

Deutsche Finanzmarktregulierung nach dem  
Zweiten Weltkrieg zwischen Risikoschutz und  
Wettbewerbssicherung

von

Günter Franke

Fachbereich Wirtschaftswissenschaften  
Universität Konstanz  
78457 KONSTANZ

# INHALTSÜBERSICHT

- 1 Interessen im deutschen Finanzmarkt und ihr Wandel
- 2 Liberalisierung und Regulierung
- 3 Zinsliberalisierung
- 4 Der späte Durchbruch neuer Finanzinstrumente
- 5 Ein Zwischenfazit zur Liberalisierung im deutschen Finanzmarkt
- 6 Die Regulierung von Kreditinstituten in Deutschland
- 7 Die Regulierung von Kapitalanlagegesellschaften
- 8 Die Regulierung des Börsenhandels
- 9 Ein Resümee

# 1 Interessen im deutschen Finanzmarkt und ihr Wandel

Im Zweiten Weltkrieg war der deutsche Finanzmarkt weitgehend durch Verordnungen reglementiert.<sup>1</sup> Ein internationales Geschäft gab es nicht, der Handel in Terminkontrakten und Optionen war verboten, die Preisbildung am Finanzmarkt war reguliert; das Reichswirtschaftsministerium hatte weitgehende hoheitliche Befugnisse und damit die maßgebliche zentralisierte Regulierungskompetenz.

Nach der Einführung der DM im Juni 1948 ging es darum, den wirtschaftlichen Wiederaufbau zu sichern. Dazu bedurfte es eines stabilen Finanzsystems, das die Wirtschaft mit Geld versorgte und den Zahlungsverkehr besorgte. Die Solvenz der Kreditinstitute war grundsätzlich sicherzustellen ebenso wie die der Versicherungsgesellschaften. Das Instrument dazu war und ist die Regulierung dieser Finanzintermediäre. Sie erlaubt, die Risikoübernahme durch Finanzintermediäre einzuschränken. Gleichzeitig kann der Wettbewerb zwischen den Finanzintermediären begrenzt werden; dies verschafft ihnen höhere Gewinne und reduziert die Insolvenzgefahr. Es verwundert nicht, daß die Finanzintermediäre, insbesondere auch über ihre Verbände, diese Politik unterstützten, gewährte sie ihnen doch ein beschauliches Leben. Auch harmonierte dieses Interesse mit dem der 1948 ins Leben gerufenen Bank deutscher Länder, die 1957 in die Deutsche Bundesbank überführt wurde. Ihr war daran gelegen, die Stabilität der jungen DM zu gewährleisten. Dazu wünschte sie sich einen gut einschätzbaren Transmissionsmechanismus ihrer Geldpolitik. Die Kreditinstitute, die wesentlichen Transmittreure dieser Politik, konnten um so besser eingebunden werden, je stärker sie reguliert waren. Daß damit den Interessen der Nachfrager nach Finanzdienstleistungen nur partiell gedient war, liegt auf der Hand. In der jungen Bundesrepublik Deutschland hatte der Risikoschutz, also der Schutz des Finanzmarktes vor Gefahren durch Insolvenzen von Finanzintermediären sowie durch Instabilität der DM, klare Priorität vor der Sicherung des Wettbewerbs zwischen den Finanzintermediären.

Die Interessenharmonie zwischen der Bankenaufsicht, der Bank deutscher Länder und den Banken wurde dadurch erleichtert, daß es nach der Währungsreform

---

<sup>1</sup> Vgl. James, H.; Die Reichsbank 1876 bis 1945, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark, München 1998, S. 29-89.

zunächst ein internationales Bankgeschäft, abgesehen von der Außenhandelsfinanzierung, kaum gab. Ausländische Wettbewerber störten die Harmonie nicht. Dennoch wurde sie bald von den Begünstigten selbst gestört. Die Regulierung erschwerte es aggressiven Finanzintermediären, neue Kunden zu gewinnen. Z.B. war die Versuchung groß, durch ein Unterlaufen von Preisregulierungen den eigenen Marktanteil zu erhöhen. In einer solchen Situation bedarf es eines harten Durchgreifens staatlicher Behörden, um ein Unterlaufen zu verhindern, oder einer kollektiven Geschäftsverweigerung anderer Finanzintermediäre; sonst wird die Regulierung zur reinen Normenhülse. Wie später ausgeführt wird, traf dieses Schicksal verschiedene Regulierungen in der Bundesrepublik Deutschland.

Hinzu traten weitere Faktoren, die die Interessenharmonie unter den Kreditinstituten allmählich auflösten. Solange das Abkommen von Bretton Woods in Kraft war, waren die Finanzmarktverhältnisse einigermaßen stabil. Als das Abkommen zu Beginn der siebziger Jahre auslief, zeigten sich erheblich höhere Risiken, insbesondere bei Wechselkursen und Zinssätzen. Damit eröffneten sich den Finanzintermediären neue Möglichkeiten, durch Absicherung dieser Risiken, aber auch durch Spekulation Geld zu verdienen. Die fähigeren Kreditinstitute sahen hierin eine Chance zur Gewinnerzielung, während andere davor zurückschreckten.

Dissens erzeugte auch die Entwicklung des Euromarktes, also des internationalen Finanzmarktes, in den sechziger und siebziger Jahren. Dieser war von nationalstaatlichen Regulierungen weitgehend frei, so daß sich die Marktpreise frei bilden konnten. Damit boten sich Arbitragemöglichkeiten zwischen nationalen Finanzmärkten und dem Euromarkt, die die wendigeren Kreditinstitute auch nutzten. Diese neuen Ertragsmöglichkeiten, abseits von nationaler Finanzmarktregulierung, erzeugten aber auch neue Risiken, die die Bankenaufsicht alarmierten. Die Bundesbank als Hüterin der Geldwertstabilität war ebenfalls besorgt. Der internationale Finanzmarkt hob die national orientierte Regulierung aus den Angeln.

Der Euromarkt wurde in den siebziger und achtziger Jahren zur Geburtsstätte zahlreicher neuer Finanzinstrumente. Einsatz und Beherrschung der Risiken dieser Instrumente erforderten mathematische Kenntnisse und ausgefeilte Methoden des Risikomanagements. Im deutschen Finanzmarkt wurden diese Instrumente lange nicht zugelassen. Die Bundesbank sah darin Gefahren für die Geldpolitik und Solvenz der Kreditinstitute; nach wie vor hatte der Risikoschutz klare Priorität vor dem

Wettbewerb. Auch scheuten zahlreiche Institute die Mühen, die mit der Nutzung neuer Instrumente verbunden sind. So kam es in Deutschland zu einem Innovationsstau. Die Kreditinstitute arbeiteten mit den überkommenen Finanzinstrumenten; die Kunden, die nicht selbst am Euromarkt agierten, konnten die Vorteile der neuen Finanzinstrumente nicht nutzen. Wieder waren es die international tätigen Kreditinstitute, die die neuen Instrumente einsetzten. Sie konnten Anschluß an die angelsächsischen Institute nur finden, indem sie sich die Technologie der neuen Instrumente aneigneten. Diese Institute waren auch daran interessiert, die neuen Instrumente im deutschen Finanzmarkt einzuführen.

Ob dieses Interesse allein genügt hätte, die innovationshemmende deutsche Regulierung zu beseitigen, darf bezweifelt werden. Ein entscheidender Impuls ging in den achtziger und neunziger Jahren von der Europäischen Gemeinschaft aus. Sie hatte unter anderem die Freiheit des Kapitalverkehrs und der Dienstleistungen auf ihre Fahnen geschrieben. Da die Entwicklung der neuen Finanztechnologien am Finanzplatz London weit vorangeschritten war, konnte die restriktive deutsche Regulierung nicht in der Europäischen Gemeinschaft durchgesetzt werden. Auch hatte sich inzwischen bei Politikern und Regulatoren in Deutschland ein Meinungswandel zu mehr Offenheit des internationalen Wettbewerbs herausgebildet. So war es nur folgerichtig, wenn die eigenständige deutsche Regulierung der europäischen wich. Und auch die europäische Regulierung ist in vielem das Abbild einer international vereinheitlichten Regulierung, die insbesondere von den Finanzministern, Aufsichtsbehörden und Notenbanken der wichtigsten Industrieländer gemeinsam mit den Finanzintermediären im Basler Ausschuß für Bankenaufsicht geprägt wird. Die nationale Finanzmarktregulierung ist daher in vielem zum Vollzugsorgan internationaler Regulierungsvorgaben geworden.

Die moderne Finanzmarktregulierung verfolgt nicht mehr das Konzept, einzelne Finanzgeschäfte zu beschränken, um dadurch Risiken aus leichtfertiger Geschäftspolitik von Finanzintermediären zu vermindern. Statt einer solchen, den Wettbewerb einengenden Politik sollen gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Finanzintermediäre geschaffen werden; die Solvenz eines Intermediärs soll durch Eigenkapitalunterlegung seines Gesamtrisikos gesichert werden.

Gleichzeitig werden die Anleger durch Verschärfung der Transparenz des Finanzmarktes und der Aufklärungspflichten der Finanzintermediäre geschützt. Ein wirksa-

mer Schutz der Anleger durch umfassende rechtliche Regelungen gilt heute nicht als Einschränkung des Wettbewerbs, sondern als Voraussetzung für die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Kapitalmarktes.

## 2 Liberalisierung und Regulierung

Liberalisierung und Regulierung von Finanzmärkten stehen in einem Spannungsverhältnis zueinander. Liberalisierung bedeutet, den Kreis der handelbaren Finanzinstrumente zu erweitern, Marktkräften mehr Einfluß auf die Preisbildung an Finanzmärkten zu verschaffen und ausländischen Akteuren leichteren Zutritt zum heimischen Finanzmarkt zu ermöglichen. Regulierung der Finanzintermediäre bedeutet, die Regeln zu verschärfen, die sie bei ihrer Geschäftspolitik zu beachten haben.

