

Deutsches Institut für Bankwirtschaft

Schriftenreihe

Band 9

Die neuen Regulierungen des Bankensektors nach der Finanzkrise - eine kritische Betrachtung der geplanten Maßnahmen

von
Mareike Möller

Herausgegeben von Henrik Schütt

Abstract der Arbeit

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Regulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise. Zunächst werden die Ursachen der Finanzkrise betrachtet. Im Anschluss werden die grundlegenden Funktionsweisen von Derivaten erläutert. Danach werden die wichtigsten Schritte der Politik auf dem Weg der Regulierung des Bankensektors dargestellt. Einzelne Maßnahmen werden detailliert betrachtet. Im Vordergrund stehen Maßnahmen, die gezielt auf OTC-Derivate gerichtet sind, da diese Art der Termingeschäfte bisher nicht vom Staat reguliert wird.

Zitation:

Möller, Mareike (2012):

Die neuen Regulierungen des Bankensektors nach der Finanzkrise - eine kritische Betrachtung der geplanten Maßnahmen

In: Deutsches Institut für Bankwirtschaft – Schriftenreihe, Band 9 (12/2012)

ISSN 1869-635X erhältlich unter:

<http://www.deutsches-institut-bankwirtschaft.de/schriftenreihe/>

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
2 Die Finanzkrise	2
2.1 Die Ursachen	2
2.2 Die Auswirkungen	9
3 Was sind Derivate?	12
3.1 Die Arten von Termingeschäften	12
3.1.1 Unbedingte Termingeschäfte	12
3.1.2 Bedingte Termingeschäfte	14
3.1.3 Swaps	19
3.2 Der Handel von Termingeschäften	19
3.2.1 Over-the-Counter	19
3.2.2 Börsenhandel	20
3.3 Funktionen von Derivaten	21
3.3.1 Hedging	21
3.3.2 Spekulation	21
3.3.3 Arbitrage	22
4 Die wichtigsten politischen Meilensteine der Regulierung	23
4.1 G20-Gipfel in Pittsburgh 2009	23
4.2 G20-Gipfel in Toronto 2010	25
4.3 G20-Gipfel in Seoul 2010	26
4.4 G20-Gipfel in Cannes 2011	27
4.5 G20-Gipfel in Los Cabos 2012	28

5 Die Regulierung von OTC-Derivaten	30
5.1 EMIR.....	30
5.2 Dodd-Frank Act	36
5.3 MiFID II / MiFIR.....	37
5.4 Basel III / CRD IV	37
6 Finanztransaktionssteuer	40
6.1 Was ist die Finanztransaktionsteuer?.....	40
6.2 Die Einführung der Finanztransaktionsteuer auf EU-Ebene.....	40
6.3 Möglichkeiten und Grenzen der Finanztransaktionsteuer	42
6.4 Wirksamkeit der Finanztransaktionsteuer.....	44
7 Fazit.....	46
Literaturverzeichnis	49
Internetverzeichnis	51
Anhang	57

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
CCP	Central Counterparty
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CVA	Credit Value Adjustment
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
FSB	Financial Stability Board
IWF	Internationaler Währungsfonds
LEI	Legal Entity Identifier
LPE	Limited Purpose Entity
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSP	Major Swap Participant
OTC	Over-the-Counter
RW	Risikogewicht
SEC	Securities Exchange Commission
SEF	Swap Execution Facility
SIFI	Systemically Important Financial Institution
SPE	Single Purpose Entity
SPV	Special Purpose Vehicle

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Zinspolitik in den USA und Europa.....	4
Abbildung 2 Preisentwicklung der US-Immobilien.....	8
Abbildung 3 Krisenbedingte Abschreibungen bei deutschen Banken und Versicherungen ..	10
Abbildung 4 Gewinn- und Verlustprofil eines Futures.....	13
Abbildung 5 Die vier Grundpositionen von Optionen.....	15
Abbildung 6 Gewinn- und Verlustprofil eines Calls	15
Abbildung 7 Gewinn- und Verlustprofil eines Puts.....	16
Abbildung 8 Einflussgrößen des Optionspreises	18
Abbildung 9 Sicherheitsmechanismen des CCP.....	32
Abbildung 10 Das Wachstum der Weltwirtschaft 1951-2009.....	57
Abbildung 11 ifo Index und Wachstum der Euro-Zone 1991-2009	57
Abbildung 12 Die ifo Konjunktur-Uhr	58
Abbildung 13 Arbeitslosenquote USA und Deutschland 1970-2009	58
Abbildung 14 Reales BIP 1970-2009, Abweichung vom Trend (%)	59
Abbildung 15 Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe.....	59
Abbildung 16 Die Sparquote der amerikanischen Privathaushalte (1929-2008).....	60
Abbildung 17 Kapitalexport (+) und Import (-) in Relation zum US-BIP.....	60
Abbildung 18 Die Aufteilung der Nettokapitalexporte und -importe.....	61
Abbildung 19 Der Dollarkurs im Vergleich zu den Kaufkraftparitäten	61
Abbildung 20 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Standard & Poor´s-500-Aktien	62
Abbildung 21 Aktienkurse im Vergleich.....	62
Abbildung 22 Verschiedene Anlagen im Vergleich	63
Abbildung 23 Verkauf von Einfamilienhäusern (Neubau) in den USA	63
Abbildung 24 Immobilienpreise in Irland, Großbritannien und Spanien	64
Abbildung 25 Die Hypothekenzinsen	64
Abbildung 26 Risikoprämie am Interbankenmarkt.....	65
Abbildung 27 Überschusseinlagen der Banken bei den Zentralbanken	65
Abbildung 28 Hypothekenkreditaufnahme und Wohnungsbauinvestition.....	66
Abbildung 29 Anteil der US-Haushalte mit Immobilienbesitz.....	66
Abbildung 30 Abgeschlossene Hypothekenkredite im Subprime-Markt	67
Abbildung 31 Anteil von Krediten geringer Bonität an vergebenen Hypothekenkrediten.....	67

Abbildung 32 Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien	68
Abbildung 33 Anteil von Krediten geringer Bonität am Hypothekenmarkt.....	68
Abbildung 34 Die Verbriefungskaskade.....	69
Abbildung 35 Der weltweite Markt für CDO-Papiere.....	69
Abbildung 36 Volumen an CDO-Emissionen	70
Abbildung 37 Die weltweite Verteilung der Abschreibungsverluste	70
Abbildung 38 Abschreibungsverluste in Relation zum Bruttoinlandsprodukt	71
Abbildung 39 Prozentuale Eigenkapitalverluste des Bankensystems.....	72
Abbildung 40 Prognostizierte Gesamtsumme erforderlichen Abschreibungen.....	72
Abbildung 41 Der Bestand an CDS-Absicherungen.....	73
Abbildung 42 Die Kredithürde nach Unternehmensgröße	73
Abbildung 43 Prämie für die Absicherung von Länderrisiken	74
Abbildung 44 Behandlung von Geschäften mit einem zentralen Kontrahenten.....	75

1 Einleitung

Derivate bieten jedem die Möglichkeit zur Spekulation. Häufig werden Spekulationen mit geringeren Volumina an Derivatebörsen abgeschlossen und gehandelt. Die öffentlichen Börsen sind durch Reglementierung und Regulierung gekennzeichnet. Im Gegensatz dazu werden häufig Geschäfte mit großen Volumina bilateral zwischen zwei Vertragspartnern vereinbart, d.h. sie werden Over-the-Counter (OTC) gehandelt. Diese Verträge werden nicht wie börsengehandelte durch Gesetze oder den Staat reguliert. Vertragspartner bei OTC-Geschäften sind häufig Banken, Versicherungen und große finanzstarke Unternehmen.¹ OTC-Derivate sind weitestgehend unkontrolliert. Aufgrund der hohen Volumina stellen sie jedoch eine Gefahr für die Wirtschaft dar, wie die jüngste Vergangenheit gezeigt hat. Um die Risiken, die aus Derivaten resultieren, zu reduzieren, muss eine höhere Transparenz geschaffen werden.² Zusätzlich soll die Kontrolle erhöht werden.³

Das Bedürfnis nach Reglementierung ist besonders in der jüngeren Zeit stark gestiegen, da die neuere Technik und die Handelsplattformen sowie der freie Kapitalverkehr schnellere Reaktionen auf Ereignisse ermöglichen. Die Umsätze sind deutlich gestiegen und so sind die Kursschwankungen größer geworden.⁴ Die Globalisierung und die damit einhergehende intensivere Vernetzung der Wirtschaft verstärken die genannten Effekte.⁵

Die Untersuchung wird sich aus diesen Gründen mit der Regulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise beschäftigen. Zunächst werden die Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise betrachtet. Der Schwerpunkt liegt jedoch bei den Ursachen, da eine detaillierte Ergründung für die Einführung von wirksamen Maßnahmen zur Verhinderung einer erneuten Krise unerlässlich ist. Im Anschluss werden die grundlegenden Funktionsweisen von Derivaten erläutert. Danach werden die wichtigsten Schritte der Politik auf dem Weg der Regulierung des Bankensektors dargestellt. Einzelne Maßnahmen werden daraufhin detailliert betrachtet. Im Vordergrund stehen dabei Maßnahmen, die gezielt auf OTC-Derivate gerichtet sind. Diese Art der Termingeschäfte ist momentan nicht vom Staat reguliert und wird zu wenig kontrolliert. Dadurch sind sie sehr intransparent. Über mögliche Auswirkungen von Maßnahmen konnte in der Finanzkrise nur spekuliert werden. Um eine höhere Transparenz und Kontrolle zu schaffen, ist eine umfassende Regulierung notwendig.

¹ Vgl. Hafner, Wolfgang (2002), S.76.

² Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 8ff.

³ Vgl. ebenda, S. 186.

⁴ Vgl. Merten, Hans-Lothar (2000), S. 22.

⁵ Vgl. ebenda, S. 24.

2 Die Finanzkrise

Die Finanzkrise gilt als eine der größten Erschütterungen des Wirtschaftssystems seit 80 Jahren. Sie war der Auslöser für eine neue Welle an Regulierungen im Bankensektor. Die Vermeidung einer erneuten Krise ist jedoch nur möglich, wenn die Ursachen hinreichend bekannt sind.⁶

2.1 Die Ursachen

Die Ursachen für die Finanzkrise reichen weit in die Vergangenheit zurück, da die Finanzkrise durch das Versagen einer ganzen Wirtschaftspolitik entstand.⁷

In den 70er Jahren existierte bereits in den westlichen Ländern ein international vernetzter Handel. Jedoch war die Finanzbranche zu dieser Zeit durch strenge Richtlinien in ihren Tätigkeiten beschränkt. Nicht nur Kapitalverkehrskontrollen, sondern auch feste Wechselkurse und die starke Reglementierung der eingegangenen Risiken grenzten die Handlungsmöglichkeiten der Banken und Versicherungen ein. Dieses System zerbrach jedoch im Laufe der Zeit.⁸

Die Globalisierung trieb die freien Märkte weiter voran. Zusätzlich führte der Wegfall der Kapitalverkehrskontrollen zu einer Machtsteigerung der Unternehmen. Die Staaten hingegen verloren an Einfluss. Sie mussten um die Gunst der Unternehmen kämpfen, um einen Investitionsabfluss zu verhindern. Die Investoren profitierten immer stärker von der neuen Wirtschaftspolitik. Die Schere zwischen arm und reich öffnete sich zunehmend. Unterstützt wurde der Trend in der Vergangenheit durch den Fall der Berliner Mauer und durch China, da von nun an zusätzlich eine Milliarde preiswerter Arbeitskräfte zur Verfügung standen.⁹

Dies führte zu einem starken Standortwettbewerb und zu sozialen Differenzen. Die einzelnen Standorte weltweit versuchten durch eine hohe Attraktivität Unternehmen anzuziehen. Die Unternehmen profitierten von diesem Wettkampf, jedoch nicht die Arbeitskräfte in Deutschland. Sie mussten trotz starken Wirtschaftswachstums bis 2006 Reallohnverluste im Vergleich zum Jahre 1991 hinnehmen. Besonders stark betroffen waren Geringverdiener bzw. Beschäftigte in Niedriglohnjobs. Die Wirtschaftsunternehmen machten hingegen in dieser Zeitspanne deutliche Gewinne. Dieser Trend konnte auch in anderen Industriestaaten beo-

⁶ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 2.

