentierten Verfehlungen wurden anschließend weder weiterverfolgt noch wurde die Untersuchung auf andere Banken ausgeweitet. Die Libor-Manipulationen wurden später in einem Fachgespräch des Finanzausschusses in 90 Minuten abgehandelt.

Während Spitzenmanager_innen bislang sehr glimpflich davongekommen sind, gilt dies nicht für die Banken selbst. Das liegt vor allem am anglo-amerikanischen Unternehmensstrafrecht, auf dessen Grundlage extrem hohe Geldstrafen verhängt werden können, wobei nur ein Versagen auf Unternehmensebene nachgewiesen werden muss («juristische Personen») und nicht von einzelnen Personen («natürliche Personen»). In Kontinentaleuropa werden vor allem über das Kartellrecht hohe Geldbußen verhängt (so die Geldbußen der EU-Kommission aufgrund der Libor-Manipulationen).

Das britische «Code of Conduct»-Projekt hat in akribischer Recherche Strafzahlungen und Rechtsfolgekosten von 20 internationalen Großbanken dokumentiert (Conduct Cost Project 2017). Auf diese Banken entfallen demnach im Zeitraum von 2012 bis 2016 Strafzahlungen und andere Rechtsbefolgungskosten in Höhe von insgesamt 200 Milliarden Britische Pfund. Dazu kamen Rückstellungen für laufende Verfahren in Höhe von 60 Milliarden Britische Pfund. Die meisten Verstöße entfielen auf die Kategorien Offenlegungsfehler, betrügerische Verkäufe und fehlerhafte interne Kontrollen.

¹ Vgl. die Liste unter: www.finance-watch.org/informieren/bl/og/1188jenkinsbankmisdeedsde?lang=de.

Spitzenreiter ist die Bank of America mit umgerechnet 45,6 Milliarden Britische Pfund an Kosten und Rückstellungen. Mit 13,4 Milliarden Britische Pfund ist die Deutsche Bank der Spitzenreiter im nicht-anglo-amerikanischen Raum, ihr wird auch eine besondere Schwere der kriminellen Rechtsverstöße zugeschrieben.

Die hohen Strafen zeigen durchaus Wirkung: Die Banken haben ihre Compliance-Abteilungen aufgestockt und sich aus bestimmten Märkten verabschiedet (z. B. aus Angst vor Strafen bei Verstößen gegen die Russland-Sanktionen). Allerdings hat das US-Unternehmensstrafrecht die Verfehlungen auch nicht verhindert, und es nimmt nichtsahnende Stakeholder mit in die Haftung. Mögen die drohenden Strafen noch so hoch sein, sie sind nutzlos, wenn Vergehen nicht registriert werden oder die Gerichte überfordert sind. Auch wenn ein deutsches Unternehmensstrafrecht überfällig erscheint, sollte es dabei dann weniger um drakonische Strafmaße gehen als vielmehr darum, das Entdeckungsrisiko zu erhöhen und die Ausstattung der Behörden zu verbessern. Neben hochspezialisierten Gerichten und Staatsanwaltschaften sollte auch der Schutz von Whistleblower_innen gestärkt werden. Aber auch das ändert nichts daran, dass das Finanzsystem drastisch vereinfacht werden muss. Denn auch die beste Staatsanwaltschaft kann scheitern, wenn komplexe Sachverhalte durch nebulöse Strukturen vertuscht werden und ihr zudem einer Heerschar hoch bezahlter Rechtsanwält_innen gegenübersteht.

3.8 Finanztransaktionssteuer

Der öffentliche Schuldenstand ist im Euroraum seit 2007 infolge der Finanzkrise um etwa 25 Prozentpunkte auf 90 Pro-

zent des Bruttoinlandsprodukts gestiegen. In Großbritannien stiegen die Schulden um 46 Prozentpunkte auf 88 Prozent des BIP, in den USA um 43 Prozentpunkte auf 108 Prozent. Infolge der Krise beschnitten viele Regierungen drastisch ihre Sozialausgaben. Tausende Menschen wurden obdachlos. In einem unglaublichen Ausmaß wurden Staat und Bevölkerung von der Finanzbranche in Geiselschaft genommen.

Aus den vielfach bestärkten Plänen zur Beteiligung des Finanzsektors an den Krisenkosten ist allerdings nicht viel geworden. Unter verschiedenen alternativen Modellen – Bankenabgabe, Finanzaktivitätssteuer, Finanztransaktionssteuer – setzte sich unter dem massiven Druck der Öffentlichkeit letztlich das Modell der Finanztransaktionssteuer durch. Angesichts des hohen Einnahmepotenzials und der Lenkungswirkung (das Zurückdrängen kurzfristiger Spekulationen) der Steuer war dies eine gute Entscheidung. Vorstöße der deutschen und französischen Regierungen für eine weltweite Finanztransaktionssteuer im Rahmen der G20 scheiterten jedoch ebenso wie der Vorschlag einer EU-weiten Finanztransaktionssteuer. Zwar einigten sich im Jahr 2013 schließlich elf EU-Staaten – darunter Deutschland, Frankreich, Österreich, Italien und Spanien – auf das Modell einer gemeinsamen Finanztransaktionssteuer im Rahmen einer verstärkten Zusammenarbeit der elf Staaten. Doch fünf Jahre danach sind die Verhandlungen in eine Sackgasse geraten. Der breit angelegte Richtlinienvorschlag der EU-Kommission geht einigen Regierungen inzwischen ebenso zu weit wie ein abgespeckter Kompromissvorschlag der österreichischen Regierung. Nachdem schon der Handel mit Devisen und Anleihen von

der Steuer ausgenommen werden sollte, stellt die französische Regierung nun zum Schutz der Pariser Derivatebörse auch die Besteuerung des riesigen Derivatehandels zur Disposition. Die Verhandlungen sind derzeit blockiert und könnten schlimmstenfalls ganz versanden oder auf eine stark verwässerte Minimalsteuer nach dem Muster der britischen Stempelsteuer oder der französischen Aktientransaktionssteuer hinauslaufen. Mit dem ursprünglichen Vorhaben hätte diese Steuer dann nichts mehr gemein.