Wird ein Finanzmarkt liberalisiert, dann eröffnen sich den Banken neue Geschäftsmöglichkeiten. Diese erlauben, zusätzliche Erträge zu erwirtschaften, dies aber im allgemeinen nur bei zusätzlichen Risiken. Gerade in der Anfangsphase neuer Geschäfte besteht keine Erfahrung im Umgang mit den Risiken, so daß diese besonders gefährlich sind. Daher versuchen die Aufsichtsbehörden, diesen Gefahren durch Regulierung entgegenzuwirken, d.h. Regeln vorzuschreiben, die beim Einsatz solcher Geschäfte zu beachten sind.

Man könnte einwenden, die Banken seien von sich aus bestrebt, diese Gefahren einzuschränken. Dies ist sicher zum Teil der Fall. Aber die Geschichte des Kreditgewerbes ist auch eine Geschichte von Bankenkrisen. In zahlreichen Staaten hat es Krisen gegeben, die nicht nur einzelne Banken betrafen, sondern zahlreiche Banken, und daher als systemisch einzustufen sind. Auch wäre es falsch, diese Krisen nur in Entwicklungsländern zu suchen. Die 1982 ausgebrochene Verschuldungskrise hat insbesondere Banken in den USA getroffen. Die Krise der Savings and Loans Associations traf ebenfalls die USA; die Ende der achtziger Jahre in Japan ausgebrochene Krise belastet das japanische Bankensystem immer noch erheblich. Stiglitz<sup>2</sup> beziffert die Zahl der Staaten, die in den letzten 25 Jahren von Bankenkrisen betroffen waren,

---

<sup>2</sup> Stiglitz, J.; Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises; Journal of Finance 54 (1999), 1508-1521.

auf etwa 80 - 100. Die Bereinigung dieser Krisen verursacht erhebliche Kosten in Form von Wachstumsverlusten und Belastungen der Steuerzahler<sup>3</sup>.

Daher sind die Bankaufsichtsbehörden gehalten, eine Liberalisierung von Finanzmärkten durch zunehmende Regulierung zu begleiten. Dadurch sollte jedoch der Wettbewerb zwischen den Finanzintermediären möglichst wenig beeinträchtigt werden. Wettbewerbsstörend wirken insbesondere solche Regulierungen, die einzelne Finanzdienstleistungen behindern, und solche, die den Zugang neuer Anbieter von Finanzdienstleistungen beeinträchtigen. Wenig störend wirken solche Regulierungen, die allen Finanzintermediären in gleicher Weise eine sorgfältige Geschäftspolitik vorschreiben, also eine Geschäftspolitik, die sie im gesellschaftlichen Interesse verfolgen sollten. Daß eine solche Politik nicht automatisch verfolgt wird, hängt mit Eigeninteressen der Manager zusammen ebenso wie mit negativen Effekten der Geschäftspolitik, die auf Dritte abgewälzt werden. Soweit eine Regulierung dazu beiträgt, solche externen Effekte zu internalisieren, kann sie als wohlfahrtsfördernd gelten.

Regulierungen, die einzelne Finanzgeschäfte behindern, verleiten Finanzintermediäre dazu, nach Ausweichmöglichkeiten zu suchen. Dadurch können neue Risiken entstehen, so daß die Regulierung ihr Ziel verfehlt. In besonders ungünstigen Fällen kann eine Regulierung sogar kontraproduktiv wirken.<sup>4</sup> Diese Sorge unterstützt auch den heutigen Trend zu mehr qualitativer Bankaufsicht, bei der es darum geht, eine insgesamt sorgfältige Geschäftsführung zu sichern.

---

<sup>3</sup> Vgl. Kamin, S.; The current international financial crisis: how much is new? Journal of International Money and Finance 18 (1999), 501-514.

<sup>4</sup> Werden z.B. bestimmte riskante Geschäfte an einem Finanzplatz verboten, so besteht für die Finanzintermediäre ein Anreiz, diese an anderen Finanzplätzen vorzunehmen, die keiner oder nur einer schwachen Überwachung unterliegen.

Im folgenden wird die Entwicklung der deutschen Finanzmarktliberalisierung und regulierung anhand von fünf Bereichen exemplarisch beleuchtet:

- Zinsliberalisierung,
- Liberalisierung des Einsatzes neuer Finanzinstrumente (ihr später Durchbruch),
- Bankenaufsicht,
- Regulierung von Kapitalanlagegesellschaften,
- Regulierung des Börsenhandels.

Da sich die wesentlichen Entwicklungen in diesen Bereichen in unterschiedlichen Zeiträumen vollzogen haben, wird dies in Abb. 1 verdeutlicht.



Zinsliberalisierung	Neue Finanzinstrumente	Bankenregulierung	Kapitalanlagegesellschaften	Börsenhandel
1967	Ende der Zinsregulierung		1957	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
1968	Gentlemen's Agreement betr. DM-Auslandsanleihen	1974 Liquiditätskonsortialbank 1975 Einlagensicherungsfonds 1976 Großkreditvorschriften		
1980	Erweiterung des Agreements			
1985	Aufhebung des Agreements	1984 konsolidierte Aufsicht 1989 Eigenmittel- und Solvabilitäts-Richtlinien 1990 Umsetzung in deutsches Recht 1997 weitere Novellierung der Eigenkapitalnormen	1990 Liberalisierung der Anlagevorschriften 1994 DM-Geldmarktfonds 1997 weitere Liberalisierung der Anlagevorschriften	1986/9 Börsengesetz-novellen 1990 1. Finanzmarktförderungsgesetz 1994 Gesetz über Wertpapierhandel 1997 Neuer Markt 1998 3. Finanzmarktförderungsgesetz
	Erlaubnis von <ul style="list-style-type: none"> <li>• var. verz. Anleihen 1985</li> <li>• Zerobonds 1985</li> <li>• DM-CDs 1986</li> <li>• DM-Geldmarktfonds 1994</li> </ul>			

**Abb. 1:** Übersicht über wichtige Maßnahmen der Liberalisierung und Regulierung in Deutschland nach 1948

### 3. Zinsliberalisierung

#### 3.1 *Die Zinsverordnung von 1965*

Die freie Zinsbildung wurde im Jahr 1931 in Anbetracht der Wirkungen der Weltwirtschaftskrise eingeschränkt. Die Spitzenverbände des Kreditgewerbes trafen Absprachen über die Höhe der Soll- und Habenzinsen, um eine Zinsmarge zu sichern. Nach dem Zweiten Weltkrieg setzten die Bankaufsichtsbehörden der Länder die Zinsen fest, wobei die Spitzenverbände des Kreditgewerbes gehört wurden. Die Bank deutscher Länder wirkte lediglich über einen Vertreter im Sonderausschuß Bankenaufsicht mit. Für die Regulierung der Soll- und Habenzinsen führte die Bank deutscher Länder verschiedene Gründe ins Feld<sup>5</sup>. Über die Festlegung der Höchstsätze für Habenzinsen könne das Zinsniveau an Änderungen des Diskontsatzes angepaßt werden. Auch würden dadurch kleinere Kreditinstitute vor einem harten Wettbewerb großer Institute geschützt. Der Wettbewerb zwischen den Instituten würde nicht ausufern. Es gäbe weniger Anreize zu riskanterer Kreditvergabe, wenn die Habensätze nicht so hoch seien. Die Festlegung von Sollzinssätzen diene dem Schutz kleiner Kreditnehmer. Die Priorität des Risikoschutzes vor dem Wettbewerb kann kaum deutlicher gemacht werden.

Bereits frühzeitig wurden die Zinsfestlegungen von Banken unterlaufen; insbesondere galt dies für den großen Betrag an Termingeldern<sup>6</sup>. So wurde im Oktober 1950 versäumt, die amtlichen Sätze für Termineinlagen entsprechend den Diskonterhöhungen anzupassen. Die Bankaufsichtsbehörden verzichteten darauf, Verstöße gegen die Zinsregulierung zu ahnden, wohl wegen der Befürchtung, in einem etwaigen Verwaltungsstreitverfahren zu unterliegen.

Die Bank deutscher Länder diskutierte in Anbetracht der Verstöße schon frühzeitig die völlige Freigabe der Zinsen. Offiziell wurde jedoch lange die Meinung vertreten, man dürfe die Zinsgestaltung nicht dem Wettbewerb der Kreditinstitute überlassen<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-94 (1956).

<sup>6</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-74, (2.12.1953).

<sup>7</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-140 (1958).

Die Verbände der Institute legten, wenig überraschend, größten Wert auf die Zinsregulierung<sup>8</sup>. Im Bundeswirtschaftsministerium hingegen war die Meinung gespalten.

Die Diskussion um die Zinsregulierung erhielt neuen Auftrieb durch die schon seit längerem geplante Novellierung des Kreditwesengesetzes. Im Zentralbankrat gab es zwar Stimmen, die die völlige Zinsfreigabe als marktwirtschaftlich geboten ansahen<sup>9</sup>. In der Überzahl waren indessen die Gegner, die eine freie Zinsbildung in Anbetracht der Zinspolitik der Notenbank ohnehin für ausgeschlossen hielten und vor allem einen ungezügeltten Wettbewerb zwischen den Kreditinstituten befürchteten. Unter anderem wurde eine Geschäftsausweitung der öffentlich-rechtlichen Institute befürchtet, die infolge der Gewährträgerhaftung weniger ertragsorientiert verfahren könnten.

Schließlich einigten sich die Vertreter von Regierung, Bundesbank und Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred), in das neue Kreditwesengesetz (KWG) von 1961 eine Vorschrift (§ 23) aufzunehmen, die dem Bundeswirtschaftsminister erlaubt, im Benehmen mit der Bundesbank Konditionen für Einlagen und Kredite festzulegen. Gleichzeitig wurde ihm die Möglichkeit eingeräumt, dieses Recht auf das BAKred zu übertragen. Diese Möglichkeit nutzte der Bundeswirtschaftsminister bereits im Jahr 1962. Daraufhin arbeiteten das BAKred und die Bundesbank eine Zinsverordnung aus, die im März 1965 in Kraft trat. Die Höchstsätze für Habenzinsen wurden fest vorgegeben, die für Sollzinsen an den Diskontsatz gekoppelt. Die Habenzinsen wurden allerdings nur für Laufzeiten bis zu zweieinhalb Jahren geregelt<sup>10</sup>. Verstöße sollten als Ordnungswidrigkeit geahndet werden.