⁷ Vgl. ebenda, S. 6.

⁸ Vgl. ebenda, S. 6.

⁹ Vgl. ebenda, S. 6f.

bachtet werden. Dies führte weltweit zu einer stärkeren Konzentration des Vermögens.¹⁰ Folgendes Beispiel soll das verdeutlichen: „... ein Prozent der Weltbevölkerung besitzt fast die Hälfte des gesamten Anlagevermögens ...“¹¹

Das überschüssig angehäuften Kapital wird nicht zur Befriedigung der Bedürfnisse nach Waren und Dienstleistungen verwendet, stattdessen wollte man das Kapital anlegen. Dies führte zu einem enormen Wachstum des Finanzsektors. Die Finanzindustrie gewann immer mehr an Macht und Einfluss gegenüber dem Staat. Daraufhin kam es zu einer Welle der Liberalisierung und Deregulierung.¹²

Von besonderer Bedeutung für das starke Wachstum des Finanzsektors war die Privatisierung der Altersvorsorge. Daraus resultierte eine Umschichtung privater Ersparnisse in Finanzprodukte. Die Banken und Versicherungen profitierten aufgrund von zu zahlenden Provisionen und Gebühren von der Entwicklung.¹³

Zusätzlich fielen in Deutschland unter der Führung von Gerhard Schröder und der SPD die Steuern für einen Unternehmensverkauf durch Unternehmen weg. Dieser Erlass machte Deutschland als Standort für Private-Equity-Investoren attraktiv.¹⁴

Die neue Wirtschaftspolitik verführte die Banken, die Eigenkapitalanforderungen von Basel I zu umgehen. Gemäß Basel I mussten Banken ihre Aktiva mit acht Prozent Eigenkapital unterlegen. Dies bedeutete jedoch eine Begrenzung der Geschäftstätigkeiten der Banken. Zunehmend versuchte die Finanzbranche, die Regelungen zu umgehen. Sie wendeten das Prinzip des Leverages an. Unter Leverage, auch Kredithebel genannt, versteht man die Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von zusätzlichem Fremdkapital. Dieser kann sich sowohl positiv als auch negativ auf das Ergebnis auswirken. Daher ist mit dem Leverage auch ein höheres Risiko verbunden.¹⁵

So geschah es auch vor der Finanzkrise. Auslöser waren zinsgünstige Geldaufnahmemöglichkeiten bei den Notenbanken, besonders in den USA und Japan sowie in China und in den arabischen Ländern. Ursache für die Geldpolitik war die vorangegangene Finanzkrise 2000. Grund war das Platzen der damaligen Internetblase. Um die negativen Folgen für die Wirtschaft zu begrenzen, wurde der amerikanische Basiszins stark gesenkt. Dieser lag von 2001 bis 2004 unter der Inflationsrate. In Japan waren die Zinsen generell sehr niedrig.¹⁶

¹⁰ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 7.

¹¹ Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 7.

¹² Vgl. ebenda, S. 7.

¹³ Vgl. ebenda, S. 8.

¹⁴ Vgl. ebenda, S. 8.

¹⁵ Vgl. ebenda, S. 8f.

¹⁶ Vgl. ebenda, S. 9f.



Abbildung 1 Zinspolitik in den USA und Europa

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 54.

Zu dieser Zeit hatten die Banken die Möglichkeit, zu sehr günstigen Konditionen über einen langen Zeitraum Geld aufzunehmen. Durch diese Maßnahmen wurden die Märkte mit Liquidität überschwemmt, sodass die Investmentmöglichkeiten nicht mehr ausreichten. Die Geldmenge stieg dramatisch an. Die Wirtschaft konnte mit dieser Entwicklung nicht Schritt halten. Dies führte zu einem enormen Preisanstieg der Vermögenswerte, auch „asset price inflation“ genannt.¹⁷

Zusätzlich wurde der Effekt durch die chinesische Währungspolitik verstärkt. Chinas Handelsüberschüsse wurden hauptsächlich durch Exporte in die USA und nach Europa erzielt. Um ihre geringen Margen vor dem Wechselkursrisiko zu schützen, entschied sich China zu einem festen Wechselkurs zum Dollar. Eine Währungsaufwertung würde die Wettbewerbsstärke der Chinesen stark reduzieren. Um dies zu vermeiden, musste die chinesische Zentralbank Dollardevisen, die nach China kamen, zu einem festen Kurs kaufen. So häuften sich im Laufe der Zeit gigantische Währungsreserven an, die zum großen Teil in amerikanische Staatsanleihen investiert wurden. Andere Länder, besonders ölexportierende, verfolgten eine ähnliche Währungspolitik. Aufgrund des enormen Investitionsvolumens waren die Zinsen am Kapitalmarkt trotz Zinserhöhungen der amerikanischen Zentralbank weiterhin niedrig. Die niedrigen Zinsen machten eine Kreditaufnahme für einen Hauskauf bzw. -bau für die Bevöl-

¹⁷ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 9f.

kerung attraktiv. Die Häuserpreise stiegen immer weiter an und es entwickelte sich eine Blase.¹⁸

Diese Entwicklung wirkte sich auch auf die hier ansässige Wirtschaft aus. Die Kursgewinne mussten von den Unternehmen bestätigt werden, d.h. die Unternehmen sollten eine ähnliche Entwicklung der Rendite wie die ihrer Kurse vorweisen. Anderenfalls waren sie von einer kreditfinanzierten Übernahme und der damit verbundenen Entlassung des Managements gefährdet. Dies führte zu einem volkswirtschaftlichen Überschuss der Unternehmen im Jahr 2004 und nicht wie üblich zu einem Defizit. Die Überschüsse versuchten die Unternehmen, gewinnbringend am Kapitalmarkt anzulegen. Viele börsennotierte Unternehmen kauften einen Teil ihrer eigenen Aktien zurück, damit sank der Eigenkapitalanteil und der Kurs der Aktie stieg an.¹⁹

Da den Marktteilnehmern die klassischen Finanzinstrumente nicht mehr genügten, wurden neue innovative Finanzprodukte geschaffen. Dabei handelte es sich um verbrieftete Kredite.²⁰ Schon in den 70er Jahren verfolgte die USA das Ziel, dass breite Bevölkerungsschichten Zugang zu Hypotheken und somit zu einer eigenen Immobilie haben. Um dieses Konzept umzusetzen, schuf man für Finanzinstitute die Möglichkeit, Kredite bonitätsschwacher Schuldner an ausgewählte Hypothekenbanken zu verkaufen, um das eigene Risiko zu reduzieren. Für eine bessere Unterscheidbarkeit gab es zwei verschiedene Kreditarten. Die bonitätsstarken Schuldner zählten zum Prime Market, bonitätsschwache Kreditnehmer hingegen gehörten zum Subprime Market. Die höheren Risiken versuchte man, durch schlechtere Konditionen für die Kreditnehmer zu kompensieren.²¹ Da die Liquidität in den USA so groß war, aber nicht genügend bonitätsstarke Kreditnehmer vorhanden schienen, vergab man nun immer leichtfertiger Kredite an fragwürdige Schuldner.²² So vergrößerte sich die Quote der Subprime-Kredite von einem Prozent der Immobilienkredite im Jahre 1993 bis auf zwanzig Prozent 2004.²³ Man vergab mittlerweile Hypotheken an Schuldner ohne jegliches Eigenkapital, Sicherheiten oder einen Job. Scheinbar jeder konnte sich den Traum von einem eigenen Heim erfüllen.²⁴ Mittlerweile gab es keine Risikoaufschläge mehr für die Subprime-Kredite.²⁵ Aufgrund der ständig steigenden Häuserpreise genügte das Haus als einzige Sicherheit. Wenn ein Schuldner zahlungsunfähig wurde, verwertete man das Haus. Die Gläubiger erzielten einen

¹⁸ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 10.

¹⁹ Vgl. ebenda, S. 10f.

²⁰ Vgl. ebenda, S. 11f.

²¹ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 3f.

²² Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 11f.

²³ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 4.

²⁴ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 13f.

²⁵ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 7.

höheren Preis und konnten aus den Verkaufserlösen ihre Forderungen befriedigen.²⁶ Diese Kreditvergabepolitik führte dazu, dass die Käufer bereit waren, fast jeden Preis zu zahlen, da sie an immer weitersteigende Preise glaubten. Preisverhandlungen beim Vertragsabschluss kamen scheinbar zum Erliegen.²⁷

Auch die Konsumenten wollten von dieser Entwicklung profitieren. Sie kauften Häuser nur zum Zweck des gewinnbringenden Weiterverkaufs. Zusätzlich beliehen amerikanische Hausbesitzer ihre Immobilien. Mit den neuen Krediten finanzierten sie ihre Konsumausgaben.²⁸

Um diese gigantischen Volumina an Krediten ausgeben und das daraus entstandene Risiko transferieren zu können, verkauften die Finanzinstitute ihre Kredite.²⁹ So mussten die Aktiva, nicht wie nach Basel I vorgeschrieben, mit Eigenkapital hinterlegt werden. Man hatte die Möglichkeit, weitere Kredite ohne jegliche Begrenzung zu vergeben. Zum Verkauf wurden speziell für diesen Grund Zweckgesellschaften gegründet. Es handelte sich dabei um Special Purpose Vehicles (SPV), Single Purpose Entities (SPE) und Limited Purpose Entities (LPE). Die Kreditgeber vernachlässigten aufgrund des schnellen Verkaufs immer stärker die Bonität der Kreditnehmer. Die Zweckgesellschaften mussten die daraus entstandenen Risiken ebenfalls nicht mit Eigenkapital hinterlegen, da sie die Aktiva nur angekauften hatten, aber die Kredite nicht selber vergaben.³⁰

Zur Refinanzierung fassten die Zweckgesellschaften die Kredite in der Regel zu Schuldverschreibungen, sogenannten asset backed securities (ABS), zusammen und verkauften diese über Dritte am Kapitalmarkt.³¹ Die Wertpapiere wurden dadurch weltweit verkauft. Es wurden aber nicht nur Hypothekenkredite verkauft, sondern auch andere, wie Studenten-, Kreditkarten-, Auto- und Firmenkredite.³²

Die verbrieften Forderungen wurden von Ratingagenturen bewertet. Die Anleger konnten so theoretisch das für sie entstehende Risiko abschätzen. Die Käufer der Wertpapiere erhielten anteilig die Zins- und Tilgungszahlungen der Forderungsschuldner sowie die Verwertungserlöse bei einem Zahlungsausfall.³³

Die Kreativität der Emittenten kannte jedoch keine Grenzen. Die geschnürten Pakete wurden in verschiedene Tranche verpackt. Dem Anleger bot sich scheinbar die Möglichkeit, sein eigenes Risiko zu steuern. Die erste Tranche, die sogenannte Equity-Tranche, bestand aus

²⁶ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 13f.

²⁷ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 7.

²⁸ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 13f.

²⁹ Vgl. ebenda, S. 15.

³⁰ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 9.

³¹ Vgl. ebenda, S. 10.

³² Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 11f.