Die Finanztransaktionssteuer war dabei eines der Instrumente, mit denen Finanzminister Wolfgang Schäuble nach dem Kriseneinbruch den Bundeshaushalt sanieren wollte. Der Unternehmenssektor sollte im 80-Milliarden-Sparpaket des Jahres 2010 zusätzlich über die Brenn-

elementesteuer und die Luftverkehrsabgabe zur Kasse gebeten werden. Die schlampig konzipierte Brennelementesteuer wurde jedoch 2016 vom Bundesverfassungsgericht gekippt, und der Bund musste 7 Milliarden Euro an die Atomkraftwerksbetreiber zurückzahlen. Weniger Glück hatten Hartz-IV-Beziehende, denen seinerzeit die Rentenbeiträge, das Elterngeld, das Übergangsgeld oder der Heizkostenzuschuss gestrichen wurden, oder Bundesbeamt_innen, die auf die Erhöhung des Weihnachtsgelds verzichten mussten. Auch bei der Agentur für Arbeit und der Bundeswehr wurde massiv gekürzt. Letztlich führte die Finanzkrise so zu starken Kürzungen beim Staat und bei den sozial Schwachen, während sich der Finanzsektor aus der Verantwortung stahl.

Seit der Krise wurde eine ganze Reihe mehr oder weniger wirksamer Regulierungsmaßnahmen beschlossen. Auch die Rhetorik hat sich stark gewandelt. Die Gesamtwirkung der Reformen ist aus der Betrachtung der einzelnen Reformbausteine schlecht zu bewerten. Aufschlussreich ist daher ein Blick auf die Finanzmarkt-Aggregate. Zunächst soll aber ein genauere Fokus auf das wachsende Segment der Schattenbanken gelegt werden.

4.1 Aufstieg der Schattenbanken

Da sich die Reformen und Regulierungsbemühungen der Politik auf die regulären Banken konzentrieren, drohen immer mehr Geschäfte in die schwach regulierten Bereiche des Marktes abzuwandern. So behaupten etliche große Banken, schon seit einigen Jahren den Eigenhandel auf eigene Rechnung eingestellt zu haben. Diese Geschäfte wandern dann zu Akteuren wie Hedgefonds, die seit jeher weitgehend unbehelligt an den Finanzmärkten spekulieren.

Finanzinstitute, die bankähnliche Tätigkeiten ausüben, ohne der Bankenregulierung zu unterliegen, werden als Schattenbanken bezeichnet. Zu den Schattenbanken gehören finanzielle Zweckgesellschaften, verschiedene Fonds (z. B. Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Geldmarktfonds, Investmentfonds) und Finanzierungsgesellschaften. Zur Regulierung der Schattenbanken gab es bisher nur einige zaghafte Reformen (siehe S. 25).

Zur Definition des Schattenbankensektors gibt es unterschiedliche Ansätze. Der FSB zählt in seiner breiten Definition von Schattenbanken alle Finanzinstitutionen dazu, bei denen es sich nicht

um Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, öffentliche Finanzinstitute und Zentralbanken handelt. In seiner eng gefassten Abgrenzung wird nur die Kreditintermediation von Nicht-Banken zum Schattenbankwesen gezählt, wodurch aber nur ein Ausschnitt der spekulativen Akteure jenseits des Bankensektors abgebildet wird. Trotz der in den letzten Jahren verbesserten Datenlage werden die Aktivitäten der Schattenbanken vom Radar der Aufsicht immer noch unzulänglich erfasst. Das liegt auch daran, dass Schattenbankenaktivitäten häufig aus Kettengeschäften bestehen, an denen mehrere Finanzakteure beteiligt sind. Das erschwert es, sie nachzuvollziehen oder klar zuzuordnen. Auch wenn daher unterschiedliche Zahlen zur Größe des Schattenbankensektors vorliegen, stimmen die Zahlen darin überein, dass der Schattenbankensektor in den letzten Jahren weiter gewachsen ist.

Seit der Jahrtausendwende ist der Sektor nach der breiten Klassifikation des FSB in den untersuchten Jurisdiktionen (28 Staaten und die Eurozone als Ganzes) von etwa 30 Prozent des BIP bis zur Finanzkrise auf etwa 95 Prozent des BIP angewachsen und nach einem krisenbedingten Einbruch inzwischen bei 150 Prozent des BIP angekommen. Das verwaltete Vermögen schätzt der FSB auf 95 Billionen US-Dollar. Überproportionales Wachstum verzeichnen die Schattenbanken in den Schwellenländern (Financial Stability Board 2017a: 16).

In der Eurozone lag der Schattenbankensektor laut ESRB (European Systemic Risk Board 2017) nach der Jahrtausendwende noch bei unter 10 Billionen Euro. Bis zur Krise ist er auf über 15 Billionen

Euro gewachsen und hat sich seitdem auf 30 Billionen Euro in etwa verdoppelt. EU-weit kommt der Sektor auf 40 Billionen Euro, das ist ebenfalls doppelt so viel wie beim Ausbruch der Krise und das 2,7-Fache des EU-BIP. Insgesamt entfallen 38 Prozent der vom Finanzsektor gehaltenen Vermögenswerte auf den Schattenbankensektor.