Dennoch kam es bereits kurze Zeit später zu Umgehungen. Kreditinstitute begaben entsprechend den aktuellen Marktbedingungen ausgestattete Kassenobligationen mit Laufzeiten von unter zweieinhalb Jahren, die zudem mindestreservefrei waren<sup>11</sup>. Durch Anpassung der Höchstsätze versuchten die Aufsichtsbehörden, den Anreiz zu Umgehungen zu vermindern; "Millionengelder" mit mindestens dreimonatiger Anlage sowie Spareinlagen von über einer Million DM wurden aus der Zinsbindung entlas-

---

<sup>8</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-141 (1958).

<sup>9</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-141 (1958).

<sup>10</sup> Siehe Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, März 1965, S. 3-5.

<sup>11</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-441 (1965).

sen<sup>12</sup>. Obgleich dadurch die Zahl der Umgehungen sank, empfahl der Bundeswirtschaftsminister schließlich im Januar 1967, die Zinsverordnung aufzuheben<sup>13</sup>. Sie lief im März 1967 aus, an ihre Stelle traten Zinsempfehlungen der Bankenverbände. Weitere Zinsverordnungen wurden nicht mehr erlassen. Erst mit der Novellierung des KWG von 1984 wurde § 23 abgeschafft.

Trotz Aufhebung der Zinsverordnung kam es in den folgenden Jahren nicht zu einer deutlichen Verringerung der Zinsspanne der Kreditinstitute. Auch wurde die Geldpolitik der Bundesbank nicht beeinträchtigt. Die diesbezüglichen Befürchtungen erwiesen sich als gegenstandslos. Die Banken, die die Zinsverordnung befolgt und daher Kunden an andere Banken verloren hatten, mußten dies nach der Aufhebung der Verordnung nicht mehr befürchten. Der Fehlschlag der Zinsregulierung zeigte deutlich die engen Grenzen einer Regulierung, die Preise entgegen den Regeln des freien Wettbewerbs vorschreibt. Dies gilt umso mehr, wenn es neben nationalen auch internationale Umgehungsmöglichkeiten gibt. Diese wurden insbesondere von den größeren Bankkunden genutzt.

### **3.2 Die Liberalisierung des Marktes für DM-Auslandsanleihen**

Die Gefahren, die auf den deutschen Finanzmarkt von seiten des internationalen Marktes ausgingen, waren der Bundesbank und dem BAKred frühzeitig bewußt. Eine hohe Nachfrage des Auslands nach DM-Krediten konnte das DM-Zinsgefüge erheblich ändern und damit auch die Geldpolitik der Bundesbank in Frage stellen. Als 1958 die DM konvertibel wurde, achtete die Bundesbank sorgsam auf den Markt für DM-Auslandsanleihen. Zu diesen zählen alle in Deutschland aufgelegten DM-Anleihen von Schuldern mit Sitz im Ausland. Bis 1967 stieg das Umlaufvolumen von DM-Auslandsanleihen allerdings nur auf etwa 5 Mrd. DM, verglichen mit 135 Mrd. DM an DM-Inlandsanleihen<sup>14</sup>. Als im Jahr 1968 die Emissionswünsche ausländischer Emittenten erheblich stiegen, sah die Bundesbank hierin eine Gefahr für den deutschen Finanzmarkt und schloß daher mit den führenden deutschen Kreditinstituten ein

---

<sup>12</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-451 (1966).

<sup>13</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-459 (1967).

<sup>14</sup> Deutsche Bundesbank, Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, Frankfurt am Main, 1976, S. 303 und 306.

Gentlemen's Agreement. Hierin wurde das Verankerungsprinzip vereinbart, wonach ein deutsches Kreditinstitut die Konsortialführung bei der Emission von DM-Auslandsanleihen übernehmen sollte, bei Anleihen mit DM-Option wenigstens die Mitführung<sup>15</sup>. Diese Vereinbarung sicherte deutschen Kreditinstituten die führende Position in diesem Markt. Eine Emission von DM-Anleihen im Ausland verhinderte die Bundesbank durch Absprachen mit ausländischen Notenbanken. Wieder wurde der Wettbewerb zugunsten des Risikoschutzes beschränkt.

Flankiert wurde das Agreement durch die Gründung des "Unterausschusses für DM-Auslandsanleihen" im Zentralen Kapitalmarktausschuß im November 1968. Das Emissionsvolumen für DM-Auslandsanleihen wurde von diesem Unterausschuß im Januar 1975 auf monatlich 300 Mio DM begrenzt. Auch wurde vereinbart, daß die DM-Erlöse aus der Emission sofort in Fremdwährung zu konvertieren und ins Ausland zu transferieren seien. So wurde ein Abwandern größerer DM-Beträge ins Ausland, das die Rolle der DM als internationale Reservewährung begünstigt hätte, verhindert. Die Bundesbank glaubte, damit Störungen ihrer Geldpolitik, insbesondere auch Währungsspekulationen, vorbeugen zu können.

Mit dem Entstehen neuer Finanzinstrumente wuchs die Gefahr, daß das Gentlemen's Agreement unterlaufen wurde. Daher wurde dieses im März 1980 noch erweitert<sup>16</sup>. Die Kreditinstitute verpflichteten sich, keine auf DM lautenden Certificates of Deposit (CDs) und keine variabel verzinslichen Anleihen zu begeben. Dennoch wurde das Agreement in den folgenden Jahren wiederholt unterlaufen. Im April 1985 wurde es aufgehoben. Dies ermöglichte Tochtergesellschaften ausländischer Kreditinstitute, die Konsortialführung bei der Emission von DM-Auslandsanleihen zu übernehmen. Im August 1992 wurden auch Zweigstellen ausländischer Kreditinstitute zur Konsortialführung zugelassen, wenn sie über eine ausgebaute Konsortialabteilung in Deutschland verfügten.

---

<sup>15</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-20665 (1968).

<sup>16</sup> Siehe Franke, G., Notenbank und Finanzintermediäre, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark, München 1998, S. 287.

## 4 Der späte Durchbruch neuer Finanzinstrumente

Besonders ins Auge fällt der langwierige Prozeß der Verbreitung neuer Finanzinstrumente im deutschen Finanzmarkt. Zu den neuen Finanzinstrumenten werden gemeinhin auch Terminkontrakte und Optionen gerechnet, obgleich sie schon seit Jahrhunderten gehandelt werden. Im Deutschen Reich gab es einen aktiven Handel dieser Instrumente, im Dritten Reich waren sie verboten. Ende der 60er Jahre bauten die Chicagoer Börsen diesen Handel systematisch auf. In Europa begann er 1982 mit der Londoner-Terminbörse LIFFE. Deutschland folgte erst 1990 mit der Deutschen Terminbörse. Allerdings war es am internationalen Finanzmarkt, dem Euromarkt, bereits seit Ende der 70er Jahre zu einer Welle von Finanzinnovationen gekommen. Insbesondere Swaps und zahlreiche Varianten von Optionen sowie strukturierte Anleihen wurden kreiert. Ein lebhafter börslicher und außerbörslicher Handel entwickelte sich. Profitieren konnten hiervon vor allem die international tätigen Banken.

Das BAKred und die Bundesbank sahen in den neuen Finanzinstrumenten Gefahren für die Solvenz von Kreditinstituten, die Bundesbank zudem Gefahren für ihre Geldpolitik. Daß bei unprofessioneller Nutzung neuer Finanzinstrumente hohe Verluste entstehen können, hatte bereits 1974 der Fall Herstatt gezeigt. Durch große Devisentermingeschäfte waren hohe Verluste entstanden, die schließlich zur Insolvenz des Bankhauses führten. Auch später gab es spektakuläre Insolvenzen von Kreditinstituten und anderen Unternehmen aufgrund unprofessionellen Einsatzes neuer Finanzinstrumente, allerdings nicht in Deutschland. Ein professionelles Risikocontrolling wie es heute Standard ist, gab es damals nicht. Erst in den neunziger Jahren wurde es in großen deutschen Kreditinstituten aufgebaut. Die Besorgnis der deutschen Bankenaufsicht, die neuen Finanzinstrumente gefährdeten die Solvenz von Kreditinstituten, war daher verständlich. Folglich erklärte die Bundesbank den Handel in neuen Finanzinstrumenten für unerwünscht; dies kam einem Verbot gleich.

Die Bedenken der Bundesbank richteten sich in den siebziger und zu Anfang der achtziger Jahre insbesondere gegen variabel verzinsliche Anleihen, Zerobonds, Anleihen mit Swapvereinbarungen und Doppelwährungsanleihen. 1974 wollte die Fürst Thurn und Taxis Bank Kapital-Sparbriefe mit einem Zins ausgeben, der jeweils mit dem der jüngsten Bundes-, Bundesbahn- oder Bundespostanleihe identisch

war<sup>17</sup>. Die Sparbriefe sollten eine Laufzeit von vier Jahren haben, die der öffentlichen Anleihen hatten jedoch eine Laufzeit von zehn Jahren. Die Bundesbank befürchtete nicht nur einen Zinsüberbietungswettbewerb, sondern über die kurzfristigen Zinsanpassungen auch eine Geldwertindexierung auf "kaltem" Wege; eine offizielle Indexierung erforderte nach § 3 des Währungsgesetzes jedoch eine Genehmigung der Bundesbank. Da die rechtliche Handhabe der Bundesbank gegen das Vorhaben der Thurn und Taxis Bank schwach war, arbeitete sie mit "Moral Suasion". Die Bank änderte daraufhin das Konzept so ab, daß der Anleihezins um 4 % über dem jeweiligen Spareckzins lag. Auch bei späteren Emissionen von variabel verzinslichen Sparbriefen verhielt sich die Bundesbank ähnlich.