³³ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 10f.

den risikoreichsten Forderungen. Diese Tranche musste zuerst die Verluste durch Kreditausfälle kompensieren. Für das erhöhte Risiko wurde den Investoren im Gegenzug eine höhere Rendite angeboten. Die zweite Tranche, die Mezzanin-Tranche, sollte nach der Equity-Tranche darüber hinaus entstehende Ausfälle tragen. Die risikoärmste Tranche ist die Senior-Tranche. Die tranchierten Schuldverschreibungen wurden unter dem Namen Collateralized Debt Obligations (CDOs) bekannt. Zusätzlich wurden die CDOs in weitere CDOs eingesetzt.³⁴

Dieses Modell hatte zwei wesentliche Nachteile. Die Verbriefung der Kredite und die Weiterveräußerung an Investoren führten zu einer Intransparenz. Die Risiken waren schwer abzuschätzen.³⁵ Zum anderen gaben die Kreditinstitute Ausfallgarantien. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen zwei verschiedenen Arten. Zum einen übernahmen die Banken in der Regel fünf bis zehn Prozent der Zahlungsausfälle. Zum anderen sorgten sie für ausreichend Liquidität in Zeiten der Knappheit, um fällige Zahlungen an die Anleger leisten zu können. Im Laufe der Zeit entwickelte sich ein Handel mit den Ausfallgarantien, sogenannte credit default swaps (CDS). Man spekulierte mit einem hohen Leverage-Effekt auf das Eintreten eines Ausfalls. In Deutschland mussten die Risiken der CDSs nicht mit Eigenkapital unterlegt werden. Voraussetzung war eine zeitliche Befristung der Ausfallgarantie sowie die Möglichkeit eines einseitigen Widerrufs.³⁶

Die Bewertung der strukturierten Produkte wurde durch die Verbriefung und die Intransparenz für die Rating-Agenturen erschwert. Bestimmt wurde die Ratingnote hauptsächlich von drei verschiedenen Faktoren: der Solvenz der Schuldner der enthaltenden Forderungen, der Tranche und dem Handel. Die Kreditgeber hingegen kümmerten sich durch den Verkauf der Forderungen nicht mehr um eine regelmäßige Überwachung und Überprüfung der Bonität der Schuldner. Die Rating-Agenturen waren wiederum aufgrund des Informationsmangels überfordert und unterschätzten die Risiken der Wertpapiere. Zusätzlich befanden sich die Rating-Agenturen in einem Interessenkonflikt. Auf der einen Seite waren die Emittenten ihre Auftraggeber. Die Rating-Agenturen halfen ihnen bei der Produktentwicklung. Auf der anderen Seite erstellten sie Bewertungen für die neuen Anlagemodelle, auf die sich die Anleger verließen. Die Fehleinschätzungen in den Bewertungen hatten nach Basel II eine zu geringe

³⁴ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 11.

³⁵ Vgl. ebenda, S. 10.

³⁶ Vgl. ebenda, S. 12f.

Eigenkapitalunterlegung zur Folge, da das Rating einen direkten Einfluss auf die Höhe der Eigenkapitalanforderung hat.³⁷

Ab 2007 begannen jedoch die Häuserpreise rapide zu sinken. Zuerst in den USA, danach auch in Großbritannien und Spanien.³⁸

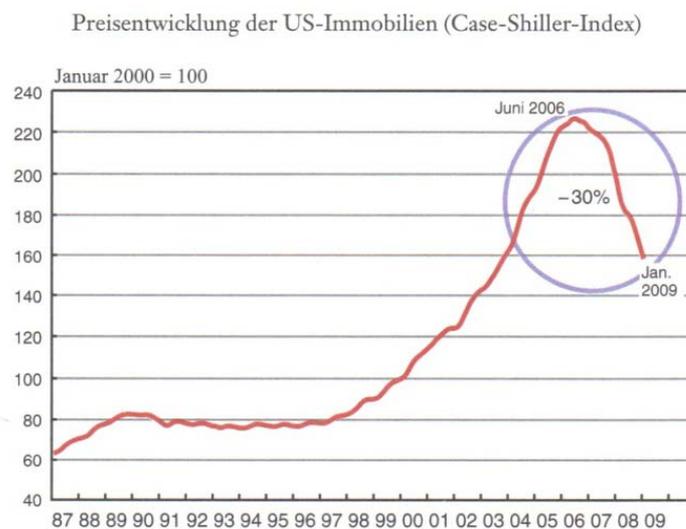


Abbildung 2 Preisentwicklung der US-Immobilien

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 48.

Grund dafür waren die allmählich ansteigenden Zinsen der amerikanischen Notenbank. In den USA gibt es nicht wie in Deutschland eine Zinsbindungsfrist, stattdessen werden amerikanische Hypothekenkredite variabel verzinst. So spürten die Schuldner sofort die Zinssteigerungen. Viele waren aufgrund der höheren monatlichen Belastung nicht mehr in der Lage, ihren Kredit zu tilgen.³⁹ In den USA war die persönliche Haftung eines Schuldners eines Immobiliendarlehens begrenzt. Die detaillierten Regelungen sind vom jeweiligen Bundesstaat abhängig. Zunächst darf die ausstehende Forderung nur aus den Verkaufserlösen der Immobilie befriedigt werden. Bei nicht vollständiger Befriedigung der Ansprüche des Gläubigers kann anschließend auch der Kreditnehmer in Anspruch genommen werden. Diese Möglichkeit wurde jedoch häufig nicht genutzt, da die Kredite an bonitätsschwache Kunden vergeben wurden und so die möglichen Erlöse die Verfahrenskosten überstiegen hätten. Stattdessen verwertete man nur die Immobilien und Grundstücke. Dies war kostengünstiger

³⁷ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 11ff.

³⁸ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

³⁹ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 14.

und ohne die Einschaltung eines Gerichtes möglich.⁴⁰ Die Zahlungsunfähigkeit der Schuldner löste somit eine Verkaufswelle an Immobilien aus. Die Anzahl der Zwangsvollstreckungen stieg in die Höhe.⁴¹ Die Schätzungen belaufen sich auf zwei Millionen.⁴² Aufgrund des gestiegenen Angebots sanken die Immobilienpreise.⁴³ Die fallenden Häuserpreise führten wiederum zu erneuten Kreditausfällen, auch von zahlungsfähigen Schuldner. Durch den Preisverfall waren die Grundstücke häufig weniger wert als der noch zu zahlende Kreditbetrag. Statt den Kreditbetrag zurückzuzahlen, war es für die Eigentümer leichter, ihren Kredit nicht mehr zu tilgen und das Haus aufzugeben. Man erwarb dann eine günstigere Immobilie, ohne den alten Kredit vertragsgemäß zurückzuführen.⁴⁴

Es entstand eine Teufelskreislauf, der die Immobilienpreise immer weiter fallen und die Kreditausfälle stark ansteigen ließ.⁴⁵

2.2 Die Auswirkungen

Aufgrund der hohen Ausfallwahrscheinlichkeit der „Subprime“ oder auch „zweitklassigen“ Anleihen⁴⁶ waren die Wertpapiere auf einmal nur noch ein Bruchstück des Nominalbetrages wert. Durch den Leverage-Effekt wurde die Wirkung zusätzlich verstärkt.⁴⁷ Durch die Vielzahl der neuen strukturierten Produkte war es schwer, die zweitklassigen Kredite zu identifizieren. Der Handel mit den verbrieften Krediten kam zum Erliegen und die Kurse fielen weiter.⁴⁸ Es entstand ein enormer Abschreibungsbedarf. Das Eigenkapital der Banken genügte nicht, um die Verluste zu verkraften. Das Vertrauen an den Märkten wich dem Misstrauen, ob der Kontrahent noch in der Lage war, seine Verbindlichkeiten zu erfüllen.⁴⁹ So breitete sich die amerikanische Krise weltweit aus. In Deutschland waren besonders Banken mit staatlicher Beteiligung betroffen.⁵⁰

⁴⁰ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 6.

⁴¹ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 14.

⁴² Vgl. Wörl, Volker (2009), S. 26.

⁴³ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 14.

⁴⁴ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 8.

⁴⁵ Vgl. ebenda, S. 8.

⁴⁶ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 15.

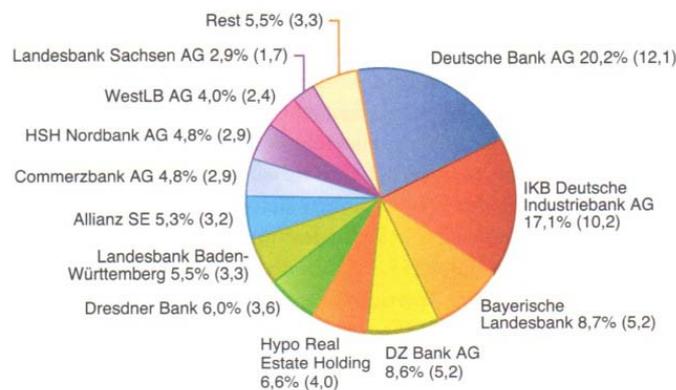
⁴⁷ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁴⁸ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 15.

⁴⁹ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁵⁰ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 15.

Die krisenbedingten Abschreibungen bei den deutschen Banken und Versicherungen (60,1 Milliarden Euro bis Februar 2009)



In Klammern: Absolutbeträge in Milliarden Euro.

Abbildung 3 Krisenbedingte Abschreibungen bei deutschen Banken und Versicherungen

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 188.

Jedoch konnte der Staat die Banken nicht in die Insolvenz gehen lassen, da sie wichtige volkswirtschaftliche Funktionen übernehmen. Zusätzlich sind die Finanzinstitute sehr stark miteinander vernetzt. Eine Zahlungsunfähigkeit eines Instituts hat ab einer gewissen Größe Auswirkungen auf das gesamte System. Dies zeigte auch die Pleite von Lehmann Brothers.⁵¹ Das Vertrauen der Banken war untereinander schwer erschüttert. Niemand wusste, ob weitere Finanzinstitute Lehmann Brothers folgen würden. Durch die Verunsicherung am Markt gaben sich die Banken untereinander keine Kredite mehr, da sie eine Zahlungsunfähigkeit des Kontrahenten befürchteten. Der Interbankenhandel kam damit zum Erliegen. Die Banken wussten nicht, wie viele „giftige Papiere“ der jeweils andere in seinem Portfolio hatte. Die meisten wurden sogar in separate Zweckgesellschaften ausgelagert. So waren diese nicht mehr in der Bilanz des Finanzinstituts ersichtlich.⁵²

Diese Angst wurde zusätzlich durch die CDSs geschürt. Die Finanzbranche hatte Angst vor dem Eintritt von Sicherungsfällen, in denen Zahlungen aus den Swaps fällig wären. Vorsorglich versuchten sie, einen möglichst hohen Liquiditätsbestand aufzubauen. Das Vertrauen in die Rating-Agenturen ging verloren, aber auch viele Finanzanlagen wurden jetzt mit großer Skepsis betrachtet. Die Investoren zogen ihr Kapital zurück.⁵³

⁵¹ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁵² Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 16.

⁵³ Vgl. Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009), S. 14.

Auf die Finanzkrise folgte eine Krise, die auch die reale Wirtschaft bremste.⁵⁴ Da gerade das Wachstum in den USA fremdfinanziert war. Durch die ansteigenden Zinsen wurde die Entwicklung gestoppt.⁵⁵ Zusätzlich fehlten den Unternehmen Kredite von den Finanzinstituten für Investitionen.⁵⁶ Dadurch verschlechterte sich die Bonität der Schuldner. Dies führte zu weiteren Ausfällen und Abschreibungen.⁵⁷ Die negative Stimmung übertrug sich auch auf die Bevölkerung. Der Konsum der privaten Haushalte reduzierte sich spürbar aufgrund zunehmender Zukunftsängste. Der Konsumrückgang wirkte sich auch auf die Unternehmen aus. Investitionsrückgänge, Kurzarbeit, Entlassung und Standortschließungen belasteten die Wirtschaft stark.⁵⁸

Positiv an der Finanzkrise ist jedoch, dass die Staaten erkannt haben, dass eine Regulierung und Kontrolle der Finanzmärkte unerlässlich ist.⁵⁹ Besonders die Intransparenz der OTC-Märkte muss verringert und das Eingehen von hohen Risiken reguliert werden.⁶⁰

⁵⁴ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁵⁵ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 22.

⁵⁶ Vgl. ebenda, S. 16.

⁵⁷ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁵⁸ Vgl. Ferstl, Carola (2009), S. 23.

⁵⁹ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12.

⁶⁰ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 8ff.