Von der Geschäftssubstanz sieht der ESRB besondere Risiken bei Finanzvehikelgesellschaften, Wertpapier- und Derivatehändlern sowie bei Hedgefonds, da ihr Geschäft in besonderem Ausmaß auf Fristen- und Liquiditätstransformationen fußt und stark gehebelt sein kann. In Deutschland sind Schattenbanken vor allem als Investmentfonds tätig. Davon abgesehen, dass diese Fonds zusehends durch Investitionen in andere Fonds untereinander verflochten sind und dadurch das Risiko einer systemischen Liquiditätskrise steigt (Deutsche Bundesbank 2017), können die Investmentfonds zu den relativ berechenbaren und vergleichsweise gut regulierten Akteuren gezählt werden. Für die hiesige Finanzstabilität ist die geringe Präsenz der aus Sicht des ESRB besonders riskanten Akteure nur bedingt tröstlich, da der deutsche Finanzmarkt durch grenzüberschreitende Geschäfte mit diesen Protagonisten des Schattenbankensektors verbunden ist. Viele der Schattenbankenaktivitäten finden außerhalb der Reichweite der Aufsicht statt: So liegen 60 Prozent der Risikoexpositionen von EU-Banken an den Schattenbankensektor bei Schattenbanken außerhalb der EU. Und bei 90 Prozent der Werte lagen die Risikopositionen bei nicht beaufsichtigten Instituten oder konnten die Gegenparteien nicht identifiziert werden (European Systemic Risk Board 2017).

Dahinter verbirgt sich die Arbeitsteilung des globalen Finanzcasinos mit einer Konzentration auf wenige Schattenfinanzzentren: Laut FSB (Financial Stability Board 2017a: 49) entfallen vier Fünftel der als besonders riskant eingestuften Schattenbankenaktivitäten auf lediglich sechs Staaten. Was die Eurozone betrifft, sind Verbriefungsgesellschaften zu 75 Prozent auf Irland, die Niederlande, Italien und Spanien konzentriert (Bundesbank 2014). Die Geldmarktfonds des Euroraums konzentrieren sich laut ESRB zu 97 Prozent in Irland, Frankreich und Luxemburg. Bei Investmentfonds wird etwa ein Drittel des Vermögens von Luxemburg aus verwaltet, je 18 Prozent von Irland (stark steigend) und Deutschland aus, 12 Prozent in Frankreich und 8 Prozent in den Niederlanden.

Da Schattenbanken oft in Staaten mit laxer Regulierung angesiedelt sind und daher ein Verbot dieser Unternehmen hierzulande ins Leere lief, muss eine Regulierung indirekt greifen. Um das Problem der Schattenbankenwirtschaft an der Wurzel zu packen, müssen daher zuallererst die Schattenfinanzzentren ausgetrocknet werden. Dafür eignen sich die gleichen Mittel wie im Kampf gegen Steueroasen: Abschlagsteuern auf Gewinnübertragungen, Quellensteuern auf Überweisungen oder der Entzug der Banklizenz für alle Banken, die dort Niederlassungen betreiben. Die Probleme bei Maßnahmen gegen Schattenbanken sind aber oft die gleichen wie bei Steueroasen. Die EU tut sich schon sehr schwer damit, Schattenfinanzplätze überhaupt als solche zu benennen, nicht zuletzt, weil einige ihrer Mitgliedstaaten selbst dazugehören. Das zeigt die im Dezember 2017 vorgelegte Schwarze Liste von Steueroasen, wo EU-Steueroasen wie

Malta, Luxemburg, Irland und die Niederlande von vornherein von der Liste ausgenommen waren und die Hälfte der auf die Liste gesetzten 17 Staaten innerhalb weniger Wochen wieder davon verschwunden war, weil sie vage versprochen hatten, in Zukunft stärker zu kooperieren. Was die Begrenzung der Aktivitäten in Schattenfinanzplätzen betrifft, ist auch Deutschland nicht durch besonderen Elan aufgefallen. So werden selbst die Steueroasen-Aktivitäten von staatseigenen Banken wie den Landesbanken, der DekaBank der Sparkassen oder der teilstaatlichen Commerzbank toleriert, die dort Hunderte von Tochter- und Zweckgesellschaften betreiben.

4.2 Der Finanzsektor wächst weiter

Die zunehmende Durchdringung von Realwirtschaft und Gesellschaft mit Finanzmarktlogik wird als Finanzialisierung bezeichnet. Die bekannte Äußerung von Tietmeyer «Ich habe bisweilen den Eindruck, dass sich die meisten Politiker immer noch nicht darüber im Klaren sind, wie sehr sie bereits heute unter der Kontrolle der Finanzmärkte stehen und sogar von diesen beherrscht werden» auf dem Weltwirtschaftsgipfel 1996 in Davos steht symptomatisch für diese Entwicklung, die auch eine politisch gewollte Selbstentmachtung der Parlamente bedeutet. Die Finanzkrise hat die Schattenseiten dieses Konzepts überdeutlich sichtbar gemacht. Hat die Politik der letzten zehn Jahre diese Entwicklung umgekehrt?

Die UN-Welthandels- und Entwicklungskonferenz (UNCTAD) misst den Grad der Finanzialisierung an drei Variablen (UNCTAD 2017): zum einen an der Größe des Finanzsektors, gemessen am Wert der von den Finanzinstituten gehaltenen Vermögenswerte. Zweitens wird,

um das Ausmaß der Internationalisierung der Finanzaktivitäten zu messen, der Wert der grenzüberschreitenden Vermögen und Verbindlichkeiten bestimmt. Drittens dienen die Vermögenswerte der fünf größten Banken als Indikator für Finanzkonzentration und -macht. Alle Werte werden jeweils in Relation zur Wirtschaftskraft (BIP) gesetzt.

