



Reform der internationalen Finanzarchitektur

VGW

Verein für Gesellschafts- & Wirtschaftswissenschaften

im **BSA**

Autor

VGW Arbeitsgruppe Finanzarchitektur unter der Leitung von Mag.^a Sonja Schneeweiss

Herausgeber

Verein für Gesellschaft- & Wirtschaftswissenschaften
1010 Wien, Landesgerichtsstraße 16

Die Mitglieder der Arbeitsgruppe haben als BSA-Mitglieder und nicht in ihrer beruflichen Funktion ihre Expertise und Meinung eingebracht.

Juli 2009

Editorial

Die internationalen Finanzmärkte haben im letzten Jahrzehnt eine vielschichtige Entwicklung genommen: Immer stärkere globale Vernetzung und Entwicklung intransparenter, komplexer Finanzprodukte einerseits, unzureichendes Risikomanagement und mangelhafte staatliche Regulierung andererseits. Dazu kommen der Aufbau globaler makroökonomischer Ungleichgewichte, steuerliche Anreize zur systemischen Überschuldung, ein sich verschärfender Deregulierungswettbewerb und Regulierungsarbitrage der Finanzmarktteilnehmer. Dies mündete letztendlich in der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise.

Gerade die Sozialdemokratie möchte Lösungen für die von der Finanzkrise hervorgerufenen Probleme anbieten. Denn das Wirken ungebremster Marktkräfte hat die Umverteilung von Einkommen und Vermögen beschleunigt und die Chancengleichheit zwischen den Menschen untergraben. Das Streben nach immer höheren Renditen hat die Bewertung von realwirtschaftlicher Tätigkeit auf der Basis von Produktivität und Innovation (scheinbar) außer Kraft gesetzt. Viele Managergehälter stehen schon lange nicht mehr in angemessenem Zusammenhang mit Leistung.

ArbeitnehmerInnen, SparerInnen, Kleininvestoren, PensionistInnen sind Teil des Spiels der freien Marktkräfte geworden, weil den Finanzmärkten immer mehr Aufgaben zugeschrieben werden. Aufgaben, mit deren Erfüllung sie aber klar überfordert sind: Sozialpolitik, Ausbildung, Altersvorsorge liegen im Interesse und in der Verantwortung der Gemeinschaft und können nicht an den Finanzmarkt „delegiert“ werden.

Wohl kommt dem Finanzsektor eine Sonderstellung in der Volkswirtschaft zu: Er ist Katalysator für Wachstum und gleichsam das „Schmiermittel“ für realwirtschaftliche Tätigkeit. Aber nur menschliche Arbeitskraft und Erfindungsgeist sind die Quellen von Fortschritt, Wertschöpfung und Wachstum. Gerade wegen dieser, seiner volkswirtschaftlichen Sonderstellung muss der Finanzsektor im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit der staatlichen Kontrolle stehen.

Das vorliegende Papier ist ein sozialdemokratischer Debattenbeitrag des Vereins für Gesellschafts- und Wirtschaftswissenschaft (VGW) im BSA zur Reform der internationalen Finanzarchitektur. Eine Gruppe von FinanzmarktexpertInnen, koordiniert von Sonja Schneeweiss, hat eine Reihe von Grundsätzen und Vorschlägen erarbeitet.

Das Papier beinhaltet kurzfristige Maßnahmen zur verbesserten Regulierung aller Finanzmarktakteure und Finanzmarktsegmente, die jedoch nur teilweise von Österreich alleine durchgeführt werden können. In vielen Bereichen ist die Abstimmung innerhalb der EU unerlässlich. Vorschläge zur Errichtung einer Weltfinanzbehörde, einer durchsetzungsfähigen

higen Europäischen Aufsicht, einer Europäischen Einlagensicherung und eines Rettungsfonds in Finanzkrisen werden wohl nur mittelfristig umsetzbar sein. Um eine gerechtere Verteilung von Kosten einer Krise zu erzielen, sind auch steuerliche Maßnahmen erforderlich, über die sich die Gruppe ebenfalls Gedanken gemacht hat.

Zunächst gilt es selbstverständlich, die aktuelle Krise zu bewältigen. Darauf aufbauend ist ein neuer Ordnungsrahmen zu entwickeln, um die Fehler der Vergangenheit zu korrigieren und das Ausbrechen zukünftiger Finanzkrisen – so gut wie möglich – zu verhindern. Durch die massiven globalen Auswirkungen der Krise ist in der internationalen Staatengemeinschaft eine Bereitschaft entstanden, die Probleme künftig besser zu regeln. Jetzt ist rasches Handeln gefragt, bevor Verzögerungstaktiken von einzelnen Staaten und Finanzmarktakteuren nachhaltige Reformen verhindern.

Mit dem vorliegenden Konzeptpapier will der VGW beziehungsweise der BSA die Meinungsbildung in relevanten Gremien unterstützen und gleichzeitig seinem Informationsauftrag nachkommen.

Dr. Wolf Frühauf

BM Dr. Claudia Schmied

Mag. Isabella Lindner

Geschäftsführender
Präsident des BSA

Vorsitzende VGW

Stv. Vorsitzende VGW

Inhaltsverzeichnis

Editorial	3
1 Fünf Grundsätze für die Reform	7
1.1. Finanzmärkte dienen der Realwirtschaft – nicht umgekehrt	7
1.2. Staatliche Verantwortung für Wirtschaftliche Stabilität	8
1.3. Verantwortlichkeit, Transparenz und Regulierung aller Finanzmarktakteure	8
1.4. Demokratische Legitimierung und Kontrolle	9
1.5. Stärkung internationaler und europäischer Institutionen	9
2. Neue Institutionen zur Krisenverhinderung	10
2.1. System einer Weltfinanzorganisation (SWFO)	10
2.2. Europäisches System der Finanzmarktaufsichtsbehörden (ESFA)	13
2.3. Europäische Einlagensicherung und Rettungsfonds	15
2.4. Untersuchungsausschuss für Lobbying und Kriminalität – Pecora Kommission	16
3. Regulierung	16
3.1. Bankenrettungspakete	17
3.2. Regulierung nach Größen- und Geschäftsstruktur der Banken	17
3.3. Verbriefung von Krediten und Gründung von Zweckgesellschaften	19
3.4. Risikomanagement	20
3.5. Kreditvergabe und Basel II	21
3.6. Indikator zur Erkennung von Blasen	22
3.7. Zulassungsprüfungen und Verbote bestimmter Finanzprodukte	23
3.8. „Entmachtung“ der Ratingagenturen	23
3.9. Begrenzung der Fremdfinanzierung (Leverage)	24
3.10. Regulierung von Hedgefonds	25
3.11. Clearingstelle für außerbörsliche Geschäfte	26
3.12. Bilanzierungs- und Bewertungsregeln	27
3.13. Marktpraxis: Leerverkäufe (Short Selling)	29
3.14. Anreizsysteme, Entlohnungsmodelle und Haftung der Akteure	30
3.15. Know-how/Finanzbildung	31
4. Maßnahmen zur Besteuerung	32
4.1. Finanztransaktionssteuer	32
4.2. Einschränkung des steuerlichen Zinsabzuges	33
4.3. Finanzertragssteuer	34
4.4. Pensionsvorsorge	35

5. Anhang	35
5.1. Überblick über die Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik in der Krise	35
5.2. Index	37

Reform der internationalen Finanzarchitektur

1. Fünf Grundsätze für die Reform

In der Finanz- und Wirtschaftskrise verfolgt die Öffentlichkeit mit großem Unbehagen, wie Regierungen weltweit hohe Mittel zur Rettung des Finanzsektors zur Verfügung stellen. Die Steuerzahler müssen dabei zusehen, wie Verluste von Banken sozialisiert werden, wo noch zuvor höchste Gewinne privatisiert wurden. In einigen Gewinnfällen wurden sogar noch Arbeitsplätze abgebaut. Markt- und Aufsichtsversagen, aber auch ein Versagen der Wirtschaftspolitik haben dazu beigetragen, dass wir uns nun in dieser Krise befinden.

Neben Akutmaßnahmen zur Bewältigung der Krise muss sich die internationale Staatengemeinschaft jetzt – solange die Krise noch dauert – auf verbindliche Reformverpflichtungen einigen. Denn Verzögerungstaktiken einiger Staaten und Finanzmarktakteure können nachhaltige Reformen verhindern.

Wir schlagen daher vor, dass eine nachhaltige und grundlegende Reform des internationalen Finanzsystems fünf Grundsätzen folgt. Unser Ziel ist es, dem Steuerzahler damit künftig jene Kosten zu ersparen, die durch die Schäden aus Finanzkrisen entstehen.

1.1. Finanzmärkte dienen der Realwirtschaft – nicht umgekehrt

Finanzmärkte dienen zuallererst einer stabilen und effizienten Entwicklung der Realwirtschaft. Einer Realwirtschaft, die wiederum den Menschen dienen soll und Wohlstand für alle bringt. Was ist Arbeit wert, wenn Spekulanten auf Märkten innerhalb weniger Wochen ein Lebenseinkommen „verdienen“ können?

Das globale Finanzsystem hat seine Aufgaben – effiziente Mittelbereitstellung für Investitionen, Fristentransformation und Risikoverteilung – nicht erfüllt. Stattdessen hat es zu Preisblasen (Bubbles), zu einem Überschuss an Geldliquidität, zu ineffizienter Ressourcenverteilung und letztendlich zu einer tief greifenden Finanz- und Wirtschaftskrise geführt. Selbst so renommierte Institutionen wie die OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development in Paris) verfielen dem Irrtum, dass Finanzmärkte Wachstum produzieren können.¹ Finanzmärkte können aber nur Katalysator für Wachstum sein oder – wenn sie nicht funktionieren – Wachstum stark negativ beeinflussen.

¹ Vgl. www.oecd.org/economics/goingforgrowth2008: Das „Going for Growth“ Konzept der OECD basierte hauptsächlich auf dem Wachstum von Finanzmärkten und Handel.

1.2. Staatliche Verantwortung für wirtschaftliche Stabilität

Wir brauchen einen internationalen Paradigmenwechsel – in Richtung sozialer Marktwirtschaft, weg vom schrankenlosen Marktfundamentalismus (free market capitalism). Weiters müssen einige destabilisierende Aspekte der staatlichen Steuersysteme dringend korrigiert werden. Der Aufbau globaler volkswirtschaftlicher Ungleichgewichte, über Geld- und Wechselkurspolitik sowie Kapitalverkehr, soll künftig von allen Ländern ernst genommen werden und nicht einem laissez faire-Prinzip unterliegen. Auch kann der Finanzsektor nicht alle Aufgaben erfüllen, die ihm in den letzten Jahren zugeschrieben wurden, wie beispielsweise Altersvorsorge, Ausbildung oder Sozialpolitik. Diese Aufgaben liegen in der Verantwortung der gesamten Gesellschaft und müssen dort verbleiben. Es ist daher eine neue globale Vereinbarung (New Global Consensus) zu treffen, die nicht wie der alte Washington Consensus auf Privatisierung, Deregulierung und Marktfundamentalismus beruht.

Damit der Markt seine Funktionen fair erfüllen kann, fordern wir eine aktive Rolle des Staates bei Aufsicht und Regulierung der Finanzmärkte. Das System der Selbstregulierung hat versagt. Der Deregulierungswettbewerb muss unterbrochen werden. Das Ziel ist nicht eine dauerhafte Verstaatlichung von Banken. Vielmehr sollen solide rechtliche Rahmenbedingungen die Grundlage für staatliche Aufsicht und Regulierung aller Finanzmarktakteure und Finanzmarktsegmente bilden.

1.3. Verantwortlichkeit, Transparenz und Regulierung aller Finanzmarktakteure

Innovative Finanzprodukte, die das Risiko besser verteilen sollten, waren teilweise so komplex und intransparent, dass sie letztendlich das Risiko für das Gesamtsystem vergrößerten und schließlich die Finanzmarktkrise auslösten. Deshalb fordern wir als Reaktion auf die fehlende Verantwortlichkeit, dass Finanzmarktakteure und Aufseher gleichermaßen mehr Gesamtverantwortung zeigen. „Anything goes“ kann nicht das Orientierungsprinzip für Verhalten nach der Krise sein. Fehler in der Regulierung und in der Aufsicht sind durch die Krise drastisch zu Tage gefördert worden.