Die Bedenken der Bundesbank richteten sich nicht nur gegen die "kalte" Indexierung variabel verzinslicher Anleihen, sondern auch dagegen, daß sie ein Substitut für kurzfristige Geldanlagen sind, ohne mindestreservepflichtig zu sein. Zudem setzten diese Anleihen den Schuldner einem hohen Zinsänderungsrisiko aus, dies beeinträchtigte die Qualität der Papiere. Diese Bedenken hielt die Bundesbank bis zum Dezember 1985 aufrecht. Im Gefolge der Freigabe war den variabel verzinslichen Anleihen in Deutschland dennoch kein großer Erfolg vergönnt. Zehn Jahre später erreichten sie nur einen Anteil von knapp 9 % am Volumen der DM-Inlandsanleihen und von etwa 15,5% am Volumen der DM-Auslandsanleihen.<sup>18</sup>

DM-Zerobonds wurden erstmals 1982 im Zentralen Kapitalmarktausschuß erörtert und für unerwünscht erklärt. Das Bundesfinanzministerium hätte die damals noch nach § 795 BGB erforderliche Genehmigung für die Emission wohl nicht erteilt. Zerobonds wurden vor allem aus zwei Gründen für problematisch erachtet. Erstens konzentriert sich die Rückzahlung auf einen Zeitpunkt, so daß es zu einer hohen punktuellen Belastung des Schuldners kommt. Zweitens unterliegen Zerobonds im Vergleich zu Kuponanleihen aufgrund ihrer hohen Duration einem besonders hohen Kursrisiko, so daß sie als besonders spekulativ einzustufen sind. Im April 1985 gab die Bundesbank ihren Widerstand gegen Zerobonds auf.

Doch auch diese Liberalisierung zeigte wenig Wirkung. Der Umlauf von DM-Zerobonds machte im Juni 1996 lediglich 0,2 % der DM-Inlandsanleihen aus, sowie 2,3 %

---

<sup>17</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-24649 (1974).

<sup>18</sup> Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Oktober 1996, S. 24 und 41.

der DM-Auslandsanleihen.<sup>19</sup> Seit 1997 ist allerdings die Trennung von Kapital- und Zinsansprüchen bei bestimmten langlaufenden Bundesanleihen (Stripping) sowie ihr getrennter Handel zulässig; damit können Zerobonds geschaffen werden.

DM-Auslandsanleihen mit Währungsswaps und Doppelwährungsanleihen waren der Bundesbank suspekt, da sie einerseits eine übermäßige Inanspruchnahme des deutschen Kapitalmarkts durch ausländische Schuldner befürchtete und andererseits davon ausging, daß die Währungsrisiken nicht genügend transparent seien. Dies könnte Schuldner und Gläubiger gleichermaßen beeinträchtigen. Ebenfalls im Jahr 1985 gab die Bundesbank ihren Widerstand auf.

Ein erhebliches Konfliktpotential zwischen der Bundesbank und den Banken bestand lange bei kurzfristigen Geldmarktpapieren. In einer Verlautbarung der Bundesbank vom April 1985 wurden Geldmarktfonds und kurzfristige DM-CDs (Einlagen-Zertifikate) für unerwünscht erklärt. Hier trafen mehrere Aspekte zusammen. Die Bundesbank folgte der deutschen Tradition langfristiger geschäftlicher Orientierung, im Gegensatz zu der mehr kurzfristigen angelsächsischen Orientierung. Während die deutsche Tradition mehr an langfristigen Zahlungsströmen orientiert ist, spielen im angelsächsischen Bereich kurzfristige Marktwertänderungen eine wichtige Rolle. Die Bundesbank befürchtete, daß kurzfristige Geldmarktpapiere die Kurzfristorientierung von Geldnehmern und Geldgebern verstärkten. Dies könne auch der langfristigen Stabilität der DM schaden. Zweitens befürchtete die Bundesbank, daß kurzfristige Geldmarktpapiere ihre Politik der kurzfristigen Refinanzierung von Kreditinstituten beeinträchtigen könnten. Drittens würden die im Vergleich zu Sparzinsen höheren Zinssätze von Geldmarktpapieren die Anleger zu Umschichtungen veranlassen und dadurch die Kreditfinanzierung von Banken und anderen Unternehmen verteuern. Viertens, und das war die Hauptsorge der Bundesbank, würde ihr Mindestreservesystem durch kurzfristige Geldmarktpapiere ausgehöhlt.

Die Mindestreserve diente der Bundesbank zur Feinsteuerung des Geldmarktes. Da sie dieses Instrument stets als wichtig erachtete, stand sie vor der Entscheidung, die kurzfristigen Geldmarktpapiere weiterhin zu unterdrücken oder sie in das Mindestreservesystem einzubinden. Nach intensiven Diskussionen entschied sich die Bundesbank, die Mindestreservebestimmungen dahingehend zu ändern, daß auch

---

<sup>19</sup> dito



Bankschuldverschreibungen und CDs mit einer Gesamtlaufzeit von über zwei Jahren der Mindestreserve unterliegen. Ab Mai 1986 war den deutschen Kreditinstituten die Emission von DM-CDs gestattet. Die Emission unterjähriger Papiere seitens der öffentlichen Hand lehnte die Bundesbank weiterhin ab.

Nicht gelöst war damit das Problem der Geldmarktfonds. Denn Investmentfonds unterliegen nicht der Mindestreserve. Hier sorgte die EG-Kommission für eine neue Lage. Sie schlug im Januar 1993 eine Änderung der EG-Investmentrichtlinie (OGAW) vor. Danach konnten die in einem EG-Land zugelassenen Geldmarktfonds unabhängig von den dortigen Mindestreservebestimmungen automatisch auch in jedem anderen EG-Land vertrieben werden. Die Bundesbank stellte daher im März 1994 ihre Bedenken gegen Geldmarktfonds zurück. Bereits zwei Jahre später waren etwa 37 Mrd. DM in Geldmarktfonds angelegt.<sup>20</sup>

Unter dem Druck internationaler Konkurrenz hat die Bundesbank im Dezember 1996 Einlagen in Form von Wertpapierpensionsgeschäften von der Mindestreserve freigestellt. Auch hat sie im selben Jahr der Emission von Bubills zugestimmt, also von Diskontpapieren des Bundes mit einer Laufzeit von sechs Monaten<sup>21</sup>. Das Volumen wurde jedoch auf 20 Mrd. DM begrenzt.

## 5 Ein Zwischenfazit zur Liberalisierung im deutschen Finanzmarkt

Im Rückblick hat die Liberalisierung des deutschen Finanzmarktes, also der Abbau von Preisbeschränkungen, die Zulassung neuer Finanzinstrumente sowie die Öffnung des Marktes für ausländische Finanzintermediäre, viel Zeit benötigt, fast bis zum Ende des 20. Jahrhunderts. Dies überrascht in einem Staat, der stark im internationalen Handel engagiert ist. Im Vergleich zu den angelsächsischen Staaten blieb die Bundesrepublik Deutschland in bezug auf die modernen Finanzinstrumente sowie die Nutzung der modernen Kapitalmarkttheorie bis zum Anfang der 90er Jahre Entwicklungsland. Die Erklärung kann in folgenden Gründen gesucht werden:

---

<sup>20</sup> dito, S. 53.

<sup>21</sup> Siehe Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank vom 13.6.1996.

- (1) In den USA, dem Geburtsland zahlreicher Finanzinnovationen, bestand ein harter Wettbewerb zwischen Commercial und Investment Banks. Mit Finanzinnovationen gelang es den Investment Banks, Marktanteile zu gewinnen und hohe Gewinne zu erzielen. Überraschenderweise dürfte der Glass-Steagall-Act, der mit der Einführung des Trennbankensystems auf den ersten Anschein hin den Wettbewerb hemmt, genau umgekehrt gewirkt und einen wichtigen Anreiz für Finanzinnovationen geschaffen haben. In Deutschland bedeutete das Universalbankensystem nicht, daß alle Kreditinstitute universell tätig waren; es war die freie Entscheidung jedes Instituts, diesen oder jenen Geschäftsbereich nicht abzudecken. Für ein kollektives Streben einer Gruppe von Instituten, sich Vorteile zu Lasten anderer zu verschaffen, fehlte indessen der gemeinsame Anreiz. Auch verdienten die Institute nicht schlecht. Indem sich nahezu alle Institute von den neuen Finanzinstrumenten fern hielten, blieben ihnen erhebliche Anlaufkosten und erhebliche Risiken erspart.
- (2) Unterstützt wurden die Institute in dieser Haltung von den Bankaufsichtsbehörden, insbesondere von der Bundesbank. Die Bankaufsichtsbehörden hatten die Gefahren erkannt, die aus unprofessioneller Nutzung der neuen Finanzinstrumente entstehen. Diese Einschätzung erwies sich als nicht unbegründet, haben doch einige Kreditinstitute, Notenbanken und andere Unternehmen erhebliche Verluste erlitten.
- (3) Außerdem ging es der Bundesbank darum, der Kurzfristorientierung von Akteuren am Kapitalmarkt entgegenzuwirken. Sie förderte die Langfristorientierung, die sie als stabilitätssichernd ansah, während die Kurzfristorientierung ihrer Meinung nach spekulatives Verhalten begünstigte.
- (4) Schließlich befürchtete die Bundesbank Störungen ihrer Geldpolitik durch die neuen Finanzinstrumente, da diese erlauben, mit wenig Geldeinsatz große Risiken zu handeln. Diese Furcht legte sich erst in den neunziger Jahren<sup>22</sup>.

Aus diesen Erwägungen heraus lehnte die Bundesbank insbesondere kurzfristige Zinspapiere, aber auch andere neue Finanzinstrumente ab. So ergab sich eine

---

<sup>22</sup> Siehe Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente. Monatsbericht der Deutschen Bundesbank November 1999, S. 41-57.