3 Was sind Derivate?

„Unter einem Termingeschäft versteht man eine für beide Vertragsparteien bindende (Future) oder wählbare (Option) Verpflichtung über die Lieferung bzw. Abnahme eines Gegenstandes. Dieser muss eine bestimmte Qualität und Quantität aufweisen. Der Preis wird bereits bei Vertragsabschluss festgelegt, obwohl der Erfüllungszeitpunkt erst in der Zukunft liegt.“⁶¹

Als Underlying für Termingeschäfte können die verschiedensten Werte verwendet werden. Zum einen sind Waren (Commodity), aber auch Finanzinstrumente (Financial), wie Währungen, Zinsinstrumente oder Aktienindizes möglich.⁶² Derivate sind ein Nullsummenspiel, d.h. der Gewinn des einen Vertragspartners ist der Verlust des Kontrahenten.⁶³

Derivate sind durch ihre Hebelwirkung gekennzeichnet.⁶⁴ „Der Hebel drückt aus, wie stark der Preis des Derivates auf Kursveränderungen des Basiswertes reagiert.“⁶⁵ Er bildet sich durch die Geschäftsentstehung in der Zukunft.⁶⁶

3.1 Die Arten von Termingeschäften

Grundsätzlich unterscheidet man bei derivativen Finanzinstrumenten drei verschiedene Gruppen - unbedingte und bedingte Termingeschäfte sowie Swaps.

3.1.1 Unbedingte Termingeschäfte

Unbedingte Termingeschäfte unterteilt man in Futures und Forwards. Diese werden als unbedingte Termingeschäfte bezeichnet, da ihre Ausübung an keine Bedingung geknüpft ist.⁶⁷

„Ein relativ einfaches Derivat ist der Forward-Kontrakt. Dabei handelt es sich um die Vereinbarung, ein Gut zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu einem bestimmten Kurs zu kaufen bzw. zu verkaufen.“⁶⁸ Forward-geschäfte werden im Gegensatz zu Futures nicht über die Börse gehandelt. Stattdessen sind es individuelle Verträge zwischen zwei Kontrahenten. Das Erfüllungsrisiko müssen jeweils die beiden Parteien übernehmen. Futures hingegen sind standardisierte Kontrakte, die an einer Börse gehandelt werden.⁶⁹ Die vordefinierten Parameter sind das Underlying, der Wert des Kontraktes, die Fälligkeit, die Vertragserfüllung

⁶¹ Bloss, Michael (2005), S. 53.

⁶² Vgl. Merten, Hans-Lothar (2000), S. 48.

⁶³ Vgl. Hafner, Wolfgang (2002), S. 45.

⁶⁴ Vgl. Hierstetter, Georg (2001), S. 86.

⁶⁵ Ebenda, S. 86.

⁶⁶ Vgl. ebenda, S. 86.

⁶⁷ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.47.

⁶⁸ Hull, John C. (2006), S. 26.

⁶⁹ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.16.

und die zu hinterlegenden Sicherheiten, die sogenannte Margin.⁷⁰ „Ein Finanztermingeschäft (Finanz-Future) ist eine für beide Vertragspartner verbindliche Vereinbarung, einen bestimmten Basiswert zum jetzt vereinbarten Preis in der Zukunft zu liefern oder abzunehmen. Käufer und Verkäufer gehen eine bindende künftige Liefer- und Abnahmeverpflichtung ein.“⁷¹

Es existieren zwei grundsätzliche Varianten, die Kauf- und Verkaufsposition, auch Long- und Short-Position genannt.⁷² Geht ein Investor eine Long-Position ein, ist er verpflichtet, das Underlying am Verfalltag abzunehmen. Der Verkäufer hingegen muss den Basiswert liefern. Beide Positionen sind gegenläufig.⁷³ Dies soll beispielhaft an der nachfolgenden Abbildung demonstriert werden. Zur besseren Visualisierung wird ein Future auf eine Aktie mit einem Basispreis von 100€ verwendet.

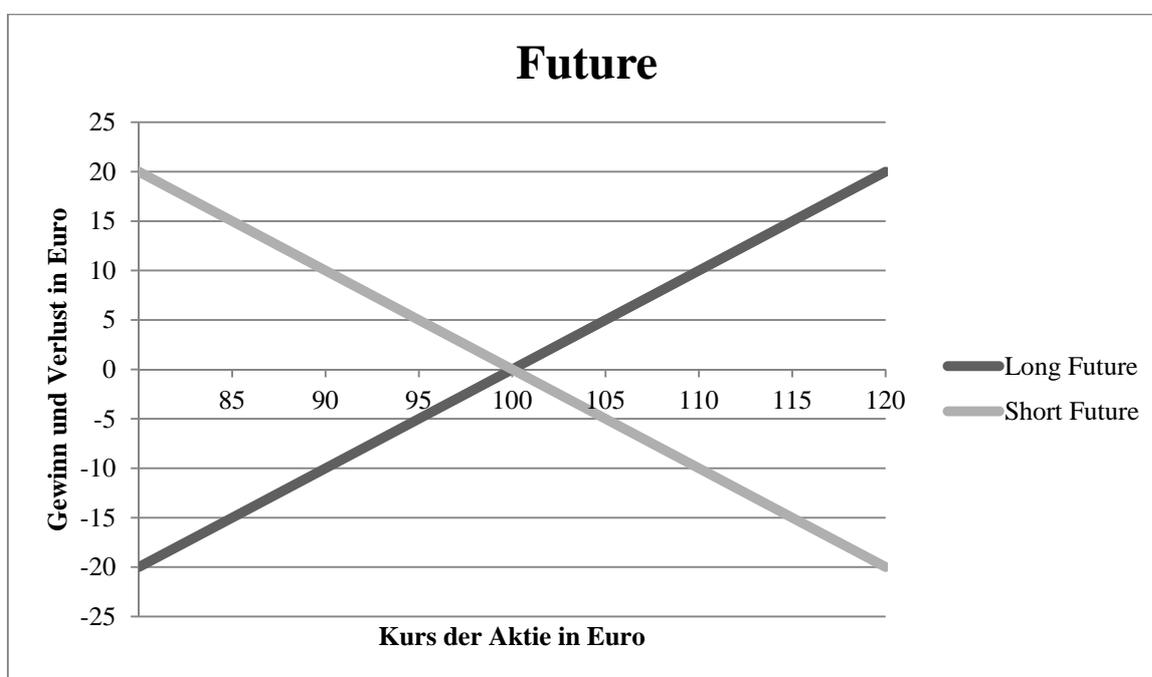


Abbildung 4 Gewinn- und Verlustprofil eines Futures

In Anlehnung an: Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005), S. 298.

Der Käufer eines Futures profitiert von steigenden Kursen. Er erzielt Erträge aus dem Termingeschäft, wenn der Kurs über 100€ dem Future-Preis, liegt. Im Gegensatz dazu profitiert der Verkäufer von einer Kursentwicklung unter 100€. Damit liegt der Break-Even-Preis, also der Punkt an dem die Gewinne die Verluste ausgleichen, beim Future-Preis. Jedoch erfolgt

⁷⁰ Vgl. ebenda, S.19.

⁷¹ Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005), S. 295.

⁷² Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.26.

⁷³ Vgl. Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005), S. 297f.

nur selten eine tatsächliche Lieferung des Underlyings. Häufig wird der Future schon vorzeitig durch ein entsprechendes Gegengeschäft glattgestellt.⁷⁴

Der Preis für einen Future wird hauptsächlich von drei verschiedenen Faktoren beeinflusst. Dazu zählen der aktuelle Kurs des Underlyings, das Zinsniveau am Markt und die Restlaufzeit. Allgemein gilt: der Future ist umso teurer, je höher der Wert des Underlyings, je teurer die Finanzierung und je länger die noch verbleibende Laufzeit ist.⁷⁵

3.1.2 Bedingte Termingeschäfte

Als bedingte Termingeschäfte bezeichnet man Optionen. Diese ähneln einer Versicherung.⁷⁶ „Definieren lässt sich eine Option somit als ein Recht, nicht aber die Verpflichtung, eine festgelegte Anzahl eines zugrunde liegenden Basiswertes (zum Beispiel einer Aktie) während (amerikanische Variante) oder bei Fälligkeit (europäische Variante) einer bestimmten Frist (Laufzeit) zu einem vorher vereinbarten Preis (Basispreis) zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put).“⁷⁷ Der Käufer der Option zahlt die Prämie an den Verkäufer der Option, dem Stillhalter. Der Käufer erhält im Gegenzug das Wahlrecht, seine Option auszuüben oder verfallen zu lassen. Er wird es nur in Anspruch nehmen, wenn es vorteilhaft für ihn ist. Bei einer gegenläufigen Marktentwicklung wird der Optionskäufer keinen Gebrauch von der Option machen. Somit ist sein maximales Verlustpotenzial auf den Optionspreis beschränkt. Das Gewinnpotenzial hingegen ist grenzenlos. Der Verkäufer der Option hat jedoch kein Wahlrecht. Er ist von der Entscheidung des Käufers abhängig. Sein maximaler Gewinn ist die Optionsprämie, wenn die Option nicht ausgeübt wird. Im Gegensatz dazu ist sein Verlustpotenzial fast unbegrenzt.⁷⁸ Der Käufer einer Option hat grundsätzlich zwei Alternativen. Kauft er einen Call und somit das Recht das Underlying zu kaufen, schützt er sich vor steigenden Preisen in der Zukunft. Beim Kauf einer Put- bzw. Verkaufsoption erwartet der Investor jedoch fallende Kurse. Zusätzlich besteht die Möglichkeit, sowohl die Kauf- als auch die Verkaufsoption zu verkaufen.⁷⁹ Dadurch entstehen bei Optionen, im Gegensatz zu unbedingten Termingeschäften, vier verschiedene Grundpositionen, wie in der folgenden Übersicht erkennbar ist.

⁷⁴ Vgl. Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005), S. 297f.

⁷⁵ Vgl. ebenda, S. 299.

⁷⁶ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.46.

⁷⁷ Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.47.

⁷⁸ Vgl. ebenda, S.46ff.

⁷⁹ Vgl. ebenda, S.50.

	Kauf	Verkauf
Kaufoption	Long Call	Short Call
Verkaufsoption	Long Put	Short Put

Abbildung 5 Die vier Grundpositionen von Optionen

In Anlehnung an: Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.59.

Jede der vier Positionen weist ein individuelles Gewinn- und Verlustprofil auf. Dies wird beispielhaft anhand einer Aktienoption mit einem Strike von 100€ veranschaulicht. Die Prämie der Option beträgt 10€. Zunächst wird das Gewinn- und Verlustprofil des Calls und anschließend des Puts dargestellt.

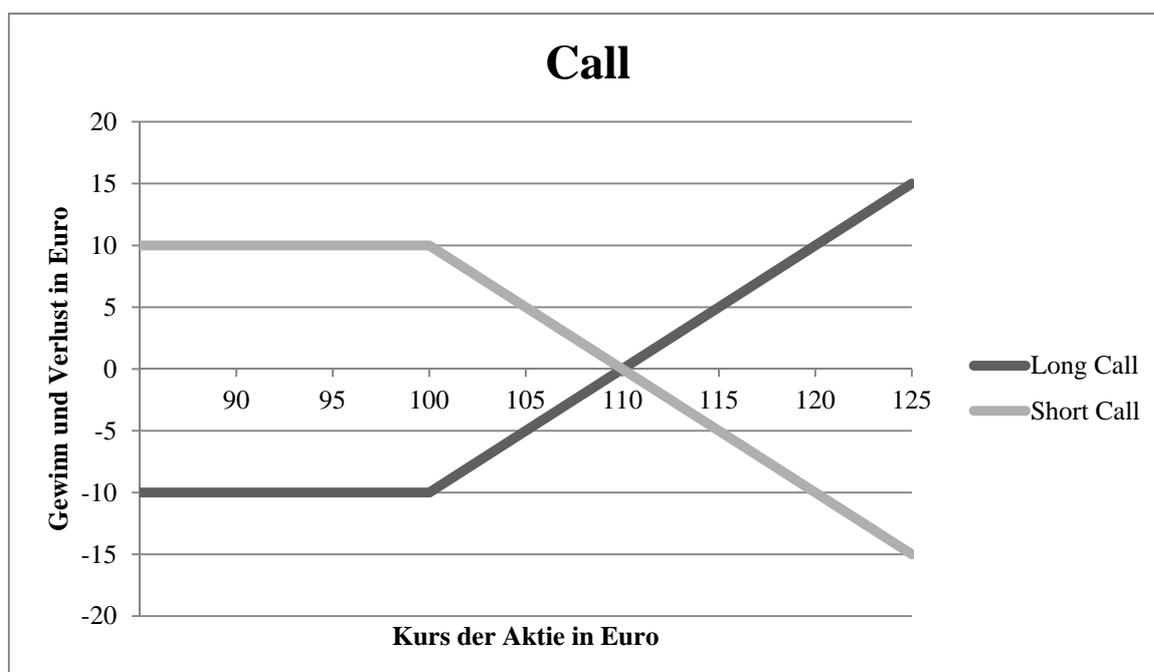


Abbildung 6 Gewinn- und Verlustprofil eines Calls

In Anlehnung an: Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.59f.