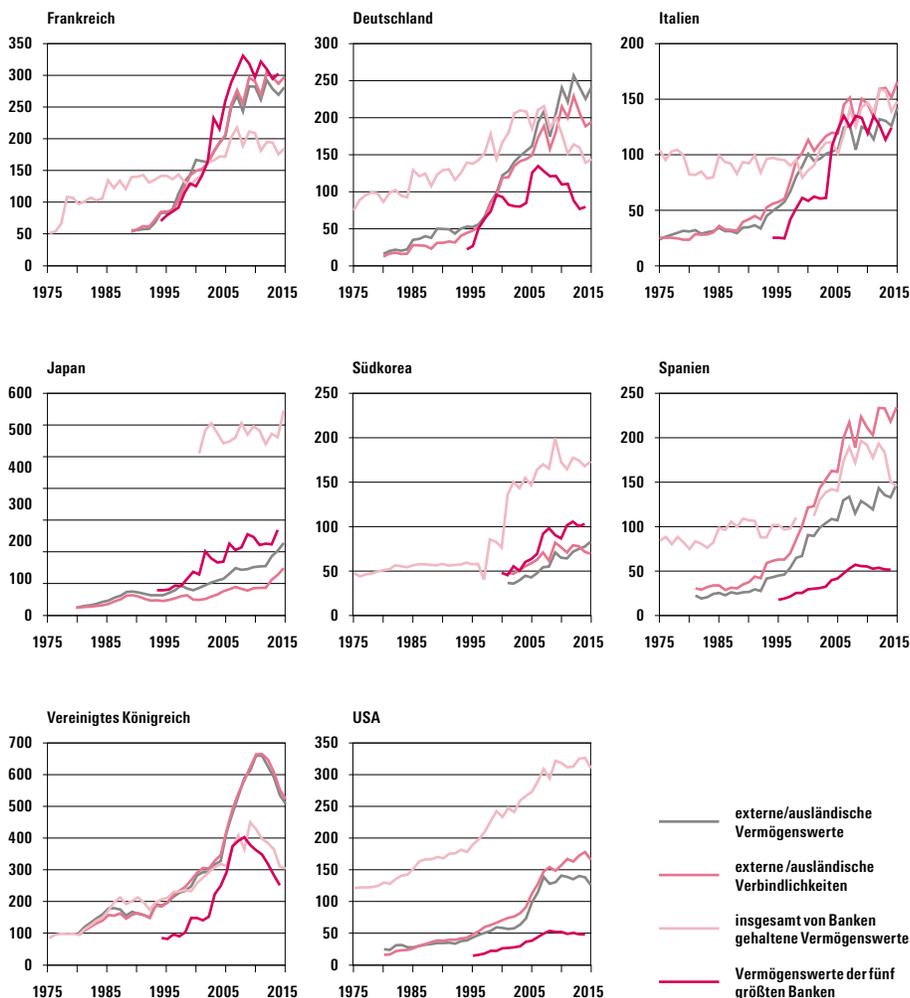
Alle drei Größen sind seit den 1990er Jahren in den Industrie- bzw. OECD-Staaten stark angestiegen. Die Größe des Bankensektors und die externen Finanzpositionen erreichen in vielen Staaten ein Mehrfaches der Jahreswirtschaftsleistung. Mit der Krise kam das starke Wachstum zum Erliegen, teils gab es, etwa in Großbritannien, auch scharfe Einschnitte (welche die UNCTAD Bewertungseffekten zuschreibt). Aber auch wenn einzelne Indikatoren rückläufig sind, zeigt sich insgesamt jedoch eine Stagnation auf hohem Niveau weit über dem Stand vor 1990 (siehe Abbildung 3). Wer die Indikatoren der USA betrachtet, würde kaum auf die Idee kommen, dieses Land wäre das Ausgangszentrum der Krise gewesen.

In Deutschland ist laut UNCTAD der Wert der von Finanzinstituten gehaltenen Vermögenswerte von seinem Vorkrisenhöchststand von über 220 Prozent des BIP auf etwa 150 Prozent des BIP gesunken. Die Vermögenswerte der fünf größten Banken sind von etwa 150 Prozent des BIP auf etwa 90 Prozent zurückgegangen, eine deutliche Schrumpfung. Darin spiegeln sich die Krise der Deutschen Bank und die starke Schrumpfung der mit der Dresdner Bank vereinigten Commerzbank wider. Weiterhin sehr hoch sind die externen Finanzaktivitäten, wobei – der Position Deutschlands als Gläubigernation entsprechend – der Finanzsektor inzwischen deutlich mehr

Forderungen als Verbindlichkeiten aufgebaut hat. Als Nation mit einem exorbitanten Leistungsbilanzüberschuss müssen zwangsläufig Auslandspositionen aufgebaut werden, die eine wachsende Verschuldung gegenüber Deutschland

bedeuten. Diese Ungleichgewichte sind Motor für Finanzkrisen, in denen – wie in der US-Subprime-Krise und der Eurokrise – die Vermögenswerte, die von deutschen Finanzinstituten gehalten werden, Gefahr laufen, entwertet zu werden.

Abbildung 3: Indikatoren der Finanzialisierung in ausgewählten OECD-Staaten, 1975–2015 (in Prozent des Bruttoinlandsprodukts)



Quelle: UNCTAD 2017

Ein genauerer Blick auf Deutschland zeigt, dass die Aktiva der Banken knapp unter dem Höchststand von Anfang 2009 liegen (Deutsche Bundesbank 2017). Die von der UNCTAD konstatierte Schrumpfung der fünf größten Banken wurde also von anderen Banken kompensiert. In der Tat haben Sparkassen und Genossenschaftsbanken ihre Anteile stark ausgebaut, während die Anteile der Großbanken und Landesbanken deutlich geschrumpft sind. Durch die Struktur des deutschen Bankensektors erklärt sich auch, warum es in Deutschland nach der Krise nicht zur befürchteten Kreditklemme gekommen ist: Die Sparkassen und Genossenschaftsbanken sind mit ihren regional ausgerichteten, konservativen Geschäftsmodellen in die Bresche gesprungen.