Die internationalen Aufsichtsbehörden haben hier eine wesentliche Rolle: laufende Einflussnahme auf die Geschäftspolitik der Finanzinstitutionen – nicht erst in der Krise, beispielsweise durch das (temporäre) Verbot bestimmter geschäftlicher Vorgänge oder Praxen.

Die fehlende Transparenz in den Marktstrukturen erfordert künftig die Regulierung aller Finanzmarktteilnehmer. Kein Finanzmarktsegment und keine Finanzmarktinstitution darf mehr in einem unregulierten und aufsichtsfreien Raum agieren. Damit meinen wir vor

allem Hedgefonds, Private Equity Fonds, Ratingagenturen und Off-shore Zentren². Eine solche Maßnahme setzt der internationalen Regulierungsarbitrage ein Ende. Das heißt, dass kein Finanzmarktteilnehmer durch fehlende oder schwache Regulierung Vorteile gegenüber anderen am Markt hat. Dabei muss jedoch klar sein, dass der Wettbewerb gewahrt bleibt. Volle Transparenz soll gegenüber Aufsichtsbehörden gelten, gegenüber Mitbewerbern muss das Geschäftsgeheimnis gewahrt bleiben.

Des Weiteren müssen alle Finanzmarktakteure periodisch ihre Veranlagungsstrategien, das investierte Kapital inkl. Fremdkapitalanteil und lock-in Perioden (vor allem bei Hedgefonds üblich) offen legen und Angaben über Beziehungen zu Prime Brokern, über Unternehmensgewinne und Bonussysteme an die Aufsichtsbehörden weitergeben.

1.4. Demokratische Legitimierung und Kontrolle

Jene Risiken, die von der Finanzindustrie für den Rest der Gesellschaft ausgehen, werden viel zu wenig berücksichtigt. Es muss daher eine transparente Mitwirkung aller Interessensgruppen der Gesellschaft und Wirtschaft ermöglicht werden.

Der – am Finanzmarkt erwiesenermaßen ohne Regulierung nicht funktionierende – freie Markt benötigt bessere Spielregeln. Die Politik ist letztverantwortlich für die Spielregeln und deren Einhaltung. Diese Verantwortung soll sie in Zukunft tatsächlich wahrnehmen und nicht an Expertengremien abgeben.

1.5. Stärkung internationaler und europäischer Institutionen

Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise verlangt eine grundlegende Reform der internationalen und europäischen Institutionen. Derzeit stehen der globalisierten Finanzwirtschaft zu wenig globale Regeln und Steuerungssysteme gegenüber. Dabei sind eine internationale Abstimmung zwischen den Aufsichtsbehörden und die internationale Konsistenz der Aufsichtsstandards erforderlich, um „Aufsichts-Wettbewerb nach unten“ zu vermeiden.

Die Krise hat auch Marktprotektionismus hervorgerufen – jeder für sich und alle gegeneinander. Nur eine gemeinsame und geordnete Vorgangsweise kann eine solche Entwicklung verhindern. Wichtig ist es, in diesem Zusammenhang die USA und aufstrebende Volkswirtschaften in Asien für eine Stärkung multilateraler Organisationen zu gewinnen und das Prinzip der „Multipolarität“ zu verfolgen.

2 Finanzplätze mit keiner oder sehr laxer Regulierung

Wir fordern daher, die Legitimität und damit Handlungsfähigkeit von multilateralen wirtschafts- und finanzpolitischen Organisationen und von gemeinsamen Institutionen der EU zu stärken.

2. Neue Institutionen zur Krisenverhinderung

2.1. System einer Weltfinanzorganisation (SWFO)

Die Initiative zur Bewältigung der Krise ging von den gut koordinierten Zentralbanken und einigen (G7/G8³, inzwischen auch G20⁴) Ländern aus. Die internationalen Organisationen, wie der Internationale Währungsfonds (IWF), haben internationale Zahlungsbilanzhilfe an in die Krise geratene Staaten rasch vergeben. Informelle Gruppierungen wie das Financial Stability Forum (FSF) arbeiteten im Auftrag von einigen Ländern an Entwürfen für eine bessere globale Regulierung und Aufsicht.

Derzeit gibt es in der internationalen Finanzarchitektur eine Vielzahl von Institutionen und informellen Gruppen und Foren. Diese arbeiten zu unterschiedlichen, teilweise überlappenden Aufsichtsregeln, deren Arbeitsergebnisse in der Regel keine bindende Wirkung entfalten und deren Mitglieder nicht repräsentativ sind. Regulierung und Aufsicht des Finanzsektors sind weltweit fragmentiert und können keine entsprechende Hebelwirkung gegenüber den Finanzmarktakteuren entfalten:

- Eine der wesentlichen Aufgaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) in Washington D.C ist die Überwachung der Finanzmärkte. Er ist aber keine Aufsichtsbehörde im eigentlichen Sinn, sondern prüft die Aufsicht und die Einhaltung von Aufsichtsstandards im Rahmen von unregelmäßigen Prüfungen (Financial Sector Assessment Programmes – FSAP). Seine FSAP-Empfehlungen betreffen Aufsicht und Finanzmarktstabilität, haben aber keine bindende Wirkung. Da praktisch alle Länder der Welt Mitglied im IWF sind, verfügt der IWF über globales Wissen und entsprechend qualifiziertes Personal in diesem Bereich⁵.
- Im Rahmen der Bank für den Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in Basel arbeitet der Baseler Bankenausschuss. Die Aufsichtstandards für Banken entfalten aber erst dann eine bindende Wirkung, wenn sie in nationales Recht umgesetzt werden. Die dort vertretenen Aufseher sind nicht repräsentativ, so spielen beispielsweise die Schwellenländer dort keine Rolle. Schließlich gibt es noch eine Reihe von Gruppierungen

3 Die 7 führenden Industrienationen: USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Kanada (G8: inklusive Russland)

4 G8 plus aufstrebende Volkswirtschaften, wie China, Indien, Brasilien

5 OECD, WTO (GATS) und UN beschäftigen sich mit Kapitalverkehrsliberalisierung, die OECD wirkt auch am Entwurf von Codes of Conduct für den Finanzmarktbereich mit.

gen von Aufsehern, wie IOSCO (Wertpapiere, Paris), IAS (Versicherungen, Basel), IASB (Rechnungslegung, London) und ein Gemeinsames Forum der Aufseher in Basel. Hier dominieren einige wenige Mitgliedstaaten die Ausarbeitung von neuen Aufsichtsstandards. Damit herrschen nationale Expertise und Erfahrungen vor, aber de facto keine demokratische Kontrolle.

- Der Financial Stability Board (FSB) wurde von den G20 als Nachfolge-Gremium des Financial Stability Forums (FSF) geschaffen und seine Mitgliedschaft um die G20-Mitgliedstaaten erweitert. Das Sekretariat des FSB ist ebenfalls in Basel angesiedelt. Dort treffen sich die Vertreter von Notenbanken, Finanzministerien und Aufsichtsbehörden regelmäßig.

Eine globale Wirtschafts- und Finanzkrise erfordert aber die Handlungsfähigkeit der gesamten internationalen Staatengemeinschaft: Der Entwurf von Maßnahmen und Aktionsprogrammen darf nicht von einem einzelnen Staat oder einer kleinen Gruppe von Staaten dominiert werden. Auch schon deshalb, um unfairen System-Wettbewerb zu verhindern. Die notwendige große, internationale institutionelle Reform der Finanzarchitektur erfordert die Zusammenarbeit der gesamten internationalen Staatengemeinschaft.

Die Herausforderung besteht darin, einen integrierten globalen Rahmen zu entwickeln, innerhalb dessen die internationale Gemeinschaft in wirtschafts- und finanzpolitischen Fragen effektiver als bisher zusammenarbeitet, um ein Versagen von Aufsicht und Märkten künftig zu verhindern. Eine solche Reform soll in Hinkunft verhindern, dass Markt-, Politik- und Aufsichtsversagen gleichzeitig auftreten und eine Krise vielleicht in noch größerem Ausmaß als heute auftritt.

Die angepeilte Reform der internationalen Finanzarchitektur soll den Grundsätzen von Rechenschaftspflicht und Transparenz, Repräsentativität, Effektivität sowie vorhandenem Wissen und qualifiziertem Personal entsprechen.

Der BSA/VGW fordert daher ein System einer Weltfinanzorganisation (SWFO) zu errichten, das in Washington beim IWF und in Basel bei der BIZ angesiedelt sein soll. Eine geografische Konzentration in Washington soll vermieden werden. Finanzmarkt-Lobbyisten wird dadurch die Einflussnahme erschwert, weil es ein komplexeres System von gegenseitiger Kontrolle und Ausgleichsmechanismen („checks-and-balances“) gibt. Die Erfahrung zeigt, dass Organisationen wie beispielsweise der IWF, dem starken Lobbying durch die Finanzindustrie unterliegen – so ist das IIF (International Institute of Finance) in Washington gleich um die Ecke vom IWF angesiedelt. Dieser Vereinigung internationaler Banken gelingt es daher immer wieder ihre Interessen, wie beispielsweise Selbstregulierung, statt der von einer Behörde sanktionierten Regulierung, durchzusetzen.

Eine gemeinsame Lenkungsstruktur soll die Tätigkeiten der beiden Arme der SWFO in den USA und in Europa koordinieren. Geeignet für die gemeinsame Lenkungsstruktur wären beispielsweise die Jahres- und Frühjahrstagung beim IWF und der Weltbank in Washington, die als Tagung eines Ministerrats (Council of Ministers) eingerichtet werden. Innerhalb des Ministerrats darf das Veto eines Landes nicht möglich sein. Der Minister- rat stellt sicher, dass Aufsichtsnormen, die in Basel entwickelt werden, SOFORT von allen Staaten ernst genommen werden, da er repräsentativ für alle Staaten ist. Auch sollte diese Behörde einer politischen Kontrolle unterworfen werden, um sicherzustellen, dass nicht nur die Interessen des Finanzsektors berücksichtigt werden. Diese Kontrolle könn- te von der UN wahrgenommen werden.

Die Anzahl der Staaten, die dieses Regulierungssystem akzeptieren, ist wesentlich. Es ist eine kritische Masse an Mitgliedern notwendig, um ein Umgehen von Regulierung sicherzustellen. Alle Mitglieder verpflichten sich, sich der Regulierung (multilaterale wirt- schaftspolitische Aufsicht, Aufsichtsstandards für den Finanzsektor) zu unterwerfen. Nichteinhaltung wird sanktioniert, indem Geschäfte mit Finanzdienstleistern mit Sitz in diesen Mitgliedsländern entweder verboten oder mit hohen Gebühren belegt werden⁶.

Um die Funktionsfähigkeit und Zusammenarbeit der beiden Pole des SWFO sicherzu- stellen, müssen Arbeitsteilung und Verantwortlichkeiten zwischen den Bretton Woods Institutionen (IWF und Weltbank), FSB, Assoziationen von Aufsehern, G20 und G7 genau definiert werden:

- Der IWF könnte einen integrierten Aufsichtsrahmen für Real- und Finanzwirtschaft (macro-financial link) bereitstellen, beispielsweise über einen Frühwarnmechanismus vor Krisen. In den regelmäßigen volkswirtschaftlichen Prüfungen des IWF sollen ver- stärkt die Wechselwirkungen zwischen den Finanzmärkten und der Realwirtschaft, Wechselkursen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten analysiert werden. IWF- Mitgliedstaaten – und zwar auch die G7 – müssen sich jedoch verpflichten, diese Emp- fehlungen, nach kritischer Prüfung, ernst zu nehmen – und zwar auf Dauer und nicht nur im Lichte der Krise.
- Finanzmarktprüfungen sollen für alle Staaten verbindlich werden. Aufgrund seiner Expertise soll es dem IWF dann möglich sein, für die Umsetzung von Standards im Aufsichtsbereich „best practice“ zu definieren und Fälle von „regulatory arbitrage“⁷ zu identifizieren und abzustellen.
- Die Assoziationen der Aufseher und das FSB nehmen die Normensetzung und die Erar- beitung von Standards wahr. Der IWF prüft die Einhaltung dieser Normen.
- In diesem Rahmen ist es leichter, globale Kollegien der Aufseher (global colleges of supervisors) zu bilden, um die Überwachung von systemisch wichtigen, global agieren- den Banken zu verbessern.