Bei dem abgebildeten Call liegt der maximale Verlust für den Käufer bzw. der maximale Gewinn für den Stillhalter bei 10€. Der Break-Even-Punkt liegt bei 110€. Dieser ergibt sich aus dem Strikepreis und dem Optionspreis. Der Käufer erzielt also einen Gewinn, wenn der Kurs des Underlyings über 110€ steigt. Fällt der Preis des Basiswertes unter den Break-Even-Punkt, profitiert der Stillhalter von der Kursentwicklung in Höhe des Optionspreises.

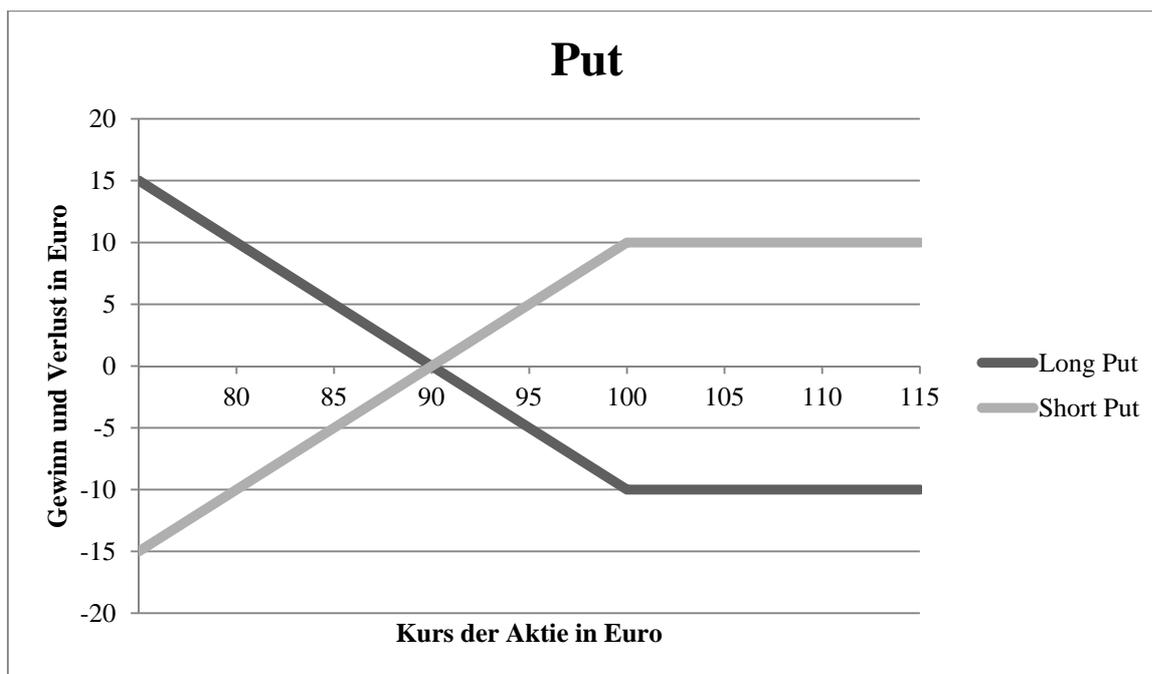


Abbildung 7 Gewinn- und Verlustprofil eines Puts

In Anlehnung an: Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.62f.

Auch bei dem Put ist der maximale Verlust für den Käufer durch die Optionsprämie bei 10€ gedeckelt. Dies stellt auch gleichzeitig den maximalen Gewinn des Stillhalters da. Der Break-Even-Punkt liegt bei 90€. Er ergibt sich aus dem Strikepreis abzüglich der Optionsprämie. Der Käufer des Puts generiert Erträge aus der Option, wenn der Kurs unter 90€ fällt. Steigt der Preis des Underlyings jedoch über 90 € bedeutet dies einen Gewinn für den Verkäufer des Puts.

Für die zuvor dargestellten Gewinn- und Verlustprofile wurde ein Optionspreis von 10€ angenommen. Wie kommt jedoch der Preis in der Realität zustande? Die Prämie, die man für eine Option bezahlt bzw. erhält, besteht aus zwei verschiedenen Komponenten, dem inneren Wert und dem Zeitwert.⁸⁰

⁸⁰ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.64.

„Optionspreis = innerer Wert + Zeitwert“⁸¹

Der innere Wert, auch Ausübungswert genannt, gibt den vorteiligen Betrag bei der sofortigen Ausübung der Option an. Der innere Wert kann deshalb keinen negativen Wert annehmen. Er ist mindestens Null. Ein Call besitzt nur einen inneren Wert, wenn der aktuelle Kurs des Underlyings größer ist als der Basispreis. Im Gegensatz dazu weist ein Put nur dann einen inneren Wert auf, wenn der Kurs des Underlyings sich unterhalb des Strikes befindet.⁸²

Der Zeitwert ergibt sich aus der Differenz zwischen der Prämie und dem inneren Wert. Ist der innere Wert Null, besteht der Optionspreis ausschließlich aus dem Zeitwert. Er ist ein Aufschlag auf den Optionspreis für die Möglichkeit, dass die Option am Verfalltag einen inneren Wert aufweisen könnte. Beeinflussende Faktoren sind zum einen die Restlaufzeit und zum anderen die Volatilität des Underlyings. Mit zunehmender Restlaufzeit und steigender Schwankungsintensität des Basiswertes erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Option werthaltig wird. Die Option besitzt einen höheren Zeitwert und eine damit verbundene teurere Prämie. Die Ursache für dieses Verhalten ist in der asymmetrischen Risikoverteilung begründet. Während der Optionskäufer an vorteilhaften Schwankungen voll partizipiert und bei nachteiligen Entwicklungen die Verluste gedeckelt sind, nimmt der Stillhalter voll an negativen Kursentwicklungen teil. Seine Gewinne hingegen sind auf die Prämie beschränkt, d.h. der Käufer profitiert stärker von vorteilhaften Entwicklungen als der Stillhalter. Am Fälligkeitstag ist der Zeitwert null. Der Preis der Options besteht lediglich aus dem inneren Wert.⁸³

Die Prämie wird hauptsächlich von dem Kurs des Underlyings, der Schwankungsintensität und der Restlaufzeit bestimmt. Zusätzlich wird der Preis einer Option von weiteren Faktoren beeinflusst, wie die nachfolgende Abbildung zeigt.⁸⁴

⁸¹ Bloss, Michael (2005), S. 80.

⁸² Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.65.

⁸³ Vgl. ebenda, S.65ff.

⁸⁴ Vgl. ebenda, S.68f.

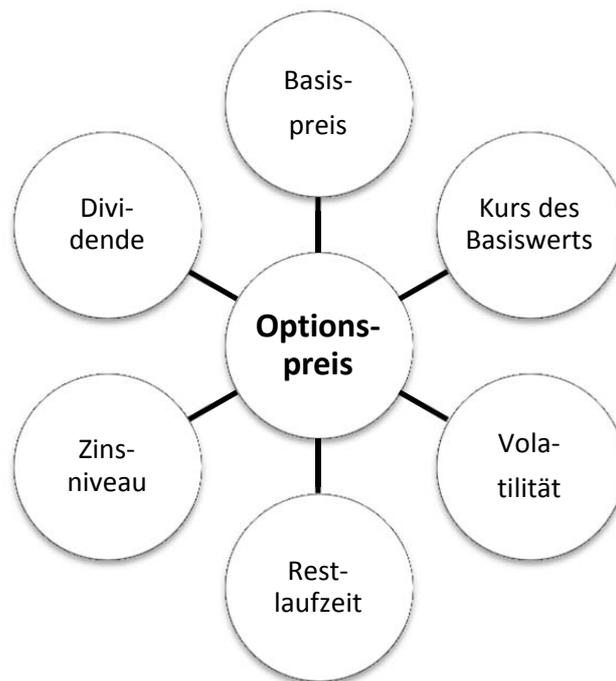


Abbildung 8 Einflussgrößen des Optionspreises

In Anlehnung an: Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.68.

Bei steigenden bzw. fallenden Kursen des Underlyings steigt der innere Wert einer Kauf- bzw. Verkaufposition. Da der Käufer eines Calls den Basiswert zum Strikepreis bezieht und diesen sofort teurer weiterverkaufen kann. Der Käufer eines Puts hingegen kann das Underlying zu einem höheren Preis an den Stillhalter verkaufen und sich das Gut zu einem günstigeren Preis am Markt wiederbeschaffen.⁸⁵

Der innere Wert ist umso höher, je tiefer der Basiswert beim Call bzw. je höher der Basiswert beim Put vereinbart wurde. Dadurch wird auch die Prämie der Option teurer.⁸⁶

Des Weiteren wirken sich die Zinsen am Markt auf den Preis einer Option aus. Da beim Geschäftsabschluss eines Calls zunächst weniger Liquidität als bei einer Direktinvestition in das Underlying benötigt wird, kann der verbleibende Betrag bis zum Verfallstag zu aktuellen Marktkonditionen angelegt werden. Somit profitiert der Käufer eines Calls von steigenden Zinsen. Gegenteilig verhält es sich beim Put, da der Basispreis mit einem höheren Zinssatz diskontiert wird. Dies verringert den Verkaufspreis und führt somit auch zu günstigeren Prämien.⁸⁷

⁸⁵ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.69.

⁸⁶ Vgl. ebenda, S.69.

⁸⁷ Vgl. ebenda, S.71.

3.1.3 Swaps

„Ein Finanzswap ist ein terminiertes Tauschgeschäft über Zahlungsverpflichtungen.“⁸⁸ Es existieren zwei Grundformen von Swaps. Man unterscheidet zwischen Zins- und Währungsswaps.⁸⁹

In der Regel wird bei einem Zinsswap ein fixer Zinsbetrag gegen einen variablen Zinsbetrag, der von einem Referenzzinssatz abhängig ist, getauscht. Diese Art von Derivat wird als Kuponswap bezeichnet. Alternativ können auch zwei variable Zinszahlungen getauscht werden. Hierbei handelt es sich um einen Basisswap. Zinsswaps werden in der Praxis zum Tausch variabler Zinsen in feste Zinsbeträge verwendet, um sich gegen steigende Zinsen abzusichern. Andererseits können Investoren durch den Tausch von fest in variabel an niedrigen Zinsen partizipieren.⁹⁰

Bei einem Währungsswap tauschen die beiden Kontrahenten jeweils das Kapital und die Zinsbeträge verschiedener Währungen. Der Wechselkurs für die Kapitalbeträge wird beim Geschäftsabschluss festgelegt.⁹¹

3.2 Der Handel von Termingeschäften

Der Handel von Derivaten findet entweder bilateral oder über eine Börse statt.

3.2.1 Over-the-Counter

Zwei Vertragspartner können individuelle Termingeschäfte bilateral abschließen, vorausgesetzt beide Kontrahenten besitzen eine gute Bonität.⁹² Denn Derivate dienen den Marktteilnehmern zum Risikotransfer. Aus diesem Grund ist eine umfassende Bonitätsprüfung unerlässlich.⁹³ Zusätzlich versucht man das Kreditrisiko durch das gegenseitige Hinterlegen von Sicherheiten zu reduzieren.⁹⁴

Der Vorteil von OTC-Derivaten liegt in deren Individualität. Die Vertragspartner haben die Möglichkeit, die Kontrakte ihren Bedürfnissen und Vorstellungen anzupassen.⁹⁵ Das Handelsvolumen ist mittlerweile größer als an den Börsen.⁹⁶

⁸⁸ Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005), S. 295.

⁸⁹ Vgl. Merten, Hans-Lothar (2000), S. 45.

⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 45f.

⁹¹ Vgl. ebenda, S. 46.

⁹² Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.50.

⁹³ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 12.

⁹⁴ Vgl. Hull, John C. (2006), S. 248.

⁹⁵ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 12.