Allianz von Bundesbank und deutschen Kreditinstituten gegen neue Finanzinstrumente. Diese Allianz konnten auch die in Deutschland ansässigen ausländischen Kreditinstitute nicht durchbrechen. Der deutsche Finanzmarkt erwies sich als sehr konservativ.

Der Bundesbank war dies sehr wohl bewußt. In einem internen Papier der Bundesbank von 1985 heißt es, die vorhandenen Regulierungen schützten die privilegierten deutschen Banken vor der Zugluft des internationalen Wettbewerbs; die Bundesbank fördere Monopolgewinne der Banken. Neue Finanzinstrumente würden von Inländern nur an ausländischen Finanzplätzen eingesetzt.

Diese Überlegungen haben sicherlich dazu beigetragen, daß die Bundesbank zur Mitte der achtziger Jahre ihre restriktive Haltung gegenüber neuen Finanzinstrumenten teilweise aufgegeben und den Wettbewerb auch für ausländische Kreditinstitute geöffnet hat. Zweifellos sah sich die Bundesbank aber auch in einem Rückzugsgefecht gegenüber der EG-Rechtsetzung; diese zwang sie, bisherige Positionen aufzugeben. Die damit erzwungene Öffnung des deutschen Finanzmarktes für ausländische Banken bedrohte die Gewinne der rückständigen deutschen Banken. Eine langfristige Standortsicherung ohne anspruchsvolle Finanztechnologie war unmöglich geworden.

Den Kampf gegen die Kurzfristorientierung der Akteure hat die Bundesbank verloren. Die angelsächsische Betonung des Marktwertes gegenüber der mehr kontinentaleuropäischen des Zahlungsstromes von Finanztiteln hat auch in Kontinentaleuropa weitgehend gesiegt. Dies zeigt sich an der zunehmenden Verbriefung von Finanztiteln, die ihre kurzfristige Handelbarkeit ermöglichen. So werden zunehmend Ausfallrisiken über Kreditderivate und Asset Backed Securities handelbar gemacht. Angestrebt wird ein Markt, auf dem verschiedenste Risiken jederzeit handelbar sind. Ein Händler eines Kreditinstituts kann dann Kreditrisiken ebenso wie Aktienkurs- und Zinsrisiken in Sekundenschnelle ein- und verkaufen. Um welche Art des Risikos es geht, spielt für ihn keine Rolle mehr. Es geht lediglich darum, in kurzer Zeit einen Marktwertgewinn zu erzielen.<sup>23</sup> Genau dies wollte die Bundesbank nicht.

---

<sup>23</sup> Unterstützt wird diese Haltung auch durch die zunehmende Bereitschaft von deutschen Wirtschaftsprüfern, Finanztitel im Umlaufvermögen von Banken zum jeweiligen Marktwert anzusetzen. Dies entspricht der US-amerikanischen Bilanzierung, widerspricht aber dem deutschen Niederstwertprinzip.

Die vorangehenden Ausführungen werfen die Frage auf, ob es zweckmäßig ist, der Notenbank, die primär der Geldwertstabilität verpflichtet ist, auch die Bankenaufsicht zu übertragen. Zwar befruchten sich Geldwertstabilität und Finanzmarktstabilität wechselseitig. Jedoch zeigt das deutsche Beispiel die Gefahren, die entstehen, wenn die Notenbank die Bankenaufsicht auch zur Sicherung der Geldwertstabilität einsetzt, anstatt auf innovative Entwicklungen in Finanzmärkten mit innovativen Konzepten der Geldpolitik zu reagieren.

## 6 Die Regulierung von Kreditinstituten in Deutschland

Die Regulierung des Finanzmarktes in Deutschland ist das Ergebnis des Zusammenspiels verschiedener Akteure. Einerseits versuchen die Finanzintermediäre selbst, eine für sie günstige Regulierung herbeizuführen. Ihnen gegenüber stehen die Aufsichtsbehörden und die Gesetzgeber. Nach wie vor wird strikt getrennt zwischen Kreditinstituten und Versicherungsgesellschaften, obgleich beide Geschäftsbereiche immer enger zusammenwachsen. Die Versicherungsgesellschaften unterliegen dem Versicherungsaufsichtsgesetz und der Überwachung des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen. Die Kreditinstitute unterliegen dem Kreditwesengesetz und der Bankenaufsicht, die gemeinsam vom BAKred und der Bundesbank ausgeübt wird. Im folgenden werden wichtige Schritte der Bankenregulierung in Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg beschrieben.

Wurde anfangs nach dem Zweiten Weltkrieg die Bankenaufsicht gemeinsam von den Bankaufsichtsbehörden der Länder und der Bank deutscher Länder ausgeübt, so kam es mit der Novellierung des Kreditwesengesetzes von 1961 zur Schaffung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen. Es übernahm die hoheitlichen Aufgaben, während der Bundesbank die praktische Durchführung der Aufsicht zufiel. Die Rolle der Bundesländer war damit im wesentlichen auf den Bundesrat beschränkt.

### 6.1 *Einlagensicherung*

Besonders gefordert sind Bankenaufsicht und Gesetzgeber dann, wenn sich Krisen einzelner großer Banken oder zahlreicher Banken abzeichnen. Eine solche Krise ereignete sich in Deutschland 1974 mit dem Zusammenbruch des Bankhauses

Herstatt. Große Verluste in Devisentermingeschäften waren aufgelaufen; ein Rettungsversuch der Bundesbank scheiterte, daraufhin schloß das BAKred die Bank. Es kam zu einer Vertrauens- und Liquiditätskrise, die insbesondere die Zahlungsfähigkeit kleiner Banken bedrohte. Es drohte ein Run; der seit 1969 existierende Fonds des Bundesverbandes Deutscher Banken sicherte nämlich Einlagen natürlicher Personen nur bis zu 20.000 DM.

In dieser Situation ergriff die Bundesbank die Initiative, um Liquiditätsschwierigkeiten gesunder Banken in Vertrauenskrisen zu begegnen. Im September 1974 wurde die Liquiditätskonsortialbank geschaffen, an deren Kapital sich die Bundesbank mit 30 % beteiligte. Diese Bank konnte nicht-notenbankfähige Wechsel hoher Qualität in notenbankfähige verwandeln und dadurch gesunden Banken aus Liquiditätsschwierigkeiten heraushelfen. Hiermit wurde ein Kanal für die Bundesbank als Lender of Last Resort geschaffen.

Einer gesetzlichen Regelung zur Vermeidung von Runs kamen die privaten Banken indessen durch ein eigenes Konzept zuvor, das sie mit der Bundesregierung abgestimmt hatten. Sie errichteten im Jahr 1975 einen Einlagensicherungsfonds, der Einlagen eines einzelnen Anlegers bis zu 30 % des haftenden Eigenkapitals der Bank garantiert<sup>24</sup>.

Diese private Sicherungseinrichtung hat seitdem Runs verhindert. Ob sie einzelne Banken zu leichtfertiger Politik verleitet, da die Einleger sich um die Bonität der Bank nicht mehr kümmern, ist schwer abzuschätzen. Wichtiger erscheint indessen die Kontrolle anderer Banken über Geldmarktgeschäfte. Solche Einlagen sind durch den Fonds nicht garantiert. Eine Bank, die nicht geldmarktfähig ist, ist kaum lebensfähig. Bisher scheint sich die Existenz des Einlagensicherungsfonds nur wenig auf die Geschäftspolitik der angeschlossenen Kreditinstitute auszuwirken.<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Im Jahr 1998 wurde die Einlagensicherung in Umsetzung einer EG-Richtlinie durch das Einlagenversicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz geregelt. Siehe dazu „Einlagensicherung und Anlegerentschädigung in Deutschland“, Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Juli 2000, S.29-45. Das bisherige deutsche System blieb im wesentlichen erhalten.

<sup>25</sup> Kaserer zufolge hat der Einlagensicherungsfonds allerdings das Sterben von deutschen Privatbanken beschleunigt, indem kleinere Banken vom Prüfungsverband deutscher Banken, der für den Sicherungsfonds tätig wurde, mit nicht zu rechtfertigender Strenge geprüft wurden. Siehe Kaserer, C.; Der Fall der Herstatt-Bank 25 Jahre danach. Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte Bd. 86, (2000), S. 166-192.

Insoweit waren die unmittelbaren Regulierungsfolgen der Herstatt-Insolvenz eher gering, es wurde mehr auf Selbsthilfeeinrichtungen abgestellt. Allerdings wurde bereits mit Wirkung vom Oktober 1974 der Grundsatz I a über Eigenkapital und Liquidität eingeführt, wonach offene Devisenpositionen auf höchstens 30 % des haftenden Eigenkapitals begrenzt sind. Bereits vor der Herstatt-Insolvenz wurden die Kreditinstitute verpflichtet, ihre Devisentermingeschäfte der Bundesbank zu melden<sup>26</sup>. Insgesamt erwies sich das Krisenmanagement unter maßgeblicher Mitwirkung der Bundesbank als erfolgreich. Auch wurde der Wettbewerb durch die neuen Regelungen nicht nennenswert eingeschränkt.

## **6.2 Großkredite**

Der Herstatt-Fall warf die Frage nach der Wirksamkeit der Bankenaufsicht auf. In diesem Zusammenhang wurde auch die Problematik von Großkrediten aufgegriffen. Denn zwischen 1962 und 1975 waren notleidende Großkredite für 18 von 22 Insolvenzen von Kreditinstituten in Deutschland verantwortlich. Bankaufsichtsbehörden und Gesetzgeber strebten daher eine schärfere Regulierung an<sup>27</sup>. Die Kreditwirtschaft sträubte sich massiv dagegen, u. a. mit dem Argument, kleinere Banken würden dadurch im Wettbewerb benachteiligt und Kreditnehmer würden auf ausländische Märkte ausweichen. Dennoch wurden in der KWG-Novelle von 1976 die bis dahin geltenden Sollvorschriften zwingendes Recht: So durfte z.B. der einzelne Großkredit 75 % des haftenden Eigenkapitals nicht übersteigen. Als Großkredit galt ein Kredit, der 15 % des haftenden Eigenkapitals übersteigt. Inzwischen sind die Großkreditvorschriften mehrfach verschärft worden. Da diese Vorschriften lediglich eine sorgfältige Geschäftspolitik sichern sollen, wird darin keine unerwünschte Wettbewerbsbeschränkung gesehen.