Die Zahlen in Deutschland müssen vor dem Hintergrund der zunehmenden Europäisierung gesehen werden. Die Finanzmarktgesetzgebung findet vorwiegend auf EU-Ebene statt, und die Bankenunion treibt die Europäisierung weiter voran. Auch durch die vielen grenzüberschreitenden Geschäfte sollte die europäische Perspektive immer ergänzend zur nationalen herangezogen werden. Laut EZB (2017) ist die konsolidierte Bilanzsumme der in der Eurozone heimischen Banken seit 2008 um bescheidene 14 Prozent auf 24 Billionen Euro zurückgegangen. Die Konzentration ist sogar gestiegen: Die fünf größten Banken der Eurozone vereinen fast die Hälfte (48 Prozent) der von Banken gehaltenen Gesamtvermögenswerte auf sich, 2005 waren es «nur» 42 Prozent. Die gleichzeitig gestiegenen Eigenkapitalquoten und die geringere Hebelung wertet die EZB als Zeichen dafür, dass sich der Bankensektor im Euroraum wieder zurückent-

wickelt hin zu traditionelleren Geschäftsmodellen. Problematisch sei aber nach wie vor die hohe Anzahl notleidender Kredite in einigen europäischen Staaten und die geringe Profitabilität. Trotzdem sind die Bilanzsummen in Deutschland und im Euroraum immer noch deutlich höher als in den 1990er Jahren. Da das starke Wachstum vor der Krise vor allem auf das Konto der Großbanken zurückzuführen war, nimmt sich deren Schrumpfung seit der Krise vor diesem Hintergrund eher bescheiden aus.

Der Wissenschaftliche Beirat des ESRB kommt zu dem Schluss, dass Europa nach wie vor «overbanked» ist (Pagano 2014). Demnach ist der europäische Bankensektor so groß, dass er keinen Beitrag zum Wachstum oder gar einen negativen leistet. Unter anderem lockten die gut bezahlten Posten im Bankenbereich zu viele Talente an, die ansonsten in der Realwirtschaft tätig wären, zudem seien zu viele Kredite in den Immobilienbereich geflossen. Zwar würdigt der Beirat die bereits ergriffenen Maßnahmen, hält ihre Effekte jedoch für teilweise unzureichend und weist darauf hin, dass bestimmte Maßnahmen ganz fehlten.

Die begrenzte Konsolidierung im Bankensektor wird zudem vom Wachstum des Nicht-Bankensektors überkompensiert. In Deutschland haben die Aktiva der anderen Finanzinstitutionen (Versicherer, Investmentfonds und sonstige Finanzinstitute) seit 2008 um 60 Prozent zugelegt (Bundesbank 2017), sodass der Finanzsektor insgesamt gewachsen ist. Im Euroraum ist der Finanzsektor seit 2008 von 530 Prozent auf inzwischen 640 Prozent des Eurozonen-BIP gewachsen (European Central Bank 2017). Zum Bild gehören auch die extremen Finanzoasen wie Luxemburg, wo

der Finanzsektor vor allem wegen seiner Investmentfonds das 250-Fache der Wirtschaftsleistung erreicht. Stark aufgebläht ist er auch in Malta, Irland, Zypern und den Niederlanden.

Angesichts dieser ernüchternden Zahlen kann von einem Gesundschumpfen nicht die Rede sein. Selbst die Bundesbank räumt offen ein: «Es bleibt also festzuhalten, dass bereits einige Reformmaßnahmen erfolgreich durchgeführt wurden. Aber das systematische, umfassende Aufräumen ist ausgeblieben» (Bundesbankvorstand Andreas Dombret in einer Rede am 27.9.2016 in Wien). Diese Feststellung erfolgt, wohl gemerkt, zu einem Zeitpunkt, zu dem der Druck von der Straße und das Tempo der Regulierer längst erlahmt sind. Auf der Ebene

der G20 ist die Finanzmarktregulierung wieder in den Hintergrund gerückt, und jenseits der G20 ist mit wegweisenden Beschlüssen kaum mehr zu rechnen. In Europa ist ein Wettstreit darum entbrannt, nach dem Brexit möglichst viele Finanzunternehmen aus London ins eigene Land zu locken. In den USA regiert ein Präsident, der seinen Unternehmerfreund_innen wieder mehr fabelhafte Geschäfte ermöglichen will. Wie ambitionslos die Regulierungsbestrebungen inzwischen sind, zeigt auch der aktuelle Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD, in dem nicht viel mehr vereinbart wurde, als die Wirkungen der Finanzmarktregulierung noch einmal zu prüfen und gegebenenfalls auf Nachjustierungen hinzuwirken.

Insgesamt bleibt die Finanzmarktregulierung der vergangenen Jahre hinter den formulierten Ansprüchen zurück. Zwar sind viele progressive Forderungen nach einer Regulierung der Finanzmärkte zum Mainstream geworden – bei der Umsetzung wurden sie aber vielfach verwässert oder verliefen im Sande. Insgesamt ist die Regulierung eine Sammlung von größeren und kleineren Einzelmaßnahmen, die einzelne Fehlanreize korrigieren, mehr Transparenz schaffen und die Staatskassen schützen sollen, ohne den Bruch mit dem bisherigen System zu wagen. Nach der Kernschmelze im Finanzmarkt vor zehn Jahren sollen, um im Bilde zu bleiben, die Finanz-Kernreaktoren nicht abgeschaltet, sondern nur etwas sicherer gemacht werden. Solange die Komplexität aber erhalten bleibt, können die ressourcenmäßig unterlegenen Regulierer das Wettrennen mit der Finanzbranche nicht gewinnen, und die Aufsicht wird immer wieder in die Situation kommen, zu spät oder gar nicht eingegriffen zu haben. So endete die Finanzmarktregulierung in einem mikro-ökonomischen Reparaturbetrieb, statt einen Systemwechsel einzuleiten.