⁹⁶ Vgl. Hull, John C. (2006), S. 25.

3.2.2 Börsenhandel

Die Börse fungiert als Kapitalsammel- und Kapitalverteilungsstelle.⁹⁷ Hier werden Anbieter und Nachfrager zusammengebracht. Durch die Vermittlerfunktion der Börse ersparen sich die Marktteilnehmer eine aufwendige Suche nach einem geeigneten Kontrahenten. Stattdessen fungiert die Börse sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer als Vertragspartner.⁹⁸

Um einen effizienten Handel der Kontrakte an der Börse zu ermöglichen, müssen diese festgelegten Standards entsprechen. So sind sie untereinander austauschbar bzw. fungibel.⁹⁹ Die Individualität der Geschäfte wird dadurch stark eingeschränkt.¹⁰⁰

Der Börsenhandel ermöglicht einen liquiden Markt mit hohen Handelsvolumina.¹⁰¹ Nur hier kann ein fairer Preis sowohl für den Verkäufer als auch für den Käufer ermittelt werden.¹⁰²

Die Geld-Brief-Spannen, also die Differenzen zwischen An- und Verkaufskursen, sind an liquiden Märkten eng. Dadurch besteht für die Marktteilnehmer die Möglichkeit, ohne hohe Transaktionskosten auch größere Positionen kurzfristig einzugehen bzw. zu schließen. Ein Geschäft kann vorzeitig durch die Glattstellung der Position, d.h. das Eingehen eines entsprechenden Gegengeschäfts, beendet werden. Dies steigert zusätzlich die Liquidität.¹⁰³

Das Clearinghaus sorgt für eine unkomplizierte, regelkonforme Abwicklung der Geschäfte. Es übernimmt das Kontrahentenrisiko, welches bei OTC-Geschäften besteht, und steht für die Erfüllung des Vertrages ein. Im Gegenzug sind Clearing-Mitglieder, wie Banken und Broker, zur Stellung von ausreichenden Sicherheitsleistungen verpflichtet. Diese dienen im Falle eines Zahlungsausfalls zur Befriedigung der offenen Forderungen. Private Investoren können kein direktes Clearing-Mitglied werden. Sie müssen ein Konto bei einem Mitglied führen.¹⁰⁴ Durch die Sicherheitsmechanismen entfällt für die Investoren die Kontrolle der Kontrahentenbonität.¹⁰⁵

Die eingegangenen Positionen werden täglich durch das Clearinghaus mittels einer Mark-to-Market-Methode zu Abrechnungskursen bewertet. Entwickelt sich der Markt gegen die eingegangene Position wird eine erhöhte Sicherheitsleistung erforderlich, ein sogenannter Margin Call. Dieser muss vor dem nächsten Handelsbeginn beglichen werden. Bei Unterlassung

⁹⁷ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 7.

⁹⁸ Vgl. Jungblut, Michael (2004), S. 238.

⁹⁹ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.16.

¹⁰⁰ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 12.

¹⁰¹ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.22.

¹⁰² Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 16.

¹⁰³ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.22.

¹⁰⁴ Vgl. ebenda, S.23f.

¹⁰⁵ Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 12.

kann es zu einer Zwangsschließung der Position kommen. Entwickelt sich der Markt hingegen positiv für den Investor, vermindert sich die erforderliche Sicherheitsleistung. Bei börsengehandelten Positionen findet ein täglicher Gewinn- und Verlustausgleich statt, im Gegensatz zu OTC-Geschäft. Hier erfolgt der Ausgleich erst zum Verfallszeitpunkt.¹⁰⁶

3.3 Funktionen von Derivaten

Der Handel mit Derivaten dient dem Risikotransfer, d.h. Marktteilnehmer können ihre Risiken auf andere übertragen.¹⁰⁷ Es gibt drei verschiedene Arten von Investoren an den Terminbörsen. Dazu zählen die Hedger, die Spekulanten und die Investoren, die versuchen risikofrei Gewinne zu erzielen.

3.3.1 Hedging

Häufig sind Hedger Unternehmen, die in der Wirtschaft tätig sind. Ihr vorrangiges Ziel ist es nicht, aus Finanzinstrumenten einen möglichst hohen Gewinn zu erzielen. Stattdessen versuchen sie, ihre Erträge aus den betrieblichen Aktivitäten zu schützen.¹⁰⁸ Derivate nutzen die Unternehmen zur Absicherung von Preisen in der Zukunft und sorgen so für eine feste Kalkulationsgrundlage. Damit reduzieren sie ihre Unsicherheiten.¹⁰⁹ Aufgrund der gegenläufigen Wertentwicklungen werden ihre Verluste durch Kurschwankungen mit Hilfe der Gewinne aus den Derivaten ausgeglichen und umgekehrt.¹¹⁰ Die Unternehmen können sich so auf das Kerngeschäft fokussieren.¹¹¹

Sie haben die Wahl zwischen einer vollständigen oder nur einer begrenzten Absicherung. Dies wirkt sich enorm auf das Chancen-Risiko-Profil aus. Bei einem vollständigen Hedge werden die Chancen auf einen höheren Gewinn eliminiert, im Gegenzug aber auch die Risiken minimiert. Der unvollständige Hedge hingegen bietet die Chance, einen höheren Ertrag zu generieren. Dies ist jedoch mit dem Eingehen von Risiken verbunden.¹¹²

3.3.2 Spekulation

Gerade in den letzten Jahren war in der Presse immer wieder die Rede von Spekulanten. Ihr einziges Interesse liegt darin, durch ihre Aktivitäten am Markt Gewinne zu generieren. Dies wird in der Öffentlichkeit häufig negativ interpretiert. Jedoch benötigt man Spekulanten für

¹⁰⁶ Vgl. Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004), S.24f.

¹⁰⁷ Vgl. ebenda, S.17.

¹⁰⁸ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 201.

¹⁰⁹ Vgl. ebenda, S. 16.

¹¹⁰ Vgl. Merten, Hans-Lothar (2000), S. 49ff.

¹¹¹ Vgl. Hafner, Wolfgang (2002), S. 51.

¹¹² Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 201.

einen funktionierenden Finanzmarkt, da sie bereit sind, die Risiken von anderen zu übernehmen. Sie nehmen die Gegenposition aufgrund von komplementären Interessen zu den Hedgern ein.¹¹³ Dies zeigt ein einfaches Beispiel: wenn es zu Preissteigerungen kommt, wollen die produzierenden Unternehmen ihre Erzeugnisse in der Regel verkaufen und die Spekulanten wollen häufig die Produkte kaufen.¹¹⁴

Durch ihre Investments ermöglichen sie einen liquiden Markt. Davon profitieren auch die Unternehmen, die durch Derivate ihre Risiken hedgen wollen. Da so die Voraussetzung für das Aufbauen und das Schließen von großen als auch kleinen Positionen ohne große Preis- und Kursschwankungen geschaffen wird.¹¹⁵

Auf der anderen Seite können Spekulationen gerade in unruhigen Phasen schnell zu Übertreibungen führen. Häufig kommt es zu einer Übertragung der Ausbrüche auf andere Marktsegmente. Termingeschäfte sind nicht der Auslöser für solche Entwicklungen am Markt, aber sie können diesen Trend intensivieren, da Derivate nicht nur die Zukunftserwartungen der Marktteilnehmer ausdrücken, sondern auch einen eigenen Antrieb entwickeln können.¹¹⁶

3.3.3 Arbitrage

Die Arbitrageure versuchen, einen risikolosen Gewinn zu erzielen. Sie nutzen hierzu Preisabweichungen an verschiedenen Handelsplätzen aus. Damit tragen die Arbitrageure ebenfalls zu liquiden Märkten bei.¹¹⁷

¹¹³ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 198.

¹¹⁴ Vgl. Williams, Larry (2006), S. 12.

¹¹⁵ Vgl. Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995), S. 198.

¹¹⁶ Vgl. Merten, Hans-Lothar (2000), S. 24f.

¹¹⁷ Vgl. Bloss, Michael (2007), S. 68.

4 Die wichtigsten politischen Meilensteine der Regulierung

Nach der Finanzkrise wurde der Druck auf die Politik immer größer, die Finanzbranche zu regulieren und so eine zukünftige Krise zu verhindern. Um geeignete Maßnahmen zu entwickeln, gab es in der Vergangenheit wichtige politische Treffen.¹¹⁸ Es soll eine weltweit einheitliche Regulierung des Finanzsektors erfolgen.¹¹⁹ Die G20-Gipfel schienen dafür einen geeigneten Rahmen darzustellen. Sie existieren seit 1999. Die G20 stellt keine internationale Organisation dar, stattdessen handelt es sich um einen Zusammenschluss von Staats- und Regierungschefs der jeweiligen Mitgliedsstaaten. Dazu zählen 19 Industrie- und Schwellenländer sowie die Europäische Union.¹²⁰ Zu beachten ist jedoch, dass die G20-Gipfel lediglich einen informellen Charakter besitzen, d.h. die Mitglieder können nicht zur Umsetzung der Beschlüsse gezwungen werden.¹²¹

Die wichtigsten Ergebnisse bezüglich des Finanzsektors werden in den folgenden Kapiteln vorgestellt.

4.1 G20-Gipfel in Pittsburgh 2009

Der G20-Gipfel fand am 24.09.-25.09. in Pittsburgh, Amerika statt.¹²² Am Weltfinanzgipfel nahmen die 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländern teil.¹²³ In diesem Rahmen sollten wichtige Probleme der Wirtschaft und des Finanzsektors besprochen werden.¹²⁴

Die deutschen Vertreter, die Bundeskanzlerin Angela Merkel und der Bundesfinanzminister Peer Steinbrück, forderten schon vor dem Beginn des Treffens eine weitreichende Regulierung des Finanzsektors, aber auch der Finanzmärkte.¹²⁵

Auf der Tagesordnung stand eine Vielzahl von Themen, die zum Großteil den Zweck hatten, die weltweiten Finanzmärkte zu regulieren und kontrollieren. Die wichtigsten Beschlüsse für die Finanzbranche werden im Folgenden kurz zusammengefasst.¹²⁶

Einer der größeren Schwerpunkte stellte der Themenkomplex der Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute dar. Die Politik forderte von den Banken zum einen qualitativ hochwertigeres Kapital und zum anderen eine höhere Ausstattung. Höhere Risiken sollen in Zukunft stärker

¹¹⁸ Vgl. Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009), S. 12f.

¹¹⁹ Vgl. Sinn, Hans-Werner (2009), S. 13.