---

<sup>26</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-6720/I (1974).

<sup>27</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-6723 (1974).

### **6.3 Von der nationalen zur internationalen Aufsicht**

Bereits in den siebziger Jahren wuchs das Auslandsengagement deutscher Kreditinstitute erheblich. Bankplätze wie Luxemburg lockten mit lockeren aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, liberalem Gesellschafts- und Steuerrecht sowie Mindestreservefreiheit<sup>28</sup>. Versuche der deutschen Bankenaufsicht, mit ausländischen Bankaufsichtsbehörden zu kooperieren, erwiesen sich als wenig erfolgreich. Auch ein Gentlemen's Agreement mit den Banken, wonach diese den Bankaufsichtsbehörden Prüfungsberichte über ihre ausländischen Aktivitäten zuleiteten, brachte nicht die gewünschte Klarheit. Daher bemühte sich die Bundesbank bereits im Jahr 1979 gemeinsam mit dem BAKred um eine Bankenaufsicht auf konsolidierter Basis. Danach sollte jedes Kreditinstitut unter Einbeziehung aller Beteiligungen eine konsolidierte Rechnung erstellen, auf die die KWG-Vorschriften anzuwenden seien. Mit dem Bundesjustizministerium einigte man sich schließlich auf eine Konsolidierungsschwelle der Beteiligungsquote von 25 %. Die Umsetzung dieses Konzepts in eine KWG-Novelle ließ allerdings lange auf sich warten, zumal die Bundesregierung gleichzeitig andere Fragen im KWG neu regeln wollte. Unterstützung erhielten die deutschen Aufsichtsbehörden im Juni 1983, als die Europäische Gemeinschaft eine Richtlinie über die Beaufsichtigung der Kreditinstitute auf konsolidierter Basis beschloß.

Die Bedeutung der Überwachung auf konsolidierter Basis wurde in unvorhergesehener Weise im November 1983 sichtbar, als das Bankhaus Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co (SMH) nur durch eine konzertierte Aktion im Haus der Bundesbank unter Leitung der Präsidentin des BAKred vor dem Zusammenbruch bewahrt werden konnte. Dieses Bankhaus hatte in großem Stil Kredite an einen Baumaschinenhersteller gegeben, die Hälfte davon über die Luxemburger SMH-Tochter. So gelang es, das wahre Engagement der SMH-Gruppe zu verschleiern. Ein Verstoß gegen das derzeitige KWG war nicht nachweisbar. Als der Baumaschinenhersteller insolvent wurde, konnte die SMH-Bank nur durch massive Unterstützung anderer Kreditinstitute gerettet werden. Dieser Vorfall beschleunigte die Novellierung des KWG, so daß im Jahr 1984 die Beaufsichtigung auf konsolidierter Basis Gesetz wurde. Mit dieser Gesetzesänderung wurde ein wichtiger Schritt zur Einschränkung von Finanzmarkt-

---

<sup>28</sup> Siehe Historisches Archiv der Bundesbank, Akte B 330-9075/II (1977).

risiken vollzogen. Außerdem wurden die Wettbewerbsbedingungen für national und international tätige Banken einander angeglichen.

#### **6.4 Das regulatorische Eigenkapital der Kreditinstitute**

Bereits die KWG-Novelle von 1984 zeigte deutlich die Handschrift der Europäischen Gemeinschaft, in der Folgezeit wurde dies noch stärker. Aber auch die Europäische Gemeinschaft war keineswegs autonom; die Vorgaben für Brüssel kamen und kommen zu einem wichtigen Teil vom Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, in dem nicht nur die Europäer vertreten sind, sondern die wichtigsten Industrieländer über die Zehnergruppe und die Schweiz. Politische Ziele der Basler Bankenaufsicht sind einerseits eine bessere Vorsorge gegen Bankenrisiken und andererseits die Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen für Banken. Es wird ein integrierter internationaler Finanzmarkt angestrebt. Nationale Bankenaufsicht wird daher mehr und mehr zum Ausführungsorgan international vereinheitlichter Aufsichtsnormen.

Die internationale Verschuldungskrise hatte die Verwundbarkeit der westlichen Banken in der ersten Hälfte der achtziger Jahre deutlich gezeigt. Daher waren sich die Aufsichtsbehörden weitgehend einig, die Eigenkapitalanforderungen an Kreditinstitute zu verschärfen. Bis dahin war es in Deutschland erforderlich, Kredite mit 5,6 % Eigenkapital zu unterlegen. Die Diskussion um die Verschärfung der Eigenkapitalanforderungen vollzog sich im wesentlichen auf zwei Schienen. Einerseits ging es darum, den Prozentsatz von 5,6 % zu erhöhen, andererseits um die Definition des "haftenden Eigenkapitals". In Deutschland wurde dieses bis dahin eng definiert als Grundkapital plus Rücklagen (Kernkapital). Der Basler Ausschuß für Bankenaufsicht, der damalige Cooke-Ausschuß, wich allerdings deutlich hiervon ab, indem er vorschlug, in das haftende Eigenkapital auch Neubewertungsreserven (= unrealisierte Gewinne aus Wertsteigerungen von Aktiva) und allgemeine Rückstellungen für Forderungsausfälle einzubeziehen. Gleichzeitig sollte die Eigenkapitalunterlegung von 5,6 % auf 8 % der Risikoaktiva erhöht werden.

Die Bundesbank hatte ernste Bedenken gegen diese Ausweitung des Eigenkapitalbegriffs. Sie war der Ansicht, daß nur solche Mittel die Haftungsfunktion übernehmen könnten, die eingezahlt sind, dauerhaft zur Verfügung stehen und an Verlusten aus



den laufenden Geschäften teilhaben. Die Bundesbank befürchtete insgesamt eine Aufweichung der Eigenkapitalunterlegungspflichten, stimmte allerdings im Juli 1988 dennoch der Empfehlung des Cooke-Ausschusses zu. Sie wollte sich nicht gegen die Harmonisierung der Aufsichtsregelungen stellen, befürchtete auch, sich international zu isolieren. Im Jahr 1989 setzte die Europäische Kommission die Empfehlungen des Cooke-Ausschusses in die Eigenmittel- und die Solvabilitäts-Richtlinien um. Hin und her gerissen zwischen der Stabilitätssicherung der deutschen Banken und der Schaffung gleicher internationaler Wettbewerbsbedingungen empfahl die Bundesbank dennoch im Februar 1990 dem deutschen Gesetzgeber, Neubewertungsreserven nicht zum haftenden Eigenkapital zu rechnen. Obgleich das BAKred die Bundesbank unterstützte, ließ der Gesetzgeber eine beschränkte Anrechnung von Neubewertungsreserven, Reserven für allgemeine Bankrisiken und langfristigen nachrangigen Verbindlichkeiten als ergänzendes Kernkapital zu. Im Jahr 1997 wurde das KWG nochmals novelliert; zusätzlich wurden Drittrangmittel (Nettogewinne und nachrangige kurzfristige Verbindlichkeiten) in beschränkter Weise in das haftende Eigenkapital einbezogen.

Das Tauziehen um die Eigenkapitalunterlegung war damit keineswegs beendet. Im Jahr 1998 wurde der neue Grundsatz I über Eigenkapital und Liquidität in Kraft gesetzt, der die Eigenkapitalunterlegung für Risiken sehr viel detaillierter regelt, insbesondere der Risiken aus dem Handelsbuch. Erstmals wurde den Kreditinstituten erlaubt, das Handelsbuchrisiko anhand interner Modelle, die vom BAKred genehmigt sind, zu berechnen und den daraus folgenden Value at Risk mit Eigenkapital zu unterlegen. Gegenwärtig ist die Diskussion um die Unterlegung von Kreditausfallrisiken intensiv im Gang. Die jetzige Regelung im Grundsatz I trägt portfeuille-theoretischen Überlegungen kaum Rechnung. Daher wird geprüft, ob Portfeuille-Modelle auch zur Unterlegung von Ausfallrisiken eingesetzt werden können. Eingehend wird erörtert, welche Anforderungen an die dafür benötigten internen Kreditrating-Modelle zu stellen sind.

Infolge der Nutzung portfeuille-theoretischer Erkenntnisse für die Eigenkapitalunterlegung ist mit einem verbesserten Risikoschutz zu rechnen. Die Anforderungen an das Risikomanagement werden verschärft. Dies könnte die Wettbewerbsfähigkeit kleinerer Banken beeinträchtigen, die sich ein ausgefeiltes Risikomanagement nicht leisten können.

## **6.5 Zur Stellung öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute**

Die seit längerem schwelende Diskussion um die öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute in Deutschland könnte gravierende Konsequenzen für die deutsche Bankenlandschaft erzeugen. Es geht um die Frage, ob die Gewährträgerhaftung eine mit europäischem Recht nicht vereinbare Wettbewerbsvergünstigung für die öffentlich-rechtlichen Banken erzeugt. Die privatrechtlichen Banken sehen dies so, und auch der in der Europäischen Kommission für wettbewerbsrechtliche Fragen zuständige Kommissar vertritt diese Ansicht. Anderer Ansicht sind die Kommunen und Länder in Deutschland, die als Gewährträger der öffentlich-rechtlichen Banken diese auch für ihre Politik nutzen.