6 Eventuell ist hier eine Anpassung von GATS notwendig, d.h. es ist wichtig, auch in der WTO die Unter- stützung für die neue internationale Finanzmarktregulierung politisch durchzusetzen.

7 Ausnutzen von unterschiedlichen Regulierungsniveaus in unterschiedlichen Ländern/Segmenten

2.2. Europäisches System der Finanzmarktaufsichtsbehörden (ESFA)

Zusätzlich und unabhängig von oben vorgeschlagenen internationalen Institutionen ist es für die EU unbedingt notwendig, ein Europäisches System der Finanzmarktaufsichtsbehörden zu gründen. Es stellt sich die Frage, weshalb ein gemeinschaftliches Europa mit einem vollständig verwirklichten Binnenmarkt, zu dem ja auch der Finanzmarkt gehört, nicht auch über eine gemeinschaftliche Aufsicht verfügt. Stattdessen stehen dem nahezu einheitlichen europäischen Bankenmarkt mit seiner intensiven Verflechtung stark unterteilte und in ihren Systemen und Kompetenzen divergierende nationale Aufsichtssysteme gegenüber.

Diese Konstellation verhindert ein effektives Krisenmanagement, das eine schnelle und wirkungsvolle Reaktion auf europäischer Ebene erlaubt, und auch keine gute Basis für eine funktionierende, gut regulierte Finanzmarktarchitektur für die Zeit nach der Krise ist. Denn für ein – wie es uns die Krise gelehrt hat – in Zukunft unerlässliches weltweit koordiniertes Aufsichtssystem stellt die Koordination der europäischen Aufsicht einen ersten Schritt dar.

Die derzeit bestehende Einrichtung der colleges of supervisors in der EU, in denen sich die jeweiligen nationalen Behörden eines grenzüberschreitend tätigen Unternehmens koordinieren, sollen auf europäischer Ebene in eine demokratisch legitimierte Behörde weiterentwickelt werden.

Der BSA/VGW fordert die Schaffung eines krisenfesten Rahmens für eine europäische Finanzaufsicht, der nicht von kurzfristigen institutionellen und politischen Interessen getragen ist. Seine Hauptaufgabe ist neben der Regulierung, das öffentliche Vertrauen in das Finanzsystem und seine Stabilität wieder herzustellen und zu wahren. Ein europäisches System der Finanzmarktaufsichtsbehörden muss der Komplexität des europäischen Finanzmarktes gewachsen sein. Dabei ist vom Gedanken einer integrierten Aufsicht auszugehen. Beaufsichtigt werden sollen nicht nur die großen grenzüberschreitend tätigen Banken, sondern auch Versicherungsunternehmen und andere Finanzdienstleister. Denn die wechselseitigen Abhängigkeiten der vielfältigen Aktivitäten erfordern eine Gesamtbeachtung der Situation der Finanzmärkte. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen dabei nicht aufgelassen werden, sondern vielmehr unter der Hauptverantwortung einer neu geschaffenen europäischen Institution weiterhin tätig sein. Die Kenntnisse der nationalen Aufsichten über regionale Besonderheiten sollen auf jeden Fall weiter genutzt werden. Somit können und sollen national agierende Banken auch in Zukunft von den nationalen Aufsichten geprüft werden, die transnational agierenden Banken benötigen jedoch die Europäische Aufsicht. Derzeit handelt es sich dabei um ca. 30-40 europäische Banken und ca. 15-20 europäische Versicherungsunternehmen.

Auf dem Weg zu einem System der Europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörden müssen die Aufsichtsregimes innerhalb Europas umfassend harmonisiert und die unterschiedlichen nationalen Regelungen so weit wie möglich reduziert werden. Denn eine europä-

ische Perspektive der Finanzaufsicht ist nur mit einer weitgehenden Vereinheitlichung der unterschiedlichen Aufsichtsregeln zu erreichen. Dabei muss auch die Auslegung und praktische Anwendung dieser Regelungen möglichst einheitlich erfolgen. Diese Harmonisierung darf natürlich nicht zugunsten der niedrigsten vorhandenen Standards erfolgen.

Der BSA/VGW steht somit für die Einrichtung eines europäischen Systems, das föderal strukturiert ist. Zusammengesetzt aus allen nationalen Aufsichtsbehörden soll es über eine zentrale Aufsichtsbehörde verfügen. Das ESFA plant und koordiniert die Aufsichtstätigkeit der 27 Mitgliedstaaten der EU und hat für die größten grenzüberschreitenden Institute Behördenfunktion und Durchgriffsrechte auf die nationale Ebene. Die getroffenen, rechtlich bindenden Entscheidungen werden dann durch die nationalen Behörden vollzogen. Klare Verantwortlichkeiten bedeuten dabei nicht ein Übermaß an Regulierung, das zu einer Behinderung der wirtschaftlichen Entwicklung führt.

Kompetenzen des ESFA:

- Makroökonomische Aufsicht: Analyse europaweit relevanter Sachverhalte zur jederzeitigen raschen Verfügbarkeit einer Darstellung der Gesamtsituation des europäischen Finanzmarktes. Schaffung eines "Frühwarnsystems" mit unmittelbar folgenden Eingriffsmöglichkeiten.
- Mechanismen für einen angemessenen Schutz des gesamten Finanzsystems: Konsequente Rechtsdurchsetzung, adäquate Streitbeilegungsregelungen im Falle einer Meinungsverschiedenheit unter den verschiedenen Aufsichtsbehörden, Sanktionsmöglichkeiten „mit Biss“, denn das Abschreckungspotential der derzeitigen möglichen Strafen hat sich als unzureichend erwiesen, verglichen mit der Strafhöhe im Wettbewerbsbereich.
- Aufsichtsbehördliche Kompetenzen und Maßnahmen: Zentrale Abstimmung und Koordination der Aufsichtstätigkeiten - Ziel etwa ein europaweiter jährlicher Prüfplan. Die Durchführung von Vorortprüfungen sollte aufgrund der lokalen Naheverhältnisse allerdings bei den nationalen Behörden belassen werden.
- Grenzüberschreitender Informationsaustausch und periodische Berichtsverpflichtung

Ein System der Europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörden ist eine politische Institution in dem Sinne, dass sie Zielvorgaben der Politik regulatorisch umsetzt und systemischen Finanzrisiken durch geeignete Maßnahmen entgegenzutreten soll. Regulatorische Aufgaben und die Handhabung der Finanzmarktaufsicht erfordern eine demokratische Kontrolle durch das Europäische Parlament und eine Prüfung durch den Europäischen Rechnungshof.

Zudem MUSS eine europäische Aufsicht alle 27 EU Mitgliedstaaten umfassen, während die Mitgliedschaft in der Währungsunion von der Erfüllung bestimmter Kriterien abhängig ist⁸.

Eine hohe Aufsichtsqualität ist kostspielig. Europa sollte sich eine qualitativ hochwertige Aufsicht, die weitere drohende Krisen verhindern helfen könnte, allerdings etwas kosten lassen (zur Finanzierung siehe auch Finanztransaktionssteuer).

Für dieses Konzept des ESFA wäre vermutlich eine EU-Vertragsänderung notwendig. Der Vorschlag der EU-Kommission zur Aufsicht (auf Basis des de Larosière-Berichtes⁹) wurde konzipiert, ohne Vertragsänderung auszukommen, und ist nur ein kleiner Schritt in die richtige Richtung, geht aber nicht weit genug: Erst ein wirkliches Durchgriffsrecht des ESFA und Prüfung von transnationalen Banken durch das ESFA garantieren die notwendige Systemstabilität. Andernfalls ist das neue System wieder zersplittert und erfüllt nicht ausreichend seinen oben beschriebenen Zweck. Sollte eine Vertragsänderung politisch nicht durchsetzbar sein, müssen Alternativen ausgearbeitet werden – eventuell über Zusatzverträge.

Ein System der Europäischen Aufsicht erfordert auch ein europäisches Konkursrecht.

2.3. Europäische Einlagensicherung und Rettungsfonds

Ein System der Europäischen Finanzmarktaufsichtsbehörden kann nur dann funktionieren, wenn es auch auf europäischer Ebene eine Einlagensicherung und einen Rettungsfonds gibt, die für transnational agierende Finanzmarktakteure zur Anwendung kommen.

Nationale und kleine, regional agierende Banken können bei der nationalen Einlagensicherung bleiben und im Notfall auch von den Mitgliedsstaaten gerettet werden. Wenn jedoch Banken transnational agieren und europäisch geprüft werden, muss auch auf europäischer Ebene definiert sein, was passiert, wenn diese Banken in Schwierigkeiten geraten. Die europäische Einlagensicherung könnte analog der amerikanischen FDIC¹⁰ funktionieren.

8 Für eine Zusammenlegung von Bankenaufsicht und Geldpolitik würden die vorhandenen Synergie hinsichtlich Informationsaustausch und Reaktionsmöglichkeiten sprechen. Art 105 (6) EGV würde es ermöglichen, der EZB Aufsichtsaufgaben zuzuweisen, was auch die Frage nach einer Notwendigkeit der Adaptierung der Gründungsverträge obsolet machen würde. Die Argumente für eine eigenständige Behörde überwiegen aber bei weitem. Gegen eine Finanzmarktaufsicht durch die EZB sprechen auch mögliche Interessenskonflikte zwischen Finanzmarkt- und Geldwertstabilität sowie die Gefahr einer Machtkonzentration.

9 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_de.pdf

10 Federal Deposit Insurance Corporation, www.fdic.gov

Der BSA/VGW fordert die Einrichtung eines Europäischen Rettungsfonds für Banken und andere Finanzinstitutionen, der unter anderem durch die Finanztransaktionssteuer finanziert werden soll (siehe 4.1 Finanztransaktionssteuer). Die Entscheidungen über diesen Rettungsfonds müssen auf europäischer Ebene getroffen werden.

2.4. Untersuchungsausschuss für Lobbying und Kriminalität – Pecora Kommission

Der BSA/VGW befürwortet die Schaffung eines unabhängigen Ausschusses im Europäischen Parlament zur Untersuchung von Kriminalität und Lobbyingaktivitäten der Finanzakteure (in Anlehnung an die Pecora Kommission in den USA in den 1930er Jahren). Das Europäische Parlament soll diesen Untersuchungsausschuss eigenständig einberufen können. Der Untersuchungsausschuss soll Zeugen – auch gegen ihren Willen – laden können, sie zur Aussage verpflichten und die Vorlage von Unterlagen erzwingen können.

3. Regulierung

Die in diesem Kapitel angeführten Maßnahmen für verbesserte Regulierung von Finanzmärkten knüpfen an den Ursachen der Krise an:

- Überliquidität auf den Finanzmärkten mit negativen langfristigen Folgen für die Realwirtschaft
- Anfälligkeit von Märkten für Kursblasen (Bubbles): z.B. Immobilienblase und Kreditblase
- Falsche Steueranreize: US-Steueranreize zur maximalen Verschuldung der Privaten mittels Immobilienkrediten oder staatliches Steuersystem, das Überschuldung fördert und so destruktive „Heuschreckentaktik“ ermöglicht
- Fehlendes Wissen bei Banken über die eingesetzten innovativen Finanzprodukte
- Unverantwortliche Kreditvergabe und überzogene Kreditausweitung
- Weiterverkauf von Kreditrisiken
- Auslagerung von Risiken aus der Bilanz
- Systematische Unterschätzung von Risiko
- Eigeninteressen der Ratingagenturen und falsche Risikobewertung riskanter Papiere
- Produkte mit hohem Finanzierungshebel („Leverage“) wie fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen, die zu starker Verschuldung der Unternehmen führen, aber auch Verschuldung der privaten Haushalte, beispielsweise bei der Hausfinanzierung in den USA und Großbritannien
- Asymmetrische Information auf Märkten
- Regulierungslücken
- Gier nach Provisionen und kurzfristigen hohen Gewinnen von Managern und Anlegern
- Fehlende Verantwortlichkeit von Finanzmarktakteuren

- Falsche Anreize für Manager und Verkäufer von Finanzprodukten, beispielsweise Provisionen und Boni
- Lobbying der „starken“ Finanzindustrie für wenig Regulierung und „Nachsicht“ durch die Aufsichtsbehörden
- Zu wenig Ressourcen (Personal und Budget) bei Aufsichtsbehörden
- Teilweise Kriminalität
- Konzept der Risikominderung durch Streuung funktioniert nur, wenn von einer Krise nicht der gesamte Markt betroffen ist.