Eine Grunderneuerung des Finanzsektors hätte die Schrumpfung auf eine Infrastruktur- und Dienstleistungsfunktion zum Ziel. Banken wären gesetzlich auf die Kernfunktionen Zahlungsverkehr, Einlagengeschäft und Kreditfinanzierung zu beschränken. Statt die Regulierung auf den Typus börsennotierte Großbank zuzuschneiden, sollte sie vom anderen Ende her gedacht werden – nämlich wie europaweit die Gründung von alternativen Banken nach dem Muster der Spar-

kassen, Genossenschaftsbanken und öffentlichen Förderbanken befördert werden kann (DIE LINKE 2010).

Wesentliche Korrekturen sind auch unterblieben, weil zentrale Triebkräfte der Finanzialisierung bewusst ausgeblendet wurden. Daran sind die Reformbemühungen letztlich gescheitert. Zu den blinden Flecken der Regulierer gehört zunächst die extreme Vermögenskonzentration: Die Konzentration von Reichtum führt unweigerlich dazu, dass Eliten so reich sind, dass sie ihren Reichtum nicht verkonsumieren können, sondern an den globalen Finanzmärkten anlegen. Die Akkumulation von Renditen verstärkt die Ungleichheit weiter. Dieser Teufelskreis muss insbesondere durch hohe Steuern auf Einkommen und Vermögen durchbrochen werden.

Aber nicht nur reiche Privatpersonen drängen an die Finanzmärkte, sondern auch Unternehmen, die in vielen Ländern, gerade auch in Deutschland, nicht mehr wissen, wo sie ihre Gewinne unterbringen sollen (Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik 2018: 199). Der Kapitalverwertungsdrang setzt den Staat unter Druck, öffentliche Leistungen für Unternehmen zu öffnen und zu privatisieren. Ein dafür besonders geeignetes Feld ist die Altersvorsorge, deren Privatisierung eine wesentliche Triebkraft der Finanzialisierung ist. Zukünftig müsste stattdessen eine deutliche (Rück-)Verlagerung der privaten Gesundheits- und Altersvorsorge in die gesetzliche und solidarische Sozialversicherung mit Umlagefinanzierung erfolgen.

Weitere Ursachen für das gehäufte Auftreten von Finanzkrisen sind in der Archi-

tektur des Weltfinanzsystems zu finden. Mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs haben sowohl die Häufigkeit und Geschwindigkeit als auch die Schwere von Finanzkrisen zugenommen. Kapitalverkehrscontrollen und die Stabilisierung von Wechselkursen gehören ebenso auf die Regulierungsagenda wie ein internationales Schiedsverfahren zur Entschuldung überschuldeter Staaten. Seit Jahren geben etwa die «Trade and Development Reports» der UNCTAD dazu Impulse.

Eine maßgebliche Triebkraft von Verschuldungskrisen sind außerdem die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Es fehlt ein Verfahren zur Korrektur notorischer Leistungsbilanzungleichgewichte. Dafür müssen nicht nur Defizit-, sondern maßgeblich auch Überschussländer zu einer ausgewogenen Leistungsbilanz gebracht werden. Ein entsprechender Sanktionsmechanismus im Sinne einer «Ausgleichsunion» würde den ökonomischen Anpassungsdruck von wirtschaftlich schwächeren Staaten zu stärkeren Staaten verlagern (Troost/Paus 2011).

Der neoliberale, finanzmarktgetriebene Kapitalismus hat mit der Finanzkrise einen schweren Rückschlag erlitten. Seine Versprechen wurden von der Realität widerlegt und er hat seine ideologische Strahlkraft verloren. Was aber geblieben ist, sind die dahintersteckenden wirtschaftlichen Interessen und die mit Kapitalanhäufungen einhergehende ökonomische und politische Macht. Das

abgeebbte öffentliche Interesse an der Regulierung der Finanzmärkte und der zunehmende Drang zu national-egoistischen Strategien sind schlechte Voraussetzungen dafür, die globale Finanzordnung grundlegend zu reformieren. Die amtierenden Regierungen sollten aber wissen, dass eine erneute Finanzkrise sie selbst hinwegfegen dürfte, die Gesellschaften weiter spalten und den Zusammenhalt in Europa endgültig zunichtemachen würde.

Rainald Ötsch ist Ökonometriker und promovierte 2013 zu Fragen der Risikoquantifizierung. Über Attac fand er zu finanzpolitischen Fragestellungen. Als wissenschaftlicher Mitarbeiter von Axel Troost begleitete er seit 2010 die Finanzmarktregulierung im Bundestag und arbeitet seit 2018 für eine Gemeinschaft von Bundestagsabgeordneten der Partei DIE LINKE.

Axel Troost hat 1980 nach Volkswirtschaftsstudium und Promotion in Marburg die Geschäftsführung der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik übernommen und 1984 als geschäftsführender Gesellschafter das Progress-Institut für Wirtschaftsforschung GmbH gegründet. Von 1990 bis 2001 arbeitete er als Institutsleiter und Berater in Mecklenburg-Vorpommern. Als Mitgründer der WASG war er von 2005 bis 2017 Mitglied des Bundestags und finanzpolitischer Sprecher der Bundestagsfraktion DIE LINKE. Gegenwärtig ist er Senior Fellow für Wirtschafts- und Europapolitik bei der Rosa-Luxemburg-Stiftung und stellvertretender Bundesvorsitzender der Partei DIE LINKE.

Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik (2018): Memorandum 2018 – Preis der «schwarzen Null»: Verteilungsdefizite und Versorgungslücken, Köln.

Bächstädt, Karl-Heinz (2010): Auswahl von Ratingagenturen und Finanzierung von Ratings, in: Kredit & Rating Praxis 4/2010, S. 23–27.

Bächstädt, Karl-Heinz/Henn, Markus (2013): Ratingregulierung geht in die 3. Runde, in: Kredit & Rating Praxis 2/2013, S. 20–24, unter: www.europeanfinanceforum.org/wp-content/uploads/2017/04/Baechstaedt_Ratingregulierung.pdf.