## **7 Die Regulierung von Kapitalanlagegesellschaften**

Gemessen an der Kursentwicklung von Aktien sowie an der Emission von Anleihen und Aktien erlebte der deutsche Kapitalmarkt bereits in den 50er Jahren eine Blüte. Gehandelt wurden die klassischen Titel "Anleihen" und "Aktien" im Präsenzhandel von Börsen; eine zentrale Stellung nahmen und nehmen hierbei die Kreditinstitute als Vermittler von Geschäften und als Eigenhändler ein. Die Geldvermögensbildung der Haushalte vollzog sich vor allem im Bereich festverzinslicher Papiere sowie über Kapitallebensversicherungen. Frühzeitig erkannten die Kreditinstitute ihre Chance in der Vermögensanlage. So wurde im Jahr 1957 das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) verabschiedet, das dem Anleger eine in vielfacher Hinsicht geschützte Form der fremdverwalteten Vermögensanlage ermöglicht und den Kreditinstituten eine einträgliche Dienstleistung mit geringem Risiko anzubieten erlaubt. Die Kapitalanlagegesellschaften dürfen für die von ihnen verwalteten Fonds nur die gesetzlich aufgeführten Finanztitel gemäß dem Prinzip der Risikomischung erwerben. Damit soll verhindert werden, daß die Kapitalanlagegesellschaften in dubiose Titel investieren, ebenso auch, daß sie nur in wenige Titel investieren und damit das Risiko nicht streuen. Kapitalanlagegesellschaften dürfen daher keine Hedgefonds betreiben. Der Risikoschutz der Anleger wurde so konsequent im Gesetz verankert.

Im Laufe der Zeit sind einige dieser Vorschriften liberalisiert worden. So dürfen Kapitalanlagegesellschaften nach dem ersten Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 in

beschränktem Umfang Optionen handeln und Termingeschäfte abschließen. Devisenterminkontrakte dürfen nur zur Absicherung vorhandener Risiken eingesetzt werden. Mit dem zweiten Finanzmarktförderungsgesetz wurden im Jahr 1994 Geldmarktfonds zugelassen.

Das dritte Finanzmarktförderungsgesetz von 1998 erweitert schließlich den Katalog der Anlageformen dahingehend, daß auch Anteile an anderen in- und ausländischen Publikumsfonds in beschränktem Umfang erworben werden dürfen. Damit sind Dachfonds erlaubt. Auch werden gemischte Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen sowie Altersvorsorge-Sondervermögen zugelassen. Erstmals sind auch geschlossene Wertpapierfonds in Deutschland erlaubt. Das bisher dominierende Ziel des Anlegerschutzes wird eingeschränkt. Erstmals werden Zins- und Währungsswaps zugelassen, die Möglichkeiten zum Handel von Optionen und Terminkontrakten werden erweitert. In Anbetracht dieses neu geschaffenen Spielraums für spekulative Geschäfte werden gleichzeitig die Aufsichts- und Eingriffsmöglichkeiten des BAKreds gestärkt.

## 8 Die Regulierung des Börsenhandels

In den sechziger und siebziger Jahren legten institutionelle Anleger ihr Geld bereits international an; jedoch wurden Aktien eines Unternehmens im allgemeinen nur an Börsen im Sitzland des Unternehmens notiert. Ein internationaler Wettbewerb von Börsen existierte nicht. Zudem war die Rollenverteilung zwischen Kreditinstituten als Kommissionären und Eigenhändlern sowie Kursmaklern durch feste Gebührenstrukturen und Regeln fixiert. Die Anstöße zur Deregulierung dieser Strukturen kamen wiederum aus dem Ausland. In den USA waren bereits 1975 die fixen Kommissionen beseitigt worden; 1986 folgte London mit dem "Big Bang", der außerdem ausländischen Instituten erlaubte, Börsenmitglied zu werden. Der Wettbewerb zwischen den Brokern verschärfte sich massiv, ebenso der Wettbewerb zwischen den Börsen. Der Handel konzentrierte sich zunehmend auf die Börsen mit der größten Liquidität, weil sich dort auch die niedrigsten Transaktionskosten herausbildeten. Den nächsten Schub erzeugte die Londoner Börse durch Einführung des computerisierten Handels in britischen Aktien (SEAQ), ergänzt um SEAQI, dem Handelssegment für ausländi-

sche Aktien. Dadurch gelang es London, seine Rolle im Börsenhandel auch international erheblich zu stärken. Der internationale Börsenwettbewerb war voll entbrannt.

Die deutschen Börsen operierten bis zur Mitte der achtziger Jahre in einem rechtlichen Umfeld, das einerseits durch das deutsche Börsenrecht geprägt war, andererseits durch Selbstregulierungsmechanismen der beteiligten Akteure. So wurde problematisches Verhalten eher durch Schieds- und Ehrengerichte als durch staatliche Gerichte sanktioniert. Seit Beginn der siebziger Jahre gab es in Deutschland die Insiderhandels-Richtlinie, einen Verhaltenskodex, dem sich eine börsennotierte Aktiengesellschaft freiwillig unterwerfen konnte. Danach durften Manager, andere Mitarbeiter und Berater ihre Insiderinformationen nicht zum Aktienhandel nutzen. Taten sie es dennoch und wurden sie gestellt, so mußten sie den daraus erlangten Vorteil zurückgeben, wurden aber strafrechtlich nicht verfolgt. Auch die Rechtsvorschriften für die Zulassung zum Börsenhandel, die Prospekthaftung sowie die den Börsenhandel umgebende Transparenz waren im Vergleich zum angelsächsischen Recht wenig streng. Diese Mischung aus Selbstregulierung und schwacher gesetzlicher Regelung wurde insbesondere im angelsächsischen Ausland als wenig vertrauenswürdig empfunden. Dies begründete zunehmend eine Schwäche deutscher Unternehmen im internationalen Wettbewerb um Kapitalanleger.

Ein wirksamer Rechtsschutz von Anlegern vor Überworteilungsrisiken und Wettbewerb stehen daher nicht im Konflikt miteinander; im Gegenteil, ein solcher Schutz wird heute als Voraussetzung für die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Kapitalmarktes angesehen.

Erste Schritte zu einer strengeren rechtlichen Regelung wurden mit den Börsengesetznovellen von 1986 und 1989 vollzogen. Mit der Novelle von 1986 wurden die Zulassungsbedingungen zum Börsenhandel präzisiert. Außerdem wurden den börsennotierten Unternehmen mehr Informationspflichten auferlegt. Mit dem Geregelter Markt wurde gleichzeitig ein neues, weniger streng als der Amtliche Markt geregeltes Marktsegment geschaffen, um neue Emittenten zu gewinnen. Die börsennotierten Unternehmen wurden verpflichtet, kursrelevante Informationen unverzüglich bekannt zu machen (Ad hoc-Publizität) und mindestens einen Zwischenbericht pro Jahr zu veröffentlichen. Da die deutsche Terminbörse ihren Handel 1990 aufnehmen wollte, wurden in die Novelle von 1989 Vorschriften über den Terminhandel aufgenommen. Sie umfaßten auch Vorschriften zu den Rechtspflichten aus Termingeschäften, ins-

besondere auch zu den Aufklärungspflichten der Kreditinstitute gegenüber ihren Kunden. Mit dem Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 entfiel die Börsenumsatzsteuer; die Transaktionskosten des Handels in Deutschland wurden so gesenkt.

Ein entscheidender Durchbruch wurde indessen erst mit dem Gesetz über den Wertpapierhandel erzielt, das 1994 als wesentlicher Teil des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes verabschiedet wurde. Gemäß dem US-amerikanischen Vorbild wurde ein Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) geschaffen, dem weitreichende Überwachungskompetenzen eingeräumt wurden. Die Überwachung bezieht sich sowohl auf Anleger als auch auf börsennotierte Unternehmen und die Institute, die im Wertpapierhandel tätig sind. Erstmals wurden Insiderstatbestände und -verbote in Deutschland kodifiziert und mit Strafen bedroht. Da alle über Börsen abgewickelten Wertpapiertransaktionen dem BAWe gemeldet werden müssen, kann es Verdachtsmomenten über Insidervergehen wirksam nachgehen; auch kann es die Hilfe anderer nationaler Aufsichtsbehörden nutzen. Die Ad hoc-Publizität wird nun vom BAWe überwacht. Jeder Großaktionär muß bekanntmachen, wenn seine Beteiligungsquote bestimmte Schwellenwerte über- oder unterschreitet. Schließlich werden die Wertpapier-Dienstleistungsunternehmen verpflichtet, im Interesse des Anlegerschutzes die Anleger über die Risiken von Wertpapieren aufzuklären und sich selbst über die Kenntnisse und finanziellen Verhältnisse der Anleger zu informieren.

Mit dem Gesetz über den Wertpapierhandel ist dieser in Deutschland sehr viel strenger geregelt als zuvor. Dies hat zum Vertrauen der Anleger sicherlich beigetragen. Einige dieser Vorschriften sind im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz von 1998 ergänzt worden<sup>29</sup>.

Eine deutliche Schwäche des deutschen Finanzmarktes wurde in der mangelnden Bereitstellung von Risikokapital für junge Unternehmen gesehen. Die Einführung des Geregelten Marktes mit seinen erleichterten Zugangsbestimmungen hat dieses Problem nicht lösen können. Der Durchbruch gelang der Deutschen Börse mit der Einführung des Neuen Marktes im März 1997. Anders als beim Geregelten Markt hat die Börse hierfür ein privatrechtliches Regelwerk entworfen, das aber strengere Anfor-

---

<sup>29</sup> Siehe Pötzsch, Th.; Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 52 (1998), 949-996.

derungen an die Emittenten stellt. So müssen die Emittenten verschärfte Zulassungsvoraussetzungen erfüllen, sie müssen ihre Jahresabschlüsse nach IAS (International Accounting Standards) oder nach US-GAAP erstellen und Quartalsberichte liefern. Bei der Zulassung zur Börse müssen sich die Altaktionäre verpflichten, ihre Aktien nicht vor Ablauf von sechs Monaten zu veräußern. Emissionserlöse aus Kapitalerhöhungen müssen zur Wachstumsfinanzierung verwendet werden.

Völlig unerwartet hat sich der Neue Markt rasant entwickelt, er ist zur führenden europäischen Börse für jüngere Unternehmen geworden. Damit ist die Risikokapitalbeschaffung für solche Unternehmen, die zum Teil auch aus dem Ausland kommen, maßgeblich verbessert worden.