Die bis dato fehlende Transparenz in einigen Marktsegmenten und das Scheitern von Selbstregulierungsmechanismen der Finanzindustrie machen es dringend erforderlich, bestehende Regulierungslücken zu schließen und ALLE Finanzmarktteilnehmer und -segmente zu regulieren. Auch die G20 fordern deshalb, dass künftig alle Finanzmarktteilnehmer und -produkte angemessen reguliert und/oder beaufsichtigt werden sollen.

Im Versicherungsbereich bestehen zwar einerseits umfassende Regulierungen, jedoch gelten die in diesem Papier aufgestellten Forderungen sinngemäß auch für Versicherungen, da auch diese in entsprechender Größe Systemrelevanz haben und teilweise den gleichen Risiken unterliegen wie z.B. Banken.

3.1. Bankenrettungspakete

Obwohl der Fokus dieses Konzeptpapiers auf der Neugestaltung der Strukturen und Regulierungen des Finanzmarkts liegt, fordert der BSA/VGW die Einhaltung folgender Grundprinzipien bei der Bankenrettung:

Eine Rettung von Banken mit Steuergeld soll nur bei systemrelevanten Banken und unter folgenden Bedingungen erfolgen:

- Mitspracherecht des Staates als Eigentümer
- Beteiligung an Sanierungsgewinnen
- Keine Dividendenzahlungen an die Aktionäre
- Beschränkung der Managementgehälter, nachhaltige Orientierung der Bonussysteme

3.2. Regulierung nach Größen- und Geschäftsstruktur der Banken

Too big to fail – too big to save? Vielfach wird behauptet, dass Banken nicht nur zu groß – zu systemisch wichtig – geworden seien, sodass man sie nicht bankrott gehen lassen könne. Sie seien mittlerweile sogar zu groß, um sie noch mit staatlichen Mitteln retten zu können. Große Banken können davon ausgehen, dass sie im Notfall vom Staat oder anderen Banken gerettet werden. Durch dieses „verringerte Risiko“ können sie sich günstiger finanzieren und gleichzeitig gefahrloser mehr Risiko eingehen. Kleine Banken können einen

solchen „Bonus“ nicht lukrieren.

Derart gewachsene Banken verzerren den Wettbewerb und können somit nicht nur die Funktionsfähigkeit einer gesamten Volkswirtschaft bedrohen, sondern auch weitreichende negative Auswirkungen im gesamten Finanzsystem entfalten, wenn sie bankrott gehen. Der Bankrott von Lehman Brothers in den USA im Herbst 2008 mag als Beispiel dienen und zeigt das Dilemma, in dem sich der Staat befindet.

Der BSA/VGW fordert daher differenzierte Zielvorgaben für die Aufsichtsbehörden bei der Regulierung von Banken. Die Differenzierung soll auf dem von der Bank bekanntgegebenen Geschäftsmodell erfolgen. Die Aufsichtsbehörde prüft dabei insbesondere, ob Geschäftsmodell und operatives Refinanzierungsmodell der Banken übereinstimmen. Dies muss auch für die Tätigkeit der grenzüberschreitenden Aufsicht gelten, zumindest in der EU. Je größer eine Bank ist/wird, desto weniger Risiko darf sie in Relation zur ihrer Größe übernehmen. Desto besser muss ihr Risikomanagement sein und umso höhere Eigenkapitalvorschriften muss sie erfüllen. Dies ist insofern auch wirtschaftlich zu rechtfertigen, weil diese Banken durch die strengere Regulierung auch bei den Kunden als besonders sicher gelten.

Zusätzlich steht der BSA/VGW für eine Trennung von Investmentbanken sowie Kommerzbanken und Sparinstituten, ähnlich dem unter Roosevelt beschlossenen Glass-Steagall Act in den USA, der mehrfach modifiziert und 1999 aufgehoben wurde. Praktisch bedeutet das, dass es in Zukunft keine Universalbankenkonzession mehr geben soll, sondern eine Bank entweder eine Investmentbankkonzession oder eine Kommerzbankenkonzession hat. Kommerzbanken sowie Sparinstitute sollen einer besonders strengen Prüfung ihres Geschäftsmodells durch die Aufsichtsbehörden unterliegen. Banken, die Spareinlagen verwalten und Kredite vergeben, können daher kein riskantes Investmentgeschäft eingehen.

Überzogene Renditeerwartungen waren Mitverursacher der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise. Weil aber Banken über unterschiedliche Geschäftsmodelle verfügen, kann bei den Rendite-Erwartungen nicht überall der gleiche Maßstab angelegt werden. Der BSA/VGW tritt daher dafür ein, dass es wieder möglich ist, Sonderkreditinstitute zu schaffen, die einen klar definierten öffentlichen Auftrag erfüllen, z.B. für Infrastruktur, Forschung oder Bildung. Voraussetzung dafür ist aber, dass in der EU die Vorschriften in Bezug auf staatliche Beihilfen geändert werden.

Eine spezielle Alternative stellen genossenschaftlich organisierte Banken dar. Dieses Geschäftsmodell kann aber nur dann gut funktionieren, wenn eine ausgewogene Mischung zwischen regionaler Mitbestimmung und einigen zentralisierten Funktionen gegeben ist. In einer genossenschaftlichen Unternehmensform ist der Renditedruck zudem weniger ausgeprägt.

3.3. Verbriefung von Krediten und Gründung von Zweckgesellschaften

Das Originate-and-Distribute-Modell ist ein Geschäftsmodell von Banken, das darin besteht, bereits vergebene und teilweise problembehaftete Kredite zu bündeln und an Investoren weiterzuverkaufen (Verbriefung von Krediten). Ohne diese – durch Verbriefung der Kredite (Securitization) ermöglichte – Transaktionen wäre eine derartige Ausweitung der Kreditvolumina in den Vereinigten Staaten aufgrund der herrschenden Eigenmittelunterlegungspflichten nicht möglich gewesen. Auch ist durch die Praxis der Verbriefung eine Überprüfung der Bonität von Kreditnehmern nicht ausreichend sorgfältig geschehen. Ohne die Möglichkeit des Weiterverkaufs wäre vermutlich eine bessere Bonitätsprüfung schon bei der Kreditvergabe angewandt worden.

Die dabei entstehenden strukturierten Produkte (Structured Products) waren DER auslösende Krisenfaktor. Banken gründeten außerhalb ihrer Bilanzen Zweckgesellschaften, sog. Special Purpose Vehicles (SPVs), um die strukturierten Produkte zu vermarkten. Diese Gesellschaften hielten auf der Aktivseite ihrer Bilanzen strukturierte Produkte mit langer Laufzeit und refinanzierten sich passivseitig durch Ausgabe von sog. Commercial Papers mit kurzer Laufzeit, wodurch die Zweckgesellschaften und damit mittelbar die Banken ein hohes Refinanzierungsrisiko eingingen. Das Ausfallsrisiko der Commercial Papers wurde durch Finanzierungszusagen der Mutterbanken abgesichert. Die bilanzielle Auslagerung einzelner Geschäfte (off-balance-sheet) sollte regulatorische Schlupflöcher in den Risikovorschriften auszunützen, um erforderliches Eigenkapital zu sparen.

Nur durch die Bündelung von Krediten mit schlechterer Bonität und Beimischung von Titeln mit hoher Bonität konnte ein Großteil der schlechten Papiere aufgrund der bestehenden Risikovorschriften erst in die Bilanzen der Käufer – zumeist wiederum Banken – aufgenommen werden. Die Ratingagenturen bewerteten viele dieser Papiere mit AAA (der besten Bonitätswertung). Damit wurde nur scheinbar der Eindruck von „bester“ Qualität erweckt, das wahre Risiko jedoch verschleiert. Verschärfend kam hinzu, dass eine angemessene Bonitäts-Bewertung der komplexen Finanzprodukte durch die Käufer nicht stattfand. Man verließ sich auf die Risikobewertung der Ratingagenturen.

Der BSA/VGW fordert daher, dass die Bank, die Bündelung und Weiterverkauf der verbrieften Kredite betreibt, einen ausreichenden Teil der Forderungen – mindestens 20% – in ihren Büchern behält. Die von der Europäischen Kommission derzeit vorgesehenen 5% sind nicht ausreichend. Damit hat die begebende Bank (originator) bis zum Ende der Laufzeit ein Interesse an der ordnungsgemäßen Erfüllung der Kredite und an einem verantwortungsvollen Risikomanagement.

Weiters ist ein Verbot von außerbilanziellen Zweckgesellschaften (Off balance-sheet special purpose vehicles) notwendig. Sollte ein Verbot nicht möglich sein, so müssen Risiken künftig in den Bankbilanzen transparent sein, d.h. alle außerbilanziellen Zweckgesellschaften und Kreditzusagen müssen voll in die Bilanz konsolidiert werden. Damit

soll die Auslagerung von Risiko in Gesellschaften, die nicht in der Bilanz ersichtlich sind, verhindert werden. Diese Maßnahme stärkt auch das gegenseitige Vertrauen der Banken untereinander, da aus der Bilanz dann alle Risiken ersichtlich sind.

3.4. Risikomanagement

Im unzureichenden Risikomanagement der Banken und anderer Finanzdienstleister liegt eine der Hauptursachen für Umfang und Schärfe der Krise. Die Aufsichtsbehörden sollen daher das Risikomanagement der Finanzmarktakteure inklusive Modelle, Prozesse, Risikokultur und Qualifikation der Mitarbeiter zertifizieren. Bei der Risiko-Bewertung von Finanzprodukten soll ein Modell zugrunde liegen, welches das tatsächliche Risiko eines Instruments für Anleger und Märkte berücksichtigt. Diese Modelle werden im Zuge der Zulassung eines Finanzproduktes geprüft (siehe 3.8 Zulassungsprüfungen und Verbote bestimmter Finanzprodukte). Diese Risikobewertung soll auch als Basis für eine Klassifizierung von Hedgefonds dienen.

Die Banken zentralisieren aus Einsparungsgründen zunehmend ihre Kreditstellen; das bedeutet, dass das Risiko individueller Kunden nicht mehr gut eingeschätzt werden kann, weil der Kontakt zum Kunden, also zur Realwirtschaft, verloren gegangen ist. Damit verlässt sich die Bank zunehmend auf mechanistische Modelle der Kreditrisikobeurteilung. Der BSA/VGW fordert daher, dass Banken diese aus „falschem Kostendruck“ fehlerhafte Geschäftspolitik aufgeben und wieder den direkten Kontakt zu ihren Kunden aufnehmen, um die Realwirtschaft in ihren Aufgaben nachhaltig zu unterstützen.

Der BSA/VGW fordert, dass Finanzmarktakteure nur Produkte einsetzen dürfen, deren Risiko sie einschätzen können, um diese Produkte in ihren Systemen adäquat abbilden zu können. Die Finanzinstitute müssen daher über entsprechende Bewertungsverfahren und -funktionen verfügen, um den Marktwert der Produkte auf täglicher Basis ermitteln zu können. Weiters müssen Banken im Stande sein, das Produkt im Rahmen einer Portfoliobetrachtung¹¹ Krisentests zu unterziehen, um Konzentrationsrisiken („Klumpenrisiken“) und andere Gefährdungspotentiale erkennen zu können.

Im Risikomanagement muss in Zukunft eine stärkere Gewichtung des Counterparty-Risks¹², von Worst-Case-Szenarien und Korrelationen sowie des Liquiditätsrisikos erfolgen. Auch die Risiken, die aus der Fristentransformation entstehen, müssen verstärkt berücksichtigt werden.

11 Portfoliobetrachtung bedeutet: aggregiert mit anderen Produkten vis a vis einem Counterpart (Geschäftspartner) bzw. aggregiert mit anderen Produkten der selben Risikokategorie

12 Gefahr des Ausfalls des Geschäftspartners

Weiters ist dafür zu sorgen, dass Mitarbeiter der Abwicklungs- und Kontrolleinheiten ausreichend qualifiziert sind.¹³ Im Sinne der Transparenz sollen die Funktionen Bewertung und Kontrolle klar getrennt werden.