¹²⁰ Vgl. Kooperation International (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²¹ Vgl. Rose, David (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²² Vgl. Pinet, Michel (2012), S.1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²³ Vgl. Spiegel Online (2009b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²⁴ Vgl. RP Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²⁵ Vgl. Spiegel Online (2009a), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²⁶ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

reglementiert werden. Zusätzlich sollen die Banken einen zyklischen Kapitalpuffer in wirtschaftlich guten Zeiten aufbauen.¹²⁷ So werden die Eigentümer stärker an Verlusten in Krisenzeiten beteiligt.¹²⁸ Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Ausweitung der strengen Regelungen von Basel II wider. Bis 2011 soll an allen großen Finanzplätzen der G20-Staaten Basel II gelten. Zudem soll eine Kennzahl eingeführt werden, die die Verschuldung der Finanzinstitute unabhängig von den eingegangenen Risiken bremst. Diese Kennzahl wird auch als „leverage ratio“ bezeichnet.¹²⁹

Auch die Regulierung der OTC-Derivate war ein Diskussionsthema auf dem G20-Gipfel. Die standardisierten Derivate sollen ab Ende 2012 über eine Börse oder eine elektronische Plattform abgeschlossen werden. Als zusätzliche Sicherheit sollen die Geschäfte über eine „zentrale Gegenpartei“ abgewickelt werden. Sie dient einerseits als Mittelsmann zwischen den Kontrahenten und auf der anderen Seite soll sie das Risiko der nicht börsengehandelten Derivate reduzieren.¹³⁰ Nach dem Vertragsabschluss werden die Geschäfte an einen zentralen Datenspeicher gemeldet.¹³¹ Wird diese Möglichkeit nicht genutzt, muss das daraus entstandene höhere Risiko mit mehr Eigenkapital unterlegt werden.¹³² Zusätzlich soll die Transparenz bezüglich der Preise an den Märkten erhöht werden.¹³³

Neben den Derivaten stellten auch die Großbanken die Staaten in Zeiten der Finanzkrise vor erhebliche Herausforderungen. Die Zahlungsunfähigkeit eines großen Finanzinstituts könnte die Funktionsfähigkeit des gesamten wirtschaftlichen Systems bedrohen. Diese Unternehmen werden als „systemrelevante Banken“ bezeichnet. Diese müssen einen Notfallplan für den Fall einer Insolvenz aufstellen.¹³⁴ Diese Großbanken müssen mit erhöhten Eigenkapitalanforderungen rechnen. Die Höhe ist abhängig von der Größe des Unternehmens, der Vernetzung mit der Wirtschaft und dem eingegangenen Risiko.¹³⁵ Auch die Anforderungen an Stresstests werden erhöht. Der Staat möchte sich durch diese Maßnahmen von dem Druck befreien, systemrelevante Banken in einer Notlage retten zu müssen. Sie wollen den Banken diese Sicherheit nehmen.¹³⁶ Es wurde zudem auch über Strategien zur Rückführung der vergebenen staatlichen Hilfen diskutiert.¹³⁷

¹²⁷ Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²⁸ Vgl. Spiegel Online (2009c), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹²⁹ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁰ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³¹ Vgl. Pinet, Michel (2012), S.1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³² Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³³ Vgl. Pinet, Michel (2012), S.1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁴ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁵ Vgl. RP Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁶ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁷ Vgl. RP Online (2009), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

Nicht nur die Staaten, sondern auch die Finanzaufsichten sollen mehr Spielraum und Macht erhalten. Auch für den Internationalen Währungsfonds (IWF) wurden entscheidende Änderungen beschlossen. Die Entwicklungs- und Schwellenländer forderten mehr Einflussmöglichkeiten. Um ihnen ein höheres Mitspracherecht einzuräumen, werden die Quoten um fünf Prozentpunkte verschoben. Davon profitieren die Länder, die in der Vergangenheit ein starkes Wirtschaftswachstum vorweisen konnten, aber dennoch ein relativ geringes Mitspracherecht besaßen, wie z.B. China.¹³⁸

Ebenfalls sollen die Bilanzierungsregeln nahezu weltweit harmonisiert werden. Die Umsetzung war für Juni 2011 geplant.¹³⁹

Zusätzlich sollen die Steueroasen eliminiert werden.¹⁴⁰ Dazu zählen Länder, die sich weigern Informationen über Steuern preiszugeben.¹⁴¹

Auch die Vergütung der Banker soll in Zukunft gesetzlich geregelt sein. Es ist geplant, die Bonuszahlungen nicht an den kurzfristigen Profit zu knüpfen. Stattdessen stehen langfristige Ziele und Nachhaltigkeit im Vordergrund. Es wurde überlegt, dass ein Bestandteil des Gehalts der Manager Aktien des Finanzinstituts bilden. Dies soll die Manager an der Unternehmensentwicklung beteiligen. Sie profitieren von einem Wachstum, müssen aber auch in schlechten Zeiten Verluste mittragen. Zusätzlich soll die Möglichkeit geschaffen werden, dass unrealistische Bonuszahlungen korrigiert werden können.¹⁴²

Der Bankensektor befürchtete jedoch durch die strenge Regulierung der Finanzbranche verminderte Gewinne sowie einen erneuten Rückfall der Kreditinstitute.¹⁴³ Durch eine zu rasante Einführung der Eigenkapitalanforderungen könnte eine Kreditklemme ausgelöst werden.¹⁴⁴

4.2 G20-Gipfel in Toronto 2010

Auch am 24.6.-26.6. in Toronto wurden wesentliche Beschlüsse gefasst, die ebenfalls die Finanzbranche betrafen. Im Vordergrund standen die Folgen der Finanzkrise und in welcher Höhe die Banken die verursachten Kosten mittragen müssen, sowie auf welche Art dies geschehen soll.¹⁴⁵

Zum einen wurde eine Sanierung der Staatshaushalte beschlossen. Die reichen Industriestaaten verpflichteten sich, bis 2013 ihre Haushaltsdefizite zu halbieren. Ab 2016 sollen dann die

¹³⁸ Vgl. ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹³⁹ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁰ Vgl. Manager Magazin Online (2009), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴¹ Vgl. RP Online (2009), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴² Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴³ Vgl. Spiegel Online (2009b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁴ Vgl. Spiegel Online (2009d), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁵ Vgl. boerse-express.com (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

aufgebauten Staatsschulden reduziert werden. Die Schwellenländer sind von diesen Regelungen befreit. Hier spielen jedoch auch die Konjunkturprogramme und ihre Laufzeit eine entscheidende Rolle. Wie zuvor in Pittsburgh wurde über eine Rückführung oder Verlängerung der Konjunkturpakete diskutiert. Die Meinungen zu diesem Thema waren sehr vielfältig. Während die Europäische Union zur Haushaltsdisziplin aufgefordert hatte, hielt die USA hingegen einen Fortbestand der Konjunkturprogramme für erforderlich, selbst wenn dies eine weitere Fremdkapitalaufnahme bedeutet.¹⁴⁶ Man hatte Angst, durch zu strenge Sparmaßnahmen das Wachstum der Wirtschaft zu zerstören. Stattdessen will man die Erholung der Wirtschaft durch Konjunkturpakete weiterhin unterstützen.¹⁴⁷

Um auch die Banken an den Kosten zu beteiligen, schlugen Deutschland und Frankreich die Einführung der Finanztransaktionsteuer vor. Der Vorschlag wurde jedoch abgelehnt, da viele dies als zusätzliche Belastung für den Finanzsektor wahrnahmen. Dennoch versucht man weiterhin, die Einführung einer Finanztransaktionsteuer innerhalb der Europäischen Union voranzutreiben.¹⁴⁸

Eine andere Möglichkeit zur Beteiligung der Banken ist die Bankenabgabe. Doch auch hier konnten sich die G20-Mitglieder nicht einigen. Die Europäische Union und die USA sind Befürworter dieser Abgabe. Jedoch gibt es zu viele Widersacher, deshalb wird über eine nationale Umsetzung diskutiert.¹⁴⁹

Man kann also sehen, dass eine umfassende weltweite Regulierung der Finanzmärkte in Toronto nicht beschlossen werden konnte. Es konnte bei vielen Punkten keine Einigung erzielt werden.¹⁵⁰

4.3 G20-Gipfel in Seoul 2010

Auch beim zweiten Gipfel des Jahres im November ergaben sich Neuigkeiten für die Finanzbranche hinsichtlich der Regulierung.¹⁵¹

Zum einen kam es beim Internationalen Währungsfonds zu einer Umverteilung zugunsten der Schwellenländer. Verlierer dieser Umverteilung waren die westlichen Industrieländer.¹⁵²

Zum anderen konnte in Seoul nach einem langen Prozess Basel III beschlossen werden. Somit wurden zwei Jahre nach der Finanzkrise die ersten gravierenden Maßnahmen zur Verhin-

¹⁴⁶ Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁷ Vgl. tagesschau.de (2010a), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁸ Vgl. boerse-express.com (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁴⁹ Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁰ Vgl. Goffart, Daniel (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵¹ Vgl. mz-web.de (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵² Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

derung einer erneuten Finanzkrise auf den Weg gebracht.¹⁵³ Dies war einer der bedeutendsten Beschlüsse in Seoul. Er muss jedoch noch in den einzelnen Ländern verwirklicht werden. Leider zeigen Beispiele aus der Vergangenheit, wie Basel II, dass das selten schnell und reibungslos abläuft.¹⁵⁴ Basel III enthält Regeln für die Bankenlandschaft.¹⁵⁵ Die Banken sollen eine stärkere Risikovorsorge als in den vergangenen Jahren betreiben.¹⁵⁶ Die Politik beschließt sowohl qualitativ als auch quantitativ höhere Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung der Banken. Um dies zu erreichen, können entweder Gewinne nicht ausgeschüttet werden oder die Banken versuchen, sich das Eigenkapital über die Kapitalmärkte zu beschaffen. Die Eigenkapitalanforderungen werden schrittweise bis 2019 erhöht, um die Belastung der Finanzinstitute zu reduzieren.¹⁵⁷ Zusätzlich konnte man sich auf einen Kapitalpuffer für die Banken einigen. Diese Maßnahmen sollen die Banken in Krisenzeiten stärken. So versuchen die Staaten, die Steuerzahler vor erneuten Belastungen zu bewahren.¹⁵⁸ Jedoch waren beide Beschlüsse wenig überraschend.¹⁵⁹

Auch die Währungspolitik stand auf der Tagesordnung. Man strebt flexible Wechselkurse an, um eine Chancengleichheit zu schaffen. Wettbewerbsvorteile durch Eingriffe auf den Wechselkurs sollen in Zukunft wegfallen. Details wurden jedoch noch nicht festgelegt.¹⁶⁰

4.4 G20-Gipfel in Cannes 2011

Auch 2011 trafen sich die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten angesichts der angespannten wirtschaftlichen Situation, verursacht durch die Unsicherheiten in Griechenland und die bestehende Gefahr einer Rezession. Aber auch die Regulierung des Bankensektors findet man als Themenkomplex auf der Tagesordnung.¹⁶¹

Ein weiteres Problem in der Finanzkrise stellten die Schattenbanken dar. Darunter versteht man Hedgefonds, die Bankengeschäfte tätigen, aber dennoch nicht als Kreditinstitute gelten. Dabei gehen sie häufig riskante Geschäfte mit hohen Volumina ein. Dennoch wurde deren Kontrolle vernachlässigt. Daher bestand in der Vergangenheit die Gefahr, dass die Finanzinstitute Geschäfte, die mit einem besonders hohen Risiko behaftet waren, in die Schattenbanken auslagern. Die Institute versuchten so, Kontrollen und eine strengere Reglementierung zu

¹⁵³ Vgl. tagesschau.de (2010b), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁴ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2010), S.2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁵ Vgl. Süddeutsche.de (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁶ Vgl. Spiegel Online (2010), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁷ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung (2010), S.2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁸ Vgl. mz-web.de (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁵⁹ Vgl. Spiegel Online (2010), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁰ Vgl. mz-web.de (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶¹ Vgl. Rose, David (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

umgehen.¹⁶² Das Volumen der Schattenbanken ist von 2002 bis 2010 von 25 Billionen US-Dollar auf 60 Billionen US-Dollar gestiegen.¹⁶³ Deshalb war die Bekämpfung der Schattenbanken ein wichtiges Thema. Jedoch war man nicht in der Lage, konkrete Maßnahmen zu beschließen.¹⁶⁴

Anders war dies beim Thema systemrelevante Banken. Es wurde eine Liste mit den 20 weltweit systemrelevanten Banken erstellt.¹⁶⁵ Sie werden verpflichtet, Geschäfte mit mehr Eigenkapital zu unterlegen.¹⁶⁶ Dabei handelt es sich um 1,0 bis 2,5 Prozent. Dies ist abhängig von den eingegangenen Risiken und den Geschäften.¹⁶⁷

Bei der Finanztransaktionsteuer konnte jedoch wieder keine Einigung erzielt werden.¹⁶⁸

Aber auch die Währungspolitik war ein Bestandteil des Gipfels. Wie schon bei den vorherigen Treffen sprach man sich für flexible Wechselkurse aus. Zusätzlich möchte man sich von der Leitwährung, dem Dollar, lösen. Andere Währungen von wichtigen Schwellenländern, wie China und Brasilien, sollen davon profitieren und an Bedeutung gewinnen. Zusätzlich diskutierten die Teilnehmer über die Steuerung des Devisenverkehrs in Schwellenländern. Auf der einen Seite führt eine vermehrte Investitionstätigkeit zu einer Aufwertung der Währung. Dies stellt aber einen Wettbewerbsnachteil für die Exporteure in den Ländern dar. Andererseits wirkt sich auch ein enormer Mittelabfluss negativ auf die Wirtschaft der Schwellenländer aus. Um dies zu regulieren, wird häufig in Schwellenländern der Kapitalfluss gesteuert. In Zukunft sollen Maßnahmen des Staates nur die Notlösung darstellen.¹⁶⁹