Bafin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017): In Deutschland identifizierte anderweitig systemrelevante Institute und deren Kapitalpuffer, 1.12.2017, unter: www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Eigenmittel_BA/dl_asri_institute_ba.html.

Baud, Marie-France (2012): Can we come off the rating agency habit?, Euractiv.com, 7.2.2012, unter: www.euractiv.com/section/euro-finance/opinion/can-we-come-off-the-rating-agency-habit/.

Berger, Jens (2017): Funke-Freispruch – die Aufarbeitung der Finanzkrise ist ein einziger Skandal, Nachdenkseiten, 2.10.2017, unter: www.nachdenkseiten.de/?p=40396.

Breuer, Rolf-E. (2000): Die Fünfte Gewalt, in: Die Zeit, 27.4.2000, unter: www.zeit.de/2000/18/200018.5_gewalt_.xml.

Breuer, Thomas (2017): What conclusions can be drawn from the EBA 2016 Market Risk Benchmarking Exercise? Economic Governance Support Unit, European Parliament, Brüssel, unter: [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602103/IPOL_IDAN\(2017\)602103_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2017/602103/IPOL_IDAN(2017)602103_EN.pdf).

Conduct Costs Project (2017): Report 2017 – Summary, CCP Research Foundation, unter: <http://foreigners.textovirtual.com/ccp-research-conduct-costs/274/221515/conduct-costs-project-report-2017-updated.pdf>.

Deutsche Bundesbank (2014): Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht März 2014, S. 15–35, unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2014/2014_03_schattenbanken.pdf.

Deutsche Bundesbank (2017): Finanzstabilitätsbericht 2017, Frankfurt a. M., unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Finanzstabilitaetsberichte/2017_finanzstabilitaetsbericht.html.

Deutsche Bundesbank (2018): Basel III: Wurden die richtigen Lehren aus der Finanzkrise gezogen?, Vortragshandout, Berlin.

Deutsche Bundesbank (2018a): Makroprudenzielle Maßnahmen, unter: www.bundesbank.de/Navigation/DE/Aufgaben/Bankenaufsicht/Einzelaspekte/Makroprudenziell/makroprudenziell.html.

Deutscher Bundestag (2013): Finanzmarktgesetzgebung seit 1998, Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestags, Dokumentation WD 4 – 3000 – 146/13, 23.12.2013.

DIE LINKE (2010): Den Bankensektor neu ordnen – und mit der Vergesellschaftung beginnen, Diskussionspapier des Arbeitskreises Wirtschaft, Finanzen, Steuern, Energie und Umwelt, 2. geringfügig ergänzte Fassung, Bundestagsfraktion DIE LINKE, Berlin, unter: www.axel-troost.de/de/article/4551.den-bankensektor-neu-ordnen-a-8211-und-mit-der-vergesellschaftung-beginnen.html.

DIE LINKE (2016): Eckpunkte zur Ausgestaltung eines Finanz-TÜV, Positionspapier der Bundestagsfraktion DIE LINKE, unter: www.linksfraktion.de/themen/positionspapiere/detail/eckpunkte-zur-ausgestaltung-eines-finanz-tuev.

Dullien, Sebastian (2012): Anspruch und Wirklichkeit der Finanzmarktreform: Welche G20-Versprechen wurden umgesetzt? Bewertung der Politikmaßnahmen nach der Finanzkrise 2008/9, Kurzstudie im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Düsseldorf, unter: www.boeckler.de/pdf/p_imk_study_26_2012.pdf.

Dullien, Sebastian (2013): Umbau der Finanzmärkte: Übermäßiges Vertrauen in Marktrationalität hält an, in: Wirtschaftsdienst, Sonderheft, S. 23–29.

Europäischer Rechnungshof (2017): Einheitlicher Abwicklungsausschuss: Erste Schritte auf dem anspruchsvollen Weg zur Bankenunion sind getan, es ist jedoch noch ein weiter Weg bis zum Ziel, Sonderbericht 23/2017, 19.12.2017, Luxemburg, unter: www.eca.europa.eu/de/Pages/DocItem.aspx?did=44424.

European Banking Authority (2017): EBA Report on high earners. Data as of end 2015, London, unter: www.eba.europa.eu/documents/10180/1720738/EBA+Final+Report+on+High+Earners+2015.pdf.

European Central Bank (2017): Report on financial structures, Frankfurt a. M., unter: www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf.

European Systemic Risk Board (2017): EU Shadow Banking Monitor, No. 2, Frankfurt a. M., unter: www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20170529_shadow_banking_report.en.pdf.

Financial Stability Board (2017a): Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, unter: www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf.

Financial Stability Board (2017b): Assessment of shadow banking activities, risks and the adequacy of post-crisis policy tools to address financial stability concerns, unter: www.fsb.org/wp-content/uploads/P300617-1.pdf.

Haldane, Andy (2017): Rethinking Financial Stability, Rede auf der Konferenz «Rethinking Macroeconomic Policy IV», Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., unter: www.bankofengland.co.uk/speech/2017/rethinking-financial-stability.

Herr, Hansjörg (2016): After the Financial Crisis: Reforms and Reform Options for Finance, Regulation and Institutional Structure, Berlin School of Economics and Law and Institute for International Political Economy (IPE), Working Paper 63/2016, Berlin, unter: www.ipe-berlin.org/fileadmin/downloads/Papers_and_Presentations/IPE_WP_63.pdf.

Huber, Joseph (2013): Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zum «Gesetzentwurf zur Abschirmung von Risiken und zur Planung der Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Finanzgruppen», Finanzausschuss des Deutschen Bundestages, 16.4.2013.

Huizinga, Harry (2016): Banks' internal rating models – time for a change? The «system of floors» as proposed by the Basel Committee, European Parliament, Economic Governance Support Unit, Brüssel, unter: [www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_IDA\(2016\)587365](http://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document.html?reference=IPOL_IDA(2016)587365).