Durch die Ausrichtung des Risikomanagements (und der Eigenmittelunterlegung) auf rein quantitative, wahrscheinlichkeitstheoretische Modelle auf Basis sehr kurzer historischer Beobachtungszeiträume (z.B. beim „Value at Risk“¹⁴) ist es in der ruhigen Phase vor dem Ausbruch der Krise zu einer systematischen Unterschätzung des Marktrisikos gekommen. Daher müssen kurzfristig wahrscheinlichkeitsorientierte Ansätze durch langfristige historische Kalibrierung und verstärkt durch Stress-Tests ergänzt werden.

Bisher waren die Unternehmen durch Basel II verpflichtet, selbst Stress-Tests durchzuführen. Inwiefern sich diese Ergebnisse auf die Eigenmittelunterlegung auswirken und ob die Stress Tests ausreichend sind, entschied die Aufsicht bis jetzt individuell. In Zukunft sollen von der Aufsicht Mindestanforderungen für Stress Tests pro Markt und Produkttyp vorgegeben werden (z.B. Bewertung des Portfolios, wenn die Immobilienpreise um 25% fallen), die sich auf die Eigenmittelunterlegung auswirken. Die individuelle Verpflichtung der Finanzdienstleister zusätzlich zu den Mindestanforderungen eigene Stress Tests nach „bestem Wissen und Gewissen“ durchzuführen, soll erhalten bleiben, um die Eigenverantwortung sicherzustellen und das spezifische Know-How der Unternehmen zu nutzen. Auch die historische Kalibrierung soll von den Aufsichtsbehörden vorgegeben werden.

3.5. Kreditvergabe und Basel II

Verantwortungslose Kreditvergabe und Kreditaufnahme in manchen Ländern und Segmenten waren eine notwendige Bedingung für die Finanzkrise, deshalb sind verbindliche internationale Regeln für die Kreditvergabe unerlässlich. Der BSA/VGW fordert daher verbindliche Regeln für eine verantwortungsvolle Kreditvergabe für ALLE Mitgliedsländer des Systems einer Weltfinanzorganisation:

- Insgesamt ist eine Erhöhung der Eigenmittelunterlegung mittel- bis langfristig notwendig¹⁵, die prozyklischen Effekte der Eigenmittelunterlegung sollen eingeschränkt werden.

13 vgl. auch Regelungen der deutschen MaH (=Mindestanforderungen an das Betreiben von Handelsgeschäften). Die MaH stellt sicher, dass eine handelsunabhängige Stelle die Risiko- und Ertragskennzahlen der Handelspositionen prüft und statistisch erfasst. (Anmerkung: in Österreich gibt es derzeit eine solche Regelung nicht)

14 Kernaussage des Value at Risk ist: „Mit 99% Wahrscheinlichkeit wird ein bestimmter Verlust innerhalb einer definierten zukünftigen Periode (z.B. am nächsten Handelstag) nicht überschritten.“ Was passiert in einem Prozent der Fälle? Wahrscheinlichkeitsorientierte Risiko- maße, wie der Value at Risk, exkludieren somit per definitionem jede Aussage über Krisen. Sie sind daher trotz ihrer universellen Verbreitung als Risikomaße nur sehr bedingt tauglich, weil sie eigentlich nur Aussagen über den ohnehin risikoarmen Normalzustand machen.

15 Jetzt in der Krise ist das nicht möglich und sinnvoll.

- Notwendig ist eine Einbeziehung des Liquiditätsrisikos in Basel II, so könnte z.B. eine Mindeststruktur in der Fristigkeit der Refinanzierung vorgegeben werden.
- Eine angemessene Bepreisung von Krediten muss in Zukunft weltweit sichergestellt werden, u.a. durch Maximalsätze für die Belehnung – wie viel Prozent des Wertes einer Sicherheit für den Kredit herangezogen werden darf.

3.6. Indikator zur Erkennung von Blasen

Die Aufsichtsbehörden und die Notenbanken müssen die Effekte eines möglichen blasenartigen Anstiegs von Vermögenspreisen (z.B. Immobilien, Aktienkurse) künftig besser im Vorhinein analysieren und rasch reagieren. Für die Aufsicht ist dies für die Besicherung von Ausleihungen bedeutsam, die während einer Blase nur Scheinsicherheit bietet. Für die Geldpolitik sind stark inflationäre Tendenzen bei Vermögenspreisen (sowohl Finanz- als auch Realvermögen) auch eine Entscheidungsgrundlage für eine restriktivere Geldpolitik.

Der BSA/VGW fordert dringend die Weiterentwicklung von Frühindikatoren zur Erkennung von Blasen, sowohl von den Aufsichtsbehörden als auch von den Zentralbanken. Als Indikator für die Blasenbildung bei Immobilien schlägt der BSA/VGW nationale und regionale Implementierungen nach der Methodologie des US-amerikanischen Case-Shiller Hauspreisindex vor, der künftig durch die statistischen Zentralämter zu erheben und veröffentlichen ist. Je nach Indexstand (100 = Gleichgewicht) ist dann der Marktwert einer Immobilie für Sicherheitszwecke durch Division mit dem offiziellen regionalen Indexstand zu adjustieren. Bei einer indizierten Unterbewertung ist im Sinne der Stabilitätsziele eine Aufwertung der Sicherheit jedoch nicht gestattet.

Für Aktienmärkte bzw. Lombardkredite¹⁶ schlagen wir die Einrichtung eines langfristigen Durchschnittsindex vor, der je nach Indexkonstruktion (Performance- oder Kursindex) zunächst um ausgeschüttete Dividenden, und nachfolgend mit dem BIP-Wachstum indiziert wird. Merton, Fisher (1984) zeigten, dass das langfristige fundamentale¹⁷ Aktienindexwachstum – zumindest in den USA – ein hoch signifikanter Prognoseindikator für das BIP-Wachstum ist. Der resultierende „Kursblasen-Indikator“ soll künftig sowohl für die Anpassung der Lombardgrenzen bei Aktienbesicherungen, aber auch für die Bestimmung des maximalen Fremdkapitalanteils bei Leveraged Buy-Outs (fremdkapitalfinanzierte Übernahmen von Unternehmen) herangezogen werden. Ein absolutes Verbot eines höheren Leverage ist nicht erforderlich, jedoch sind den Banken entsprechend höhere Eigenmittelunterlegungen vorzuschreiben, wenn diese indizierten Grenzen überschritten werden.

¹⁶ Kredite, die nicht mit Immobilien besichert sind, sondern mit beweglichen Gütern oder verbrieften Rechten, d.h. z.B. mit Aktien oder Anleihen

¹⁷ Fundamental bedeutet, dem tatsächlichen Unternehmenswert entsprechend, d.h. Kurs exkl. Blasen

3.7. Zulassungsprüfungen und Verbote bestimmter Finanzprodukte

Für die Aufnahme der Geschäftstätigkeit soll in Zukunft jeder Finanzdienstleister eine Konzession benötigen, im Rahmen derer auch das jeweilige Geschäftsmodell offen gelegt und geprüft wird. Das konzessionierte Geschäftsmodell bildet die Grundlage für die Prüfung durch die Aufsichtsbehörden. Auch die Eigenmittelvorschriften müssen für alle Finanzdienstleister gelten. Geschäfte mit Akteuren, die ihren Sitz in Off-shore centres¹⁸ oder Steueroasen haben, sind entweder nicht erlaubt oder werden mit hohen Gebühren sanktioniert.

Investoren und vor allem Kleinanleger brauchen eine klare Einschätzung über das Risiko, das sie mit dem Kauf eines Wertpapiers eingehen. Der BSA/VGW fordert daher Zulassungsverfahren für neue Wertpapiere, die einem Wertpapier Konsumentensicherheit bestätigen. Die verpflichtende Zertifizierung für Finanzprodukte läuft ähnlich einem Zulassungsverfahren für neue Medikamente. Finanzprodukte dürfen nur auf den Markt kommen, wenn sie von den Aufsichtsbehörden zertifiziert sind. Als Basis für die Zulassung gelten Richtlinien, die Risikokategorien und dazu passende Anlegerkategorien für diese Produkte festlegen.

Nicht jedes Finanzprodukt erfüllt einen volkswirtschaftlichen Zweck und dient einer effizienten Preisfindung. Bei dieser Zulassung ist auch über Verbote bestimmter Finanzprodukte – vor allem im Derivatbereich – zu entscheiden. Einfache Derivate sind für Absicherungsgeschäfte notwendig. Ob komplexe, mehrfach abgeleitete Produkte einen volkswirtschaftlichen Nutzen haben oder nur Komplexität, Risiko und Intransparenz erhöhen, ist zu überprüfen und die Produkte gegebenenfalls zu verbieten. In einer Übergangsphase sind auch die bestehenden Finanzprodukte zu überprüfen, zu zertifizieren oder gegebenenfalls zu verbieten.

3.8. „Entmachtung“ der Ratingagenturen

Eine wesentliche Rolle in der Finanzkrise haben ohne Zweifel auch Ratingagenturen gespielt. Alle bedeutenden Ratingagenturen sind in den USA ansässig, es gibt derzeit keine europäische Ratingagentur, der nur annähernd die gleiche Bedeutung zugemessen wird. Die Agenturen haben durch ihre formale Bewertung von Risiken die Grundlage für Investitionsentscheidungen geliefert. Sie unterlagen dabei aber einem fundamentalen Interessenkonflikt in ihrem Geschäftsmodell: Einerseits berieten sie Emittenten von Finanzprodukten bei deren Markteinführung, andererseits bewerteten sie das Risiko dieser neu eingeführten Finanzprodukte.

¹⁸ Länder, die sehr laxe oder keine Regulierung haben

Das blinde Vertrauen in die Risikobewertung von Ratingagenturen führte unter anderem dazu, dass viele Banken Geschäfte abwickelten, die sie nicht verstanden und nicht einschätzen konnten. Die Einschätzung der Bonität ihrer Geschäftspartner ist für den BSA/VGW jedoch eine der ureigensten und wichtigsten Aufgaben von Banken.

Deshalb fordert der BSA/VGW, dass für die Eigenmittelunterlegung nach Basel II keine externe Risikobeurteilung mehr herangezogen werden darf, sondern verpflichtend eine interne Bonitätsbewertung der Bank verwendet werden muss. Dadurch wird den Ratingagenturen ein Großteil ihrer Marktmacht entzogen, die sich aus der Gesetzesregelung zwingend ergibt.

Eine dezentrale, interne Risikobeurteilung durch viele einzelne Banken ist auch eine Absicherung gegen Fehleinschätzungen. Sie kann dazu führen, dass es nicht mehr zu den extremen Informations-Dominoeffekten über den gesamten Bank- und Finanzmarkt, beispielsweise durch Herabstufung eines einzelnen Wertpapiers oder souveränen Schuldners bei „allen“ Banken, kommen kann. Das bedeutet, dass Banken Finanzprodukte, die sie nicht selbst beurteilen und bewerten können, in der Praxis weder kaufen noch verkaufen können.

Der BSA/VGW fordert zusätzlich eine strenge Regulierung von Ratingagenturen. Die angewandten Methoden und Modelle müssen geprüft werden, Interessenskonflikte und Naheverhältnisse zu beratenen Unternehmen müssen ausgeschlossen werden. Eigentümer und auch Mitarbeiter von Ratingagenturen dürfen nicht an Unternehmen beteiligt sein, die sie bewerten. Die aktuelle EU-Richtlinie für Ratingagenturen enthält einige Schritte in die richtige Richtung, geht aber nicht weit und tief genug.

3.9. Begrenzung der Fremdfinanzierung (Leverage)

Finanzmarktteilnehmer mit hohem Verschuldungsgrad verzeichneten in der Krise einen überproportionalen Rückgang der Bilanzsummen (Deleveraging). Sie mussten durch Verkauf von Vermögenswerten ihre Kreditverbindlichkeiten tilgen und haben somit durch Abwärtsdruck auf die Vermögenspreise die Finanzkrise weiter verstärkt. Dies gilt insbesondere für Leveraged Buy Outs (LBOs), die von Private Equity Funds, Hedgefonds, aber auch Banken durchgeführt werden.