Da junge Unternehmen frühestens nach dreijähriger Existenz an die Börse gehen können, die Finanzierungsprobleme jedoch schon vorher anstehen, wurde mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz auch das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften novelliert. Veräußerungsgewinne werden danach bereits nach einjähriger Beteiligung steuerlich begünstigt, die Anlage- und Refinanzierungsspielräume werden erweitert.

Parallel zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz wurden weitere Gesetze verabschiedet, so

- das Stückaktiengesetz, das Stückaktien erlaubt,
- das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, das u.a. der Verstärkung der Unternehmenskontrolle von außen dient,
- das Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz, das es deutschen Unternehmen, die an ausländischen Börsenplätzen Kapital beschaffen möchten, ermöglicht, ihren Konzernabschluß mit befreiender Wirkung nach international anerkannten Rechnungslegungsstandards zu erstellen, sowie
- das Euro-Einführungsgesetz.

Gegenwärtig ist ein Viertes Finanzmarktförderungsgesetz in Vorbereitung. Darin werden Regelungen zur a) Transparenz und Fairness der Aktienzuteilung bei Erstemissionen, b) zu Unternehmensübernahmen und c) zur internationalen Vernetzung von Börsenhandelssystemen enthalten sein. Auch hiermit sollen der Anlegerschutz

und die internationale Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes gestärkt werden.

## 9 Ein Resümee

Inwieweit ist es in der Bundesrepublik Deutschland nach dem 2. Weltkrieg gelungen, eine Balance zwischen Risikoschutz und Wettbewerbssicherung zu finden? Wo steht Deutschland heute? Nach dem 2. Weltkrieg prägten der liberale deutsche Wirtschaftsminister Ludwig Erhard, die Aufsichtsbehörden für das Kreditwesen sowie das Versicherungswesen und die Verbände der Kredit- und Versicherungswirtschaft die Regulierung des Finanzmarktes. Der Bundesbank kam dabei eine Doppelrolle als Organ der Bankenaufsicht und als Organ zur Sicherung der Geldwertstabilität zu. Die Verbände der Kreditwirtschaft und der Versicherungswirtschaft hatten naturgemäß ebenfalls einen erheblichen Einfluß auf die Regulierung des Finanzmarktes, während die Interessen der Nutzer von Finanzdienstleistungen bestenfalls eine nachgeordnete Rolle spielten. Die Rechte von Privatpersonen wurden jedoch nicht selten durch Gerichtsurteile gestärkt.

Solange es keinen wirksamen internationalen Wettbewerb gab, harmonisierten die Interessen von Aufsichtsbehörden und Verbänden. Die Aufsichtsbehörden unterstützten eine Regulierung, die den Finanzintermediären Gewinne und damit deren Solvenz sicherten. Ein harter Wettbewerb zwischen den Finanzintermediären wurde als Gefahr für beides angesehen. Dies konnte nicht im Interesse der Verbände liegen. Die Regulierung von Finanzintermediären in Deutschland hat daher bis zum Beginn der achtziger Jahre dem Risikoschutz klaren Vorrang vor dem Wettbewerb eingeräumt. Es ist den Aufsichtsbehörden gelungen, Deutschland vor Finanzkrisen zu bewahren. Abgesehen von den Fällen Herstatt und SMH hat es in Deutschland keine größeren Problemfälle im Finanzbereich gegeben.

Dieser Risikoschutz durch Wettbewerbsbeschränkung wurde allerdings durch die internationale Marktöffnung zunehmend fragwürdiger. Große Kunden konnten auf fremden Märkten zu günstigen Konditionen agieren, außerdem Transaktionen vornehmen, die in Deutschland nicht existierten. Ausländischen Finanzintermediären mußte der deutsche Markt geöffnet werden, unter anderem wegen des europäischen

Gemeinschaftsrechts. Die Finanztechnologie der deutschen Intermediäre veraltete zusehends. Daher war es nur eine Frage der Zeit, bis sich der Schutz deutscher Finanzintermediäre vor Wettbewerb als Bumerang erweisen würde, der ihre Gewinne und letztlich ihre Existenz in Frage stellte.

Die Bundesbank hat dies am Anfang der achtziger Jahre erkannt und ihre Politik allmählich geändert. Längst hatte sich London als moderner internationaler Finanzplatz neben New York etabliert. Hohe Gewinne wurden im Investmentbanking erzielt. Die deutschen Banken haben zur Mitte der achtziger Jahre erkannt, welche Chancen in den neuen Finanzinstrumenten liegen, wenn sie mit dem Wissen der modernen Kapitalmarkttheorie genutzt werden. Ein wichtiger Schritt wurde in Deutschland mit der Gründung der Deutschen Terminbörse vollzogen; er hat das Bewußtsein der deutschen Bankenwelt für moderne Finanzmärkte geöffnet.

Der Risikoschutz wird heute bei hartem Wettbewerb angestrebt durch hohe Anforderungen an das Risikomanagement und sorgsame Eigenkapitalunterlegung der Finanzintermediäre, nicht durch Schutz vor Wettbewerb. Damit ist der Konflikt zwischen Risikoschutz und Wettbewerbssicherung partiell entschärft. Er taucht jedoch in anderer Form wieder auf. Soll die Bankenaufsicht kleineren Instituten gestatten, Risiken mit Techniken zu managen, die bei großen Instituten als nicht ausreichend gelten? Eine Privilegierung kleiner Institute widerspricht dem Grundsatz einheitlicher Wettbewerbsbedingungen, kann aber dennoch den Wettbewerb unter den Finanzintermediären verschärfen, indem sie die Zahl kleiner Institute erhöht.

Ein moderner deutscher Kapitalmarkt konnte nicht ohne eine grundlegende Änderung des Finanzmarktrechts geschaffen werden. Der erfolgreiche Einsatz der modernen Finanzinstrumente verlangt mehr Anlegerschutz, nicht durch Verbot von bestimmten Geschäften, sondern durch mehr Transparenz und durch mehr Schutz vor kundenschädigendem Verhalten von Finanzintermediären. Immer deutlicher zeigte sich die Bedeutung anlegerschützender Vorschriften für die Entwicklung des Kapitalmarktes wie für das Wachstum einer Volkswirtschaft<sup>30</sup>. Damit war der Weg für

---

<sup>30</sup> Siehe u.a. Mueller, D. and B. Yurtoglu; Country Legal Environments and Corporate Investment Performance, German Economic Review 1 (2000), 187-200.



die Finanzierungsmarktförderungsgesetze vorgezeichnet. Ein strenger Anleger-schutz ist Voraussetzung für einen erfolgreichen Wettbewerb um internationale Anleger.

Die unabdingbare Weiterentwicklung der deutschen Finanzmarktregulierung kann nicht heißen, die US-amerikanischen Regulierungen einfach zu übernehmen. Denn jede Regulierung sollte auch die wirtschaftspolitischen Überzeugungen im jeweiligen Land widerspiegeln. Zwei Beispiele sollen dies verdeutlichen.

- (1) In den USA setzt sich zunehmend eine kurzfristige Orientierung an Marktwerten durch. So wird auch das mittel- und langfristige Kreditgeschäft zunehmend kurzfristig nach Marktwerten gesteuert. Dies erscheint aus drei Gründen problematisch. Erstens kann die einzelne Bank zwar Risiken kurzfristig handeln, aber die Risiken müssen von anderen übernommen werden. Die Handelbarkeit von Risiken nährt die Illusion, Risiken seien jederzeit abtretbar und damit auch keine Gefahrenquelle für eine Volkswirtschaft. Zweitens ist zu fragen, welcher Informationsgehalt Marktwerten in Krisenzeiten zukommt. Bricht ein Markt zusammen, dann ist der Informationsgehalt der Preise gering. Regulierungen sollten daher nicht blindlings auf Marktwerte abstellen. Drittens besteht die Gefahr, daß bei kurzfristigem Risikomanagement leicht die Konflikte zum langfristigen Risikomanagement übersehen werden<sup>31</sup>.
- (2) Der Informationsgehalt eines Jahresabschlusses wird eingeschränkt, wenn Personalaufwendungen nicht oder nur teilweise ausgewiesen werden. In den USA werden die aus Aktienoptionsprogrammen für Manager und Mitarbeiter resultierenden Personalaufwendungen im allgemeinen nicht in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen.<sup>32</sup> Dies verzerrt den Gewinnausweis und nährt den Verdacht, daß diese Vergütungen vertuscht werden sollen. Eine deutsche Regulierung sollte hier unzweideutig Klarheit schaffen. Auch sollte transparent gemacht werden, welche Hürden für die Ausübung solcher Optionen gesetzt werden, um reine windfall gains auszuschließen, also Ausübungsgewinne, die nichts mit der Leistung der Mitarbeiter zu tun haben.

---

<sup>31</sup> Vgl. Franke, G; Gefahren kurzfristigen Risikomanagements durch Value at Risk. In:Handbuch Risikomanagement, hrsg. v. L. Johanning und B. Rudolph, Bad Soden 2000, Bd. 1. 53-83.

<sup>32</sup> Siehe Hess, D. und Lüders, E.; Do companies exploit accounting rules for broad-based stock option plans? A case study. Diskussionspapier Universität Konstanz 2000.

Deutschland und Europa sollten daher in der Finanzmarktregulierung sorgsam prüfen, in welchen Bereichen sie die US-amerikanische Regulierung übernehmen, aber durchaus auch eigene Wege beschreiten.

Mit den Finanzmarktförderungsgesetzen ist es Deutschland in den vergangenen zehn Jahren gelungen, den Wettbewerbsvorsprung angelsächsischer Länder zu verringern. Dennoch ist die Stellung Londons als führender Finanzplatz in Europa unangefochten. Daran wird auch eine fortentwickelte Regulierung des deutschen Finanzmarktes allein nichts ändern. London ist als rechtskulturelle, sprachliche und politische Schnittstelle zwischen Europa und den USA in einer besonders günstigen Position. Frankfurt am Main kann seine Position nur durch eine konsequente Weiterführung seiner Internationalisierung stärken.