IWF – Internationaler Währungsfonds (2010): Global Financial Stability Report, Washington D.C.

Kaya, Orçun (2016): High-frequency trading. Reaching the limits, Deutsche Bank Research Briefing, 24.5.2016, unter: www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000454703/Research_Briefing%3A_High-frequency_trading.pdf.

König, Philipp/Pothier, David (2015): Bubbles and Monetary Policy: To Burst or not to Burst?, DIW Roundup 55, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, unter: www.diw.de/de/diw_01.c.496589.de/bubbles_and_monetary_policy_to_burst_or_not_to_burst.html.

Lenz, Rainer/Stiefmüller, Christian (2017): Das Rennen um die Europäische Bankenaufsicht: Mehr als eine Standortwahl, Financewatch, unter: www.finance-watch.org/informieren/blog/1471?lang=de.

Müller, Leo (2010): Bankräuber. Wie kriminelle Manager und unfähige Politiker uns in den Ruin treiben, Berlin.

Nastanky, Andreas/Lanz, Ramona (2010): Bonuszahlungen in der Kreditwirtschaft: Analyse, Regulierung und Entwicklungstendenzen, in: Statistische Diskussionsbeiträge 41, hrsg. von Strohe, Hans Gerhard, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, Universität Potsdam, unter: <https://publishup.uni-potsdam.de/opus4-ubp/frontdoor/deliver/index/docId/4619/file/statdisk41.pdf>.

Nölke, Andreas (2016): Finanzialisierung als Kernproblem eines sozialen Europas, in: WSI-Mitteilungen 1/2016, S. 41–48.

Pagano, Marco/Langfield, Sam (2014): Is Europe Overbanked? European Systemic Risk Board, Reports of the Advisory Scientific Committee 4/2014, unter: www.esrb.europa.eu/pub/pdf/asc/Reports_ASC_4_1406.pdf.

Schildbach, Jan (2017): Where do European banks stand? 10 years after the start of the financial crisis, Deutsche Bank Research, Frankfurt a. M., unter: www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000450356/Where_do_European_banks_stand%3F_10_years_after_the_.pdf.

Schoenmaker, Dirk (2017): What happened to global banking after the crisis? Policy Contribution Issue 7/2017, Bruegel/Brussels, unter: <http://bruegel.org/2017/03/what-happened-to-global-banking-after-the-crisis/>.

Seikel, Daniel (2011): Wie die Europäische Kommission Liberalisierung durchsetzt. Der Konflikt um das öffentlich-rechtliche Bankenwesen in Deutschland, MPIfG Discussion Paper 16/2011, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln, unter: www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp11-16.pdf.

Steinborn, Susanne (2009): Regulierung der Finanzmärkte in Deutschland unter Berücksichtigung der Rahmensezung durch die EU, Kurzstudie im Auftrag der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Stand November 2009, unter: <http://ifg.rosalux.de/wp-content/Regulierung-der-Finanzm%C3%A4rkte-in-Deutschland3.pdf>.

Steinbrück, Peer (2008): Regierungserklärung des Bundesministers der Finanzen zur Lage der Finanzmärkte vor dem Deutschen Bundestag am 25. September 2008 in Berlin, unter: www.bundesregierung.de/Content/DE/Bulletin/2008/09/97-1-bmf-bt-regerkl.html.

Troost, Axel (2011): Quo vadis Finanzreform? Die Vorhaben zur Regulierung der internationalen Finanzmärkte und was daraus geworden ist, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Standpunkte 3/2011, Berlin, unter: www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Standpunkte/Standpunkte_03-2011.pdf.

Troost, Axel/Paus, Lisa (2011): Eine Europäische Ausgleichsunion – Die Währungsunion 2.0, Schriftenreihe Denkanstöße 13, 2. durchgesehene und leicht bearbeitete Fassung, Institut Solidarische Moderne, Berlin, unter: www.solidarische-moderne.de/de/article/154.die-europaeische-ausgleichsunion-die-waehrungsunion-2-0.html.

Troost, Axel/Liebert, Nicola/Ötsch, Rainald (2013): Deals im Dunkeln. Ziele und Wege der Regulierung von Schattenbanken, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Papers, Berlin, unter: www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/rls_papers/RLS-Papers_Schattenbanken.pdf.

Troost, Axel/Ötsch, Rainald (2015): Bankenabwicklung: Zwischen Fata Morgana und Wirklichkeit, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Analysen 20, Berlin, unter: www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Analysen/Analysen20_Bankenabwicklung.pdf.

UNCTAD (2017): Trade and Development Report 2017 – Beyond Austerity: Towards a Global New Deal, Report by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development, New York/Genf, unter: www.unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1852.

IMPRESSUM

ANALYSEN Nr. 47

wird herausgegeben von der Rosa-Luxemburg-Stiftung

V. i. S. d. P.: Henning Heine

Franz-Mehring-Platz 1 · 10243 Berlin · www.rosalux.de

ISSN 2194-2951 · Redaktionsschluss: August 2018

Layout/Herstellung: MediaService GmbH Druck und Kommunikation

Lektorat: TEXT-ARBEIT, Berlin

Gedruckt auf Circleoffset Premium White, 100% Recycling

«Zehn Jahre nach der Kernschmelze am Finanzmarkt sind nennenswerte Initiativen zur Regulierung der Finanzmärkte nicht mehr in Sicht. Die Regulierungsagenda, die infolge der Finanzkrise aufgelegt wurde, ist weitgehend abgearbeitet oder versandet. Das Finanzkrisenjubiläum ist ein guter Anlass, um die Regulierungsbemühungen der vergangenen Jahre Revue passieren zu lassen und ihre Wirkungen auf die Finanzmärkte abzuschätzen.»

RAINALD ÖTSCH UND AXEL TROOST