Ein Leveraged Buy Out (LBO) ist die fremdfinanzierte Übernahme eines Unternehmens, d.h. der Kauf eines Unternehmens mit einem hohen Anteil an Fremdkapital. Diese LBOs sind – unter anderem durch die große Hebelung – ein systemisches Risiko¹⁹ und Mitversacher der Finanzkrise. Die Praxis, ohne Eigenkapital Unternehmen zu kaufen, dann

¹⁹ vgl. ECB (2007), Leveraged Buyouts and Financial Stability, Monthly Bulletin, August 2007 http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pp89-98_mb200708en.pdf

enorme Steuervorteile aus hoher Verschuldung zu erlangen, das Unternehmen zu zerlegen, um daraus hohe Renditen zu lukrieren, darf in Zukunft nicht mehr steuerlich, also staatlich, gefördert werden. In vielen Ländern ermöglicht der Staat aggressive Private Equity Strategien und LBOs überhaupt erst durch die Steuerersparnis, in dem die Zinsen auf das Fremdkapital steuermindernd geltend gemacht werden können. Aus diesem Grund fordert der BSA/VGW auf Private Equity Unternehmen zugeschnittene Änderungen im Steuersystem (siehe 4.2 Einschränkung des steuerlichen Zinsabzuges).

Private Equity Unternehmen sind Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die Unternehmen außerbörslich erwerben. Private Equity Unternehmen spielen dort eine positive Rolle, wo sie Eigenkapital für junge Unternehmen mit innovativen Produkten und allgemein KMUs zur Verfügung stellen und dabei einen langfristigen, mehrjährigen Anlagenhorizont verfolgen. Nicht jedoch dort, wo sie Unternehmen in Überschuldung treiben, zerschlagen oder Kündigungswellen verursachen, um den Kurswert kurzfristig in die Höhe zu treiben und um dann das Unternehmen zu verkaufen. Private Equity Unternehmen sind jene, die am öftesten als „Heuschrecken“ bezeichnet werden.

Daher fordert der BSA/VGW, dass der Leverage (Hebelung durch Einsatz von Fremdkapital) bei bestimmten Geschäften begrenzt wird. Dabei soll der Anteil des eingesetzten Fremdkapitalanteils beim Unternehmenskauf beschränkt werden und zwar auf einen sehr niedrigen branchenabhängigen Schwellenwert, um die von LBOs ausgehenden Risiken stark einzuschränken. Bei einer zu definierenden Grenze soll es Einschleifregelungen und bei Bedarf von der Aufsicht kurzfristige Ausnahmeregelungen geben. Sonst kann in einer Krisensituation durch diese Regelung ein prozyklischer Effekt entstehen.

3.10. Regulierung von Hedgefonds

Der BSA/VGW fordert, dass Hedgefonds – wie alle anderen Finanzakteure auch – strenger reguliert und transparenter werden:

Ein wichtiges Ziel ist es, Hedgefonds aus Offshore-Zentren mit wenig oder keiner Regulierung Onshore – z.B. in die EU – zu bringen. Dies stellt deren Regulierung in der EU sicher. Hedgefonds, die ihren Sitz in Steueroasen haben, sollen in der EU keine Konzession zum Vertrieb ihrer Produkte (öffentlich und im „Private Placement“) erhalten.

Bei der Regulierung von Hedgefonds ist eine differenzierte Betrachtung all jener Anlageprodukte notwendig, die derzeit unter diesem Begriff subsumiert werden: Darunter werden viele Investitionsstrategien verstanden, die von ihrem jeweiligen Ansatz her extrem unterschiedlich auf den Finanzmärkten wirken können.

Hedgefonds-Techniken, wie z.B. Leerverkäufe und der Handel mit Derivaten, sind per se nicht schädlich, sondern Instrumente, die auch von Banken eingesetzt werden. Deshalb

sieht dieses Konzeptpapier für Hedgefonds die gleichen Bedingungen und Regulierungen für Leerverkäufe und Derivathandel wie für andere Finanzinstitutionen vor.

Ein Ansatz, das Universum der Hedgefonds zu kategorisieren und damit „greifbarer“ zu gestalten, ist deren Klassifizierung auf Basis gewisser Risikoparameter, die mit der jeweiligen Strategie verbunden sind. Die Klassifizierung von Hedgefonds – abhängig davon, in welche Vermögenswerte der jeweilige Fonds investiert, in „einfache“, „komplexe“ und „hochkomplexe“ Instrumente – ist möglich und soll durch die Aufsicht erfolgen.

Weltweit gleiche Regeln für Hedgefonds benötigen auch eine global gültige Klassifizierung. Eine Regulierung soll sich nach den Risiken und der Volatilität des jeweiligen Geschäftsmodells des Hedgefonds richten (siehe auch 3.2 Regulierung nach Größen- und Geschäftsstruktur der Banken).

Eine Zusammenfassung und Reglementierung „einfacher Hedgefonds“ und anderer alternativer Investments brächte deutliche Vorteile. Beaufsichtigt mittels einer europäischen Richtlinie analog zur UCITS III-Richtlinie²⁰ (d.h. Verwahrung der Wertpapiere bei einer Depotbank, Bewertung der Vermögenswerte durch eine unabhängige dritte Institution, Prospektpflicht, Reporting-Verpflichtungen wie z.B. Jahresabschluss, Monatsbericht und Meldeausweise, Offenlegung von Interessenskonflikten, Risikomanagement, Wohlverhaltensregeln) würden diese Anlageprodukte einen adäquaten Anlegerschutz aufweisen.

Der BSA/VGW fordert daher, dass Banken und Versicherungen nur mehr mit regulierten Hedgefonds Geschäfte machen dürfen. Für diese regulierten Hedgefonds soll gelten: Investments von Banken und Versicherungsunternehmen in Hedgefonds-Eigenkapital sind zu 100% mit Eigenmitteln zu unterlegen und es sind erhöhte Eigenmittelerfordernisse für Kredite an Hedgefonds vorzusehen.

3. 11. Clearingstelle für außerbörsliche Geschäfte

Wesentliche systemische Risiken für die Stabilität des Finanzsystems gehen auch von sehr intransparenten, außerbörslichen Geschäften aus, den sogenannten Over the Counter (OTC)- Märkten. Eine verpflichtende Clearing-Stelle für alle OTC-Geschäfte kann einen Überblick über Handelsvolumina, Produkte und Risikostrukturen verschaffen. Das Clearing darf aber nicht auf Freiwilligkeit beruhen, sondern muss verbindlich und sanktionierbar sein.

Dabei geht es auch um die Begrenzung von realwirtschaftlich unnötigem Kreditrisiko (synthetisches Kreditrisiko), wie dies beispielsweise auf den Kreditderivat-Märkten

²⁰ UCITS-III-Richtlinie – Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities. Directive 85/611/EEC. „UCITS“ auf Deutsch: OGAW -Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

(Credit Default Swaps, CDS) durch den Wildwuchs der Fall ist.²¹ Auch könnte der Abschluss von Credit Default Swaps (Kreditderivate) mit Physical Settlement auf die Summe des tatsächlichen, realen Kreditvolumens beschränkt werden.

In den USA ist so eine Clearingstelle in Entwicklung. Sie wird von einem privaten Unternehmen (DTCC²²) realisiert, unterliegt aber dem Einfluss der Börsenaufsicht²³. Wichtig ist, dass sich auch andere Länder, insbesondere die EU, den Zugriff auf die Daten vertraglich sichern und an dieser Clearingstelle beteiligt sind. Im Idealfall steht diese Clearingstelle unter der Kontrolle des SWFO. In der Europäischen Union wird eine Clearingstelle für Kreditderivate (CDS) eingerichtet²⁴.

3.12. Bilanzierungs- und Bewertungsregeln

Die Bilanzierung von Wertpapieren (insbesondere von Aktien, strukturierten Produkten und komplexen Finanzprodukten) sowie von Krediten an Unternehmen in Bank- und Versicherungsbilanzen spielt ebenfalls eine wesentliche Rolle in der Krisenvorbeugung und -behebung. Wesentlich erscheint daher eine Überarbeitung der Bilanzierungsregeln. Die zugrundeliegenden Bilanzierungsregeln sind in nationalen Gesetzen (in Österreich im Unternehmensgesetzbuch – „UGB“) sowie in den internationalen Bilanzierungsstandards IFRS (International Financial Reporting Standards)²⁵ festgelegt.

Im Zusammenhang mit der Finanzkrise werden vor allem zwei Themen diskutiert: die Bilanzierung von Wertpapieren zum Marktwert (Fair Value) sowie eine dynamische, d.h. konjunkturanpassende, Verlustvorsorge.

Mit der Bewertung von Wertpapieren zum Marktwert wird grundsätzlich die Transparenz einer Bilanz erhöht. Andererseits können Marktwerte auch überhöht sein – beispielsweise in Phasen von Preisblasen. Damit entstehen überhöhte Bewertungsgewinne, welche prozyklisch wirken, weil sie wiederum die Aktienkurse des bilanzierenden Unternehmens in die Höhe treiben.

Als Alternative wird oft eine Bewertung zu Anschaffungskosten gefordert. Allerdings wird das Problem dadurch nur bedingt entschärft: In guten Zeiten werden Wertpapiere viel häufiger umgesetzt als in Krisenzeiten; die Anschaffungskosten sind in guten Zeiten da-

21 Es macht volkswirtschaftlich keinen Sinn, für ein Unternehmen mehr Risiko abzusichern, als realwirtschaftlich notwendig. Das ist in der Vergangenheit durch den Abschluss von Kreditderivaten im OTC-Handel jedoch vielfach passiert. Es gibt Unternehmen, für die ein Vielfaches dessen an synthetischem Risiko gehandelt wurde, was am Kassamarkt vom Unternehmen emittiert wurde.

22 <http://www.dtcc.com/>

23 US Securities and Exchange Commission SEC, <http://www.sec.gov/>

24 vgl. Pressemitteilung der EU MEMO/09/77 vom 19.2.2009

25 Die IFRS sind global anerkannt und werden vom „International Accounting Standards Board“ herausgegeben, einem Standardsetzer mit Sitz in London.

her relativ aktuell und insgesamt nahe am Marktwert. Dagegen werden in Krisenzeiten Wertpapiere kaum gehandelt, die Anschaffungskosten sind nicht aktuell und liegen idR weit über dem gesunkenen Marktwert. Unternehmen versuchen, die Abschreibung auf den niedrigeren Marktwert so lange wie möglich hinauszuzögern, weil alle Rechnungslegungsstandards entsprechend Spielraum bieten. Damit verstärkt die Bilanzierung zu Anschaffungskosten in der Krise vor allem das Misstrauen. Denn welches Abschreibungspotenzial schlummert noch in den Büchern?

Der BSA/VGW lehnt eine Bewertung zu Marktwerten daher nicht generell ab, allerdings müssen unrealisierte Gewinne bei Aufwertungen nach dem Fair Value-Prinzip im Unternehmen gebunden bleiben und dürfen nicht ausgeschüttet werden. Dazu sind in Höhe eines zu definierenden Prozentsatzes Rücklagen im Eigenkapital zu bilden, die als Vorsorge für künftige Abwertungen in Krisenfällen zur Verfügung stehen.

Das derzeitige IFRS-System ist allein auf die Interessen von Investoren, auf den Shareholder-Value, bezogen. Wir brauchen aber ein firmenbezogenes System, das Unternehmen wieder erlaubt, mehr stille Reserven zu bilden, um in konjunkturell schlechten Zeiten mehr Stabilität zu erreichen. So könnten Banken in guten Zeiten Kapitalpuffer über dem Niveau der Mindestanforderungen bilden.

Der BSA/VGW steht daher für eine Verstärkung des Prinzips der unternehmerischen Vorsicht bei den Bewertungsregeln; diese müssen jedoch wegen der Vergleichbarkeit und gleicher Wettbewerbsbedingungen für alle Unternehmen international abgestimmt werden.

Dazu kann eine dynamische Verlustvorsorge²⁶ herangezogen werden. Dabei wird eine verpflichtende Rückstellung in Höhe eines zu definierenden Prozentsatzes gebildet, um für den Fall von konjunkturübergreifenden Risiken und wirtschaftlich überhöhten Marktwerten vorzusorgen.

Bisher verlangen die österreichischen Rechnungslegungsstandards²⁷ und die internationalen Standards²⁸ nur eine Verlustrealisierung, wenn ein Verlust (z.B. ein Konkurs) am Bilanzstichtag bereits wirtschaftlich eingetreten ist. Zukünftige Verlustereignisse, die am Abschlussstichtag bereits wahrscheinlich sind, sollten aber ebenfalls pauschal in einer Rückstellung erfasst werden. Das sind z.B. wahrscheinliche Verluste über die Restlauf-

26 Ein solches Konzept der dynamischen Verlustvorsorge ist z.B. in Spanien seit langem etabliert und hat nach Meinung zahlreicher Experten die Belastung spanischer Banken durch die Krise wesentlich gemildert.

27 Stichtagsprinzip bei Verlusterfassung (§ 201 Abs. 1 Z 4 lit. b und Z 5 UGB): nur in der Periode wirtschaftlich verursachte Verluste dürfen bilanziert werden (ausführlich Straube, HGB-Kommentar, 2. Aufl., § 201 Rn 50).

28 IAS 39.59 („Verluste aus künftig erwarteten Ereignissen dürfen ungeachtet ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit nicht erfasst werden.“); übernommen durch EU-Verordnung 1126/2008 v. 3. November 2008, EU-Amtsblatt v. 29.11.2008 L 320/283

zeit eines Bankkredits, d. h. der so genannte Erwartete Verlust²⁹. Der erwartete Verlust wird konjunkturzyklusübergreifend nach statistischen Methoden ermittelt. Seine Erfassung beginnt bereits mit der Kreditbereitstellung und sollte nicht erst dann eingesetzt werden, wenn eine Krise eintritt und ein Kreditnehmer ausfällt.

Der BSA/VGW fordert daher, die dynamische Verlustvorsorge EU-weit einzuführen. Falls das nicht möglich ist, soll diese Regelung zumindest in Österreich eingeführt werden. Die oben beschriebenen dynamischen Verlustvorsorgen und Rücklagen für unrealisierte Gewinne sind insbesondere für strukturierte Produkte erforderlich, die gerade in der Krise schwer zu bewerten und kaum zu veräußern sind.

3.13. Marktpraxis: Leerverkäufe (Short Selling)

Zu Beginn der Krise wurden auf den Finanzmärkten Rufe nach Leerverkaufsverböten laut, da diese angeblich nicht fundierte Kursrückgänge ausgelöst hätten. In der EU wurde im Herbst 2008 ein Verbot von Leerverkäufen verhängt. Der BSA/VGW empfiehlt aus folgenden Gründen die Abschaffung des Leerverkaufsverbotes:

- Es konnte kein Erfolg des Leerverkaufsverbotes nachgewiesen werden: Die Kurse fielen auch NACH Einführung der Leerverkaufsverböte weiter, die schärfsten Kursstürze fanden sogar erst danach statt.
- Die weniger erfahrenen Kleininvestoren werden durch Leerverkäufe-Verböte geschädigt: Die in einer Hausse³⁰ später, also zu bereits überhöhten Kursen einsteigenden, Investoren sind üblicherweise den weniger vermögenden Schichten zuzurechnen. Da die Kurse durch ein Leerverkaufsverbot langsamer adjustieren, werden insbesondere die sozial schwächeren Investoren durch „Luftpreise“ geschädigt, während das Großkapital seine Long-Positionen³¹ noch zu besseren Kursen den Kleininvestoren weiterverkaufen kann.
- Eindämmung von Kursblasen: Die Finanzblasenforschung³² zeigt, dass bei Einführung von Leerverkaufsverböten Kursblasen um ein Vielfaches größer anschwellen, bevor sie schlussendlich platzen. Der Grund dafür liegt darin, dass Stimmen, die rechtzeitig vor einer Überhitzung warnen, keine Möglichkeit haben, ihre Marktmeinung durch entsprechende Shortpositionen in die Kurse einfließen zu lassen. Da Blasen am besten schon im Entstehen bekämpft werden, ist ein Leerverkaufs-Verbot also kontraproduktiv.

²⁹ Für die Eigenmittelunterlegung von Basel II werden die erwarteten Verluste über einen Einjahreszeitraum bereits berücksichtigt, sie scheinen jedoch nicht in der Bilanz auf.

³⁰ Hausse: eine Phase steigender Kurse

³¹ Das Gegenteil zu Short-Positionen, d.h. in diesem Fall der Verkauf von Aktien, die der Verkäufer auch wirklich besitzt

³² vgl. Smith, Vernon L., Gerry L. Suchanek, and Arlington W. Williams, "Bubbles, Crashes, and Endogenous Expectations in Experimental Spot Asset Markets," *Econometrica*, September 1988, 56(5), 1119-1151

Ungedeckte Leerverkäufe³³ können allerdings Probleme schaffen. Der BSA/VGW schlägt daher vor, in allen regulierten Abwicklungssystemen Barrieren gegen den Missbrauch von Leerverkäufen einzubauen, wie hohe Strafzinsen und Manipulationsgebühren für Lieferverzug, sowie zwingenden Ersatzkauf von zu liefernden Papieren nach einer angemessenen Nachfrist.

3.14. Anreizsysteme, Entlohnungsmodelle und Haftung der Akteure

Entlohnungsmodelle – vor allem die Bonussysteme – von Finanzmarktakteuren müssen den Aufsichtsbehörden offen gelegt werden. Damit können die Aufsichtsbehörden deren Einfluss auf Handlungen und Entscheidungen des Managements überprüfen.

Private Unternehmer und KMUs, die Personengesellschaften sind, haften mit ihrem Privatvermögen für unternehmerisches Fehlkalkül. Manager in Kapitalgesellschaften im Finanzsektor erhalten ein enormes Gehalt mit der Rechtfertigung der Verantwortung. Diese Verantwortung muss aber von Konsequenzen begleitet werden. Der BSA/VGW fordert die Haftung für Vorstand und Aufsichtsrat (bzw. des Topmanagements in anderen Rechtsformen) mit dem Privatvermögen bis zu einer zu definierenden Grenze, wenn grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Ausbezahlte Erfolgsprämien sollen bei Verlusten eine bestimmte Zeit lang zurückgefordert werden können. Von Abfertigungen für Akteure soll ein Prozentsatz der von ihnen verursachten Verluste abgezogen werden. Bei der Ermittlung, ob diese Akteure den Verlust verursacht haben, wird eine Beweislastumkehr vorgeschlagen, die insofern nicht unbillig ist, weil in diesen Fällen meist nur die Akteure selbst die relevante Information besitzen.

Der BSA/VGW ist auch für ein Verbot von Aktienoptionen für Manager (Stock Options), weil der aktuelle Aktienkurs nicht den tatsächlichen, langfristigen Erfolg des Unternehmens misst. Aktienkurse sind oft nicht durch das „operative“ Kerngeschäft, sondern z.B. durch das Finanzergebnis, den Verkauf von Unternehmensteilen oder Aktienblasen bestimmt. Außerdem sind Stock Options ein Anreiz für Manager zur kurzfristigen Kurspflege (das „Herrichten/Frisieren“ des Unternehmens) statt zur langfristigen Förderung des Unternehmenserfolgs.

Falls sich ein Verbot von Stock Options nicht durchsetzen lässt, ist zumindest die Auszahlung ausschließlich in Aktien mit einer angemessenen Mindestbeholdedauer nötig, sodass die Konsequenz einer allfälligen Fehlwirtschaft noch den Manager trifft.

³³ Der Begriff bezeichnet einen Lieferverzug, wenn der Verkäufer dem Käufer keine Wertpapiere oder nicht rechtzeitig liefern kann.

Außerdem sind steuerliche Begünstigungen von Stock Options aufzuheben.

Insgesamt ist im Finanzsektor eine stärkere Orientierung zu Fixgehältern und weniger zu erfolgsabhängigen Bonifikationen anzustreben; allfällige Boni müssen sich an nachhaltigen Erfolgsfaktoren orientieren. Manager von Finanzinstituten beziehen sehr hohe Gehälter, sind aber de facto nicht gegenüber der Gesellschaft - sondern nur gegenüber ihren Aktionären - rechenschaftspflichtig, obwohl sie großen Einfluss auf Volkswirtschaft und Gesellschaft haben. Eine gesellschaftspolitische Rechenschaftspflicht dieser Akteure - in welcher Form auch immer - wäre daher wünschenswert.

In den letzten Jahren hat sich immer mehr ein Modell der „Kurzfristigkeit“ durchgesetzt, das letztendlich nur den Aktionären und dem Management zugute kam. Die Unternehmenspolitik bestand oftmals aus Kurspflege. Hier ist auch eine Kulturänderung erforderlich. Während das Reporting an die Aufsichtsbehörden in kurzen Intervallen notwendig ist und ausgebaut werden soll, wäre zu überlegen, ob die Verpflichtung zur Erstellung von Quartalsbilanzen an die Aktionäre aufgehoben werden soll, um die Kurzfristigkeit der Messung des Unternehmenserfolges einzuschränken.

3.15. Know-how/Finanzbildung

Der Finanzbildung von Finanzmarktakteuren und Konsumenten kommt eine entscheidende Rolle zu. Die innovativen Finanzprodukte sind den eigenen Akteuren (aber auch für die Investoren) zu kompliziert geworden: vielfach verstand das Top-Management von Banken nicht, welche Risiken eingegangen wurden. Daher muss dem Risiko-Management und dem Wissen darüber eine höhere Wichtigkeit zukommen, auch innerhalb der Banken.

Für jedes Produkt, mit dem eine Finanzinstitution handelt, muss es eine Person im Risikomanagement geben, die für dieses Produkt zertifiziert ist. Auch Zertifizierungsvorschriften (z.B. Tests oder verpflichtende Kurse, unabhängiger „Investmentführerschein“) für Verkäufer und Händler sind vorzusehen. Grundidee: „Keine Produkte kaufen/verkaufen, die man nicht versteht“.

Auch die Qualifikation des Personals der Aufsichtsbehörden ist sicherzustellen. Gute Personalentwicklung und attraktive Gehälter für qualifizierte Prüfer sind wesentlich für eine effektive Kontrolle. Eine gute Durchmischung an Theoretikern und Prüfern, die die Praxis kennen, ist anzustreben. Dies gilt sowohl für die SWFO (System einer Weltfinanzorganisation) als auch für alle anderen Aufsichtsbehörden.

Bildung, Information, Beratung und Verkauf sollen nicht in ein und derselben Hand sein; der Verkäufer kann nicht auch der Berater sein. Es sollen unabhängige/öffentliche Beratungsstellen (z.B. von der EU) geschaffen werden.

Letztlich sind auch Bildung und das Wissen über Finanzmärkte in der Bevölkerung zu verbessern. Das Grundprinzip: „Es gibt keinen höheren Ertrag ohne höheres Risiko“ muss wieder allgemein bekannt sein. Deshalb ist auch eine europäische Bildungsoffensive notwendig, welche den Anlegern klar macht, wie der Finanzmarkt funktioniert und welche Veranlagungsmöglichkeiten sinnvoll sind.

4. Maßnahmen zur Besteuerung

4.1. Finanztransaktionssteuer

Die Einführung einer Finanztransaktionssteuer soll sowohl als Anreiz zur Eindämmung von Spekulationen dienen, als auch um Investments in die Realwirtschaft im Vergleich zur Finanzwirtschaft attraktiver zu machen. Ein weiterer wesentlicher Aspekt ist, dass die finanziellen Mittel aus dieser Steuer in weiteren Krisen als Rücklage dienen können und somit die Urheber von potenziellen Krisen an der Bezahlung der Folgekosten beteiligt sind.

Der Vorschlag folgt folgender Basisargumentation: ³⁴

- Das langfristige Überschießen von Aktienkursen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen (insbesondere von Rohöl) ist im hohen Maß Folge kurzfristiger Spekulationen, deren Kurseffekte sich zu „bull markets“³⁵ bzw. „bear markets“³⁶ akkumulieren.
- Die Besteuerung von allen Arten von Finanztransaktionen würde primär kurzfristig-spekulative Transaktionen, insbesondere mit Derivaten, verteuern und so einen Beitrag zur Stabilisierung der Finanzmärkte leisten.
- Da das Volumen der Finanztransaktionen in den Industrieländern bereits fast hundertmal so hoch ist wie das nominelle BIP, brächte eine solche Steuer Erträge für die öffentlichen Haushalte.

Der BSA/VGW fordert eine Finanztransaktionssteuer, die sowohl börsliche als auch außerbörsliche (OTC-)Finanztransaktionen erfasst. Ziel ist es, die Finanztransaktionssteuer weltweit einzuführen, um Ausweicheffekte möglichst einzudämmen. Falls das nicht möglich sein sollte, ist zumindest eine Einführung in der gesamten EU notwendig.

Die Finanztransaktionssteuer hätte die derzeitige Krise zwar nicht verhindert und größere Spekulationsattacken auf einzelne Währungen wären wahrscheinlich dennoch passiert, aber als Einnahmequelle und als Beitrag zur Stabilisierung der Finanzmärkte wäre sie sinnvoll und notwendig gewesen.

³⁴ vgl. Schratzenstaller, Schulmeister, Picek (2008) A General Financial Transaction Tax – Motives, Revenues, Feasibility and Effects, WIFO

³⁵ Markt mit steigenden Kursen

³⁶ Markt mit fallenden Kursen

Allerdings haben erhöhte Transaktionsgebühren an der Pariser Börse zu einem Anstieg der Volatilität der Kurse geführt³⁷. Und an der Londoner Börse hatten sich trotz einer Transaktionssteuer von 0,5% immer wieder Blasen entwickelt.

4.2. Einschränkung des steuerlichen Zinsabzuges

Die steuerliche Absetzbarkeit von Zinsen auf Fremdkapital ist ein Anreiz zur Aufnahme von Fremdkapital, der angesichts der Finanzkrise in Hinblick auf mögliche Destabilisierungseffekte zu überdenken ist.

In den Standard-Lehrbüchern der Finanzwirtschaft wird beschrieben, wie der Firmenwert eines Unternehmens durch Schulden erhöht werden kann, da Zinsen steuerlich abzugsfähig sind. Um diesen Vorteil maximal auszunützen, muss jedoch ein erhöhtes Konkursrisiko abgewogen werden. Der Staat setzt also in Wirklichkeit einen systemischen Anreiz, damit der Unternehmenssektor sein Konkursrisiko erhöht und gibt gleichzeitig einen expansiven Impuls für den Bankensektor. Das Geschäftsmodell von LBOs (Leveraged Buy-Outs) baut vor allem auf massive Steuervorteile durch die Nutzung der maximalen Schuldenkapazität der übernommenen Unternehmen auf, wodurch die Renditen des geringen Eigenkapitals im Abtausch gegen erhöhtes Konkursrisiko enorm gehebelt werden können.

Ronald Reagans Income Tax Act von 1987 hat die Abzugsfähigkeit von Zinsen für Hypothekendarlehen eingeführt. Im Laufe von 20 Jahren haben sich sektorale Ungleichgewichte aufgebaut, wobei der Effekt in den letzten 10 Jahren durch Bill Clintons Taxpayer Relief Act 1997 noch verstärkt wurde, der Kapitalgewinne aus Immobilien steuerfrei stellte. Die makroökonomische Konsequenz aus einer Kreditförderung (im Gegensatz zur Sparförderung im deutschsprachigen Raum) war eine Überschuldung der privaten Haushalte und eine Immobilienpreisblase wegen übermäßiger Kreditfinanzierung. Denn der stärkste Zusammenhang der empirischen Kursblasenforschung wurde für den kreditfinanzierten Kauf von Vermögenswerten aller Art (wie Immobilien oder Aktien) nachgewiesen. Genau diese Symptome waren – neben verantwortungsloser Kreditvergabe – Verursacher der Subprime-Krise. Ähnliche Steuermodelle gibt es auch in einigen EU-Staaten (z.B. Irland und Schweden).

Der BSA/VGW fordert, dass in der EU über einen angemessenen Zeitraum von 5 – 10 Jahren die Abzugsfähigkeit der Zinsen bei Unternehmen schrittweise reduziert und schließlich ganz aufgehoben wird. Die Umsetzung dieser Maßnahme erfordert ein wohlüberlegtes Konzept um die Auswirkungen auf Liquidität oder Refinanzierungsbedarf z.B. durch Investitionsförderungen abzufedern. Diese notwendigen Begleitregelungen dürfen

37 vgl. Hau (2006) The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse
Journal of the European Economic Association

jedoch angesichts der klar stabilitätsfördernden Wirkung der Maßnahme kein Grund zu ihrer Verwässerung sein. Eine konkret auf „Heuschreckenfonds“ (LBOs) zugeschnittene Anpassung kann und soll schon früher erfolgen.

Europäische Länder, die eine Zinsabzugsfähigkeit im privaten Bereich vorsehen, sollen im Zuge einer Harmonisierung diese Bevorzugung schrittweise aufheben, wobei hier wegen der längeren Laufzeit von Immobilienfinanzierungen Fristen von 15 - 20 Jahren angebracht sind. Die europäische Aufsicht soll für Kreditverbriefungen („Asset-Backed Securities“), bei der steuergeförderte Vermögenswerte aus dem Nicht-EU Raum als Sicherheit dienen, eine entsprechend geringere Anrechnung auf das Eigenkapital vorsehen, um steuerlich provozierte Blaseneffekte nicht mit europäischem Kredit zu finanzieren und so keine Instabilität in das europäische Finanzsystem zu importieren.

Die Abschaffung des Zinsabzugs wird gleichzeitig dafür sorgen, dass die derzeit niedrige Besteuerung von Kapitaleinkommen (aus Fremdkapital) wieder mehr ins Gleichgewicht zur derzeit überhohen Besteuerung von Arbeitseinkommen gelangt.

4.3. Finanzertragssteuer

Um Investitionen in die Realwirtschaft im Vergleich zu reinen Finanzinvestitionen attraktiver zu machen, sind weitere steuerliche Maßnahmen erforderlich. So sollen alle Einkommen aus Finanzinvestitionen der Einkommens- bzw. Körperschaftssteuer unterliegen.

Konkret für das österreichische Steuersystem bedeutet das, dass die derzeitige Spekulationssteuer in eine allgemeine Finanzertragssteuer erweitert werden soll. Gemäß der aktuellen Spekulationssteuer³⁸ unterliegen Einkünfte aus „Kursgewinnen“³⁹ beim Verkauf von Aktien, anderen Wertpapieren, Termin- und Optionsgeschäften (Derivate) nur dann der Einkommenssteuer, wenn sie innerhalb eines Jahres verkauft werden.

Diese Frist soll aufgehoben werden, wodurch die Spekulationssteuer dann de facto zu einer Vermögenszuwachssteuer auf Finanzvermögen wird. Diese Finanzertragssteuer wäre auch ein kleiner Beitrag zur Steuergerechtigkeit zwischen Kapital und Arbeit. Derzeit wird der Faktor Arbeit wesentlich höher besteuert als Kapital, was zu den entsprechend negativen Wirkungen auf Beschäftigung und Arbeitsmarkt führt.

38 Art. 30 (1) im Einkommenssteuergesetz, Gewinne bis 440 Euro pro Jahr sind steuerfrei, Verluste aus einem Jahr können nicht mit Gewinnen eines anderen Jahres gegengerechnet werden. Diese Steuer fällt erst beim Verkauf der Wertpapiere an. Die Spekulationssteuer betrifft auch Gewinne durch Veräußerung von Immobilien mit einer Spekulationsfrist von 10 Jahren und einigen Ausnahmen.

39 Veräußerungsgewinne, d.h. Differenzbetrag von Anschaffungskosten und dem Veräußerungserlös

4.4. Pensionsvorsorge

Das verwaltete Volumen der Pensionsfonds hat durch seine Größe und durch hohe Renditeerwartungen das Eskalieren von Blasen mit verursacht, außerdem bergen Pensionsfonds für die zukünftigen Pensionisten hohe Risiken.

Deshalb soll in Zukunft die Sicherung der staatlichen Pensionen im Vordergrund stehen und keine öffentlichen Förderung von privaten Zusatzpensionen mehr erfolgen. Die Finanzmittel dieser Förderungen sollen in die Sicherung der staatlichen Pensionen fließen.

Die Sozialversicherung und eine eventuelle zukünftige Pflegeversicherung sollen auch in Zukunft solidarisch über die öffentliche Hand laufen und nicht auf dem Finanzmarkt angelegt werden.

5. Anhang

5.1. Überblick der Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik in der Krise

Drei Mechanismen stehen für die Beeinflussung bzw. Steuerung der Finanzmärkte und der Finanzmarktakteure zur Verfügung und werden als Akutmaßnahmen auch eingesetzt.

1. Geldpolitik

Diese wird durch die Zentralbanken, die im Wesentlichen politisch unabhängig agieren, durchgeführt.

- Festlegung der Zinsen
- Bereitstellung von erhöhter Liquidität an die Banken
- „Lender of last resort“, für den Fall, dass eine Bank illiquid geworden ist.
- Einsatz von strukturellen Operationen (unconventional instruments) unter besonderen Bedingungen, um die Märkte zu beeinflussen, wenn die Zinspolitik an den Grenzen ihrer Wirksamkeit angelangt ist.
- Fremdwährungs-Swap-Operationen (z.B. Dollar gegen Euro)
- Information auf Basis von volkswirtschaftlichen Analysen
- Aktivitäten zur Vertrauensbildung

2. Budgetwirksame Maßnahmen (Fiskalpolitik)

wird derzeit auf einzelstaatlicher und teilweise EU-Ebene durchgeführt:

- Bereitstellung von Eigenkapital für Banken
- Bereitstellung von Garantien beispielsweise für Interbankkredite oder bestimmte Kategorien von Verbindlichkeiten
- Bad Banks: Ankauf von „vergifteten“ Vermögenswerten (toxic assets) und Herauslösung aus den Bankbilanzen
- Verstaatlichung von Banken
- Konjunkturpakete zur Ankurbelung der Realwirtschaft

3. Aufsichtsrechtliche Maßnahmen

wird durch die Aufsichtsbehörden und den Staat durchgeführt:

1. Festlegung von rechtlichen Rahmenbedingungen für die Finanzmarktakteure
2. Kontrolle der Einhaltung

5.2. Index

- Aufsicht 7, 11, 15, 19, 23, 35
 - Europäisches System der Finanzmarktaufsicht (ESFA) 13
- Basel II 11, 21
- Blasen (Bubbles) 6, 16, 22, 33
 - Indikator 22
 - Preisblasen 7, 27
- colleges of supervisors 12
- Commercial Papers 19
- Counterparty 21
- Deleveraging 25
- Deregulierungswettbewerb 9
- Derivate 23, 33
- Eigenkapitalunterlegung 19
- Eigenkapitalvorschriften 19
- Eigenmittelunterlegung 19, 21
- Entlohnungsmodelle 30
- Erwarteter Verlust 29
- Fair Value 27, 29
- Financial Stability Board (FSB) 11
- Financial Stability Forums (FSF) 11
- Finanztransaktionssteuer 16, 32
- Fiskalpolitik 35
- G20 10
- G7/G8 10
- Geldpolitik 15, 22, 34
- Glass-Steagall Act 18
- Hedgefonds 20, 24
- IFRS 26
- IWF 10
- Kreditvergabe 16, 20
- Kriminalität 16
- Leerverkäufe (Short Selling) 25
- Lehman Brothers 18
- Leverage 22, 24, 33
- Leveraged Buy Out (LBO) 24, 33
- Liquiditätsrisiko 20
- Lombardkredit 22
- macro-financial link 12
- Managergehälter 3
- Marktfundamentalismus 9
- Off-shore centres 9, 23
- Over the Counter (OTC) 26
- Pecora Kommission 16
- prozyklisch 21, 25
- Ratingagenturen 9, 16, 23
- regulatory arbitrage 13
- Risikomanagement 19, 20, 27
- Securitization 19
- Selbstregulierung 8, 10, 16
- Short Selling 29
- Special Purpose Vehicles (SPVs) 19
- Steuersystem 17
- Stock Options 31
- Stress Tests 21
- strukturierte Produkte 19, 29
- Too big to fail 17
- Untersuchungsausschuss 16
- Value at Risk 21
- Verbriefung 19
- Versicherungsunternehmen 13, 27
- Washington Consensus 8
- Weltfinanzorganisation (SWFO) 13, 27, 31
- Zulassungsprüfung 21, 23
- Zweckgesellschaften, 19





Bund Sozialdemokratischer AkademikerInnen, Intellektueller und KünstlerInnen
Landesgerichtsstraße 16, 1010 Wien, Tel. 01-310 88 29, office@bsa.at, www.bsa.at