Auch die ungeliebten Steueroasen standen auf der Tagesordnung des G20-Gipfels. Man fokussierte sich dabei besonders auf elf Finanzplätze. Man konnte sich auf einen stärkeren Informationsaustausch in der Zukunft einigen.¹⁷⁰

4.5 G20-Gipfel in Los Cabos 2012

Dieses Jahr trafen sich die G20-Teilnehmer am 18. und 19. Juni in Los Cabos, Mexiko.¹⁷¹ Der Fokus bei dem G20-Gipfel lag auf der bedenklichen Situation der Weltwirtschaft. Dies

¹⁶² Vgl. Rose, David (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶³ Vgl. Fokus Online (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁴ Vgl. Rose, David (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁵ Vgl. n-tv (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁶ Vgl. Rose, David (2011), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁷ Vgl. Spiegel Online (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁸ Vgl. n-tv (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁶⁹ Vgl. Rose, David (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁰ Vgl. Spiegel Online (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷¹ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

spiegelt sich auch in der hohen Volatilität der Märkte wieder. Gemeinsam verfolgt man das Ziel, die Weltwirtschaft zu stärken.¹⁷²

Zu diesem Zweck wurde erneut über die Regulierung der Finanzmärkte diskutiert und die Wichtigkeit dieses Themas betont.¹⁷³ „In der Abschlusserklärung wiederholten die G20 ihre Selbstverpflichtung zu einer fristgerechten, vollständigen und konsistenten Umsetzung der beschlossenen Reformen und betonen, dass diese sowie die Bewältigung noch offener Regulierungsaufgaben zentral seien, um eine zukünftige Krise zu verhindern.“¹⁷⁴

Ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung war die Stärkung des Financial Stability Boards (FSB). Es ist so in der Lage, zukünftig internationale Standards für die Finanzmärkte zu kreieren und leichter durchzusetzen. Zusätzlich einigte man sich auf die Einführung von Legal Entity Identifier (LEI). Sie sollen zur einwandfreien Identifikation von Kontrahenten dienen und somit die Transparenz an den Finanzmärkten erhöhen. Des Weiteren arbeitete man an den Systemically Important Financial Institution (SIFIs). Thematisiert werden die systemrelevanten Banken sowie nationalrelevante Kreditinstitute und Nichtbanken.¹⁷⁵ Spätestens im November 2012 soll der Finanzstabilitätsrat seine Ideen für die Aufspaltung und Abwicklung von großen Finanzinstituten, die sich in einer Notlage befinden, präsentieren.¹⁷⁶ Weitere Themen waren die Bekämpfung der Schattenbanken sowie die Regulierung außerbörslich gehandelter Termingeschäfte. Besonders engagiert haben sich hierbei die EU, die USA und Japan.¹⁷⁷

Letztlich muss festgestellt werden, dass die Beschlüsse dieses Gipfels nicht ausreichend sind. Die Abschlusserklärung ist nicht aussagekräftig genug.¹⁷⁸

¹⁷² Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012c), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷³ Vgl. ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁴ Ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁵ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012c), S. 2f (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁶ Vgl. Spiegel Online (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁷ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012c), S. 2f (siehe Internetverzeichnis).

¹⁷⁸ Vgl. Berliner Morgenpost (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

5 Die Regulierung von OTC-Derivaten

Die Regulierung der OTC-Geschäfte war auf den G20-Gipfeln regelmäßig ein Bestandteil der Tagesordnung. Besonders in Europa wurden verschiedene Vorschläge diskutiert, die in diesem Kapitel im Vordergrund stehen. Zusätzlich wird kurz der Dodd-Frank Act behandelt.

5.1 EMIR

Durch die Finanzkrise ausgelöst, war „European Market Infrastructure Regulation“ (EMIR) das Ergebnis des G20-Gipfels in Pittsburgh 2009.¹⁷⁹ Das Ziel von EMIR ist die Erhöhung der Transparenz und die Reduzierung der Risiken. Um dies zu erreichen, wurden neue Anforderungen für Finanztransaktionen festgelegt.¹⁸⁰

Zurzeit werden OTC-Derivate wenig reguliert.¹⁸¹ Die Geschäfte werden bilateral zwischen den beiden Vertragspartnern abgeschlossen.¹⁸² Dies wird sich aber mit der Einführung von EMIR grundlegend ändern. Um das Risiko dieser Geschäfte zu reduzieren, sollen sie so weit wie möglich in der Zukunft über „Central Counterparties“ (CCP) abgewickelt werden.¹⁸³ Der Central Counterparty ist eine zentrale Gegenposition, der die standardisierten OTC-Termingeschäfte clearn.¹⁸⁴ Die Geschäfte werden immer noch bilateral abgeschlossen, abgewickelt werden die OTC-Derivate jedoch von einer zentralen Gegenpartei. Sie steht zwischen den beiden Vertragspartnern und übernimmt das Kontrahentenausfallrisiko.¹⁸⁵ „Generell versteht man unter dem Kontrahentenrisiko aus einem Derivategeschäft die potenziellen Verluste, die aus dem Ausfall des Geschäftspartners resultieren. Das Risiko besteht darin, dass eine vertraglich festgelegte Zahlung der Gegenpartei nicht geleistet wird, sodass ein Derivat, das eigentlich einen positiven Marktwert hat, plötzlich wertlos wird.“¹⁸⁶ Der CCP ist für den Käufer der Verkäufer und gleichzeitig fungiert er für den Verkäufer als Gegenstück.¹⁸⁷ Zusätzlich wird durch das Netting von Positionen durch den zentralen Kontrahenten das Gesamtrisiko reduziert.¹⁸⁸

Zur Kompensation der übernommenen Risiken müssen die Kontrahenten eine Sicherheitsleistung, die Margin, bei der zentralen Gegenpartei hinterlegen. Die Höhe der Margin wird

¹⁷⁹ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁰ Vgl. PwC (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸¹ Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸² Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸³ Vgl. PwC (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁴ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁵ Vgl. ebenda, S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁶ Hofmann, Christoph (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁷ Vgl. Norton Rose (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁸⁸ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

durch den CCP laufend neu ermittelt.¹⁸⁹ Ausschließlich hochliquide Vermögenswerte, die mit einem geringen Ausfall- und Preisänderungsrisiko behaftet sind, dürfen als Sicherheiten bei der zentralen Gegenpartei hinterlegt werden. Eine konkrete Definition ist jedoch von der ESMA noch nicht bekannt gegeben worden. Jedoch können zum jetzigen Zeitpunkt Eigenemissionen als akzeptierte Sicherheiten ausgeschlossen werden, da eine Ratingverschlechterung zu einem Wertverlust dieser Finanzinstrumente führt. Durch diese Sicherheitsmaßnahme soll die Verringerung der Sicherheiten in problematischen Zeiten verhindert werden. Hingegen dürfen wahrscheinlich Barmittel, Finanzinstrumente mit einem geringen Ausfall- und Marktrisiko, besicherte Garantien von Kreditinstituten mit einer guten Bonität und Gold als Sicherheiten gestellt werden. Die Sicherheiten sind möglichst in der Währung des zentralen Kontrahenten zu hinterlegen, damit eine zeitnahe Verwertung erfolgen kann.¹⁹⁰ Die Ermittlung für die zu stellende Margin wird von der ESMA diktiert. Wahrscheinlich werden das Konfidenzintervall, der Zeitraum der Beobachtungen und die Liquidationsperiode von der Aufsichtsbehörde festgelegt. Genauere Details sind jedoch zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht bekannt.¹⁹¹

Als Sicherheit muss nicht nur die Margin hinterlegt werden. Zusätzlich müssen auch Pflichtbeiträge in einen Ausfallfonds des zentralen Kontrahenten geleistet werden. Dieser steht für den Fall eines Ausfalls eines Marktteilnehmers zur Verfügung, wenn die hinterlegten Sicherheiten nicht zur Abdeckung des Ausfalls genügen.¹⁹²

Die strengen Sicherheitsmaßnahmen dienen selbst zur Absicherung eines Ausfalls des größten Clearing Members oder eines zeitnahen Ausfalls des zweit- und drittgrößten Kontrahenten. Zur Ermittlung der Auswirkungen eines solchen Ereignisses sind die zentralen Gegenparteien angehalten, verschiedene Stressszenarien zu simulieren. Ausgangspunkt sind dabei sowohl historische als auch hypothetische Ereignisse.¹⁹³ Hierdurch soll die Gefahr eines Ausfalls für die Vertragspartner reduziert werden. Sollte einer der beiden Gegenparteien dennoch ausfallen, kann durch die Sicherheitsmechanismen des CCPs das Derivat weiterhin abgewickelt werden.¹⁹⁴ Der Kontrahent wird nicht durch den Ausfall belastet, da die zentrale Gegenpartei die Nichterfüllung des Vertrages kompensiert.¹⁹⁵ So führt die Insolvenz eines großen Kontrahenten mit umfangreichen Geschäftsbeziehungen nicht zur Gefährdung des ge-

¹⁸⁹ Vgl. Norton Rose (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁰ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹¹ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹² Vgl. ebenda, S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹³ Vgl. ebenda, S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁴ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁵ Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S.2 (siehe Internetverzeichnis).

samten Systems.¹⁹⁶ Die Absicherung erfolgt nach dem Wasserfallprinzip. Die verschiedenen Stufen werden in der nachfolgenden Abbildung dargestellt.¹⁹⁷



Abbildung 9 Sicherheitsmechanismen des CCP

Quelle: Dippold, Matthias (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

Die Marktteilnehmer müssen jedoch nicht unmittelbar mit der zentralen Gegenpartei verbunden sein. Es besteht ebenfalls die Möglichkeit das OTC-Geschäft über ein Clearing Member, das eine direkte Anbindung zu einer zentralen Gegenpartei hat, abzuwickeln. Das Clearing Member hat eine Mitgliedschaft bei der zentralen Gegenpartei und gibt die Informationen des Marktteilnehmers an den CCP weiter. Die zentrale Gegenpartei kann das abgeschlossene Geschäft dann clearen.¹⁹⁸ Marktteilnehmer, die eine direkte Anbindung an eine zentrale Gegenpartei wählen, werden überwiegend große Marktteilnehmer, welche ein hohes Handelsvolumen aufweisen, sein. Der Grund dafür liegt in den erhöhten Anforderungen für Clearing Member.¹⁹⁹

Clearingpflichtig sind sogenannte finanzielle Gegenparteien.²⁰⁰ Dazu zählen unter anderem Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Fonds.²⁰¹ Nicht-finanzielle Gegenparteien

¹⁹⁶ Vgl. Norton Rose (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁷ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁸ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

¹⁹⁹ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁰ Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰¹ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

sind hingegen nur unter bestimmten Voraussetzungen clearingpflichtig. Lediglich Geschäfte, die eine noch nicht festgelegte Clearingschwelle überschreiten und nicht zu Absicherungszwecken abgeschlossen wurden, müssen über einen CCP abgewickelt werden.²⁰² Zusätzlich sind OTC-Derivate innerhalb eines Konzerns von der Clearingpflicht befreit.²⁰³ Unklar ist jedoch momentan noch, wie die Unternehmen nachweisen sollen, dass das abgeschlossene Geschäft als Absicherung für ein getätigtes Geschäft oder als Hedging für die Unternehmensfinanzierung dient. Ein weiterer noch zu klärender Punkt ist die Frage, wie nicht-finanzielle Gegenparteien die Sicherheiten leisten sollen.²⁰⁴ Ebenso von der Clearingpflicht befreit sind Unternehmen, die einem gemeinsamen institutsbezogenen Sicherungssystem angehören. Dies betrifft in Deutschland vor allem Sparkassen und Genossenschaftsbanken.²⁰⁵ Aber nicht nur die Art der Gegenpartei ist für die Clearingpflicht entscheidend, sondern auch die Art des Geschäfts. Clearingpflichtige Produkte werden von der ESMA bzw. der Europäischen Kommission festgelegt. Als clearingfähig gelten nur standardisierte Produkte.²⁰⁶ Zur Bewertung des Grads der Standardisierung dienen vor allem die Liquidität des Derivates sowie das Vorhandensein von verlässlichen Preisen.²⁰⁷ Je komplexer die Ausgestaltung der Finanzprodukte ist, desto schwieriger erweist sich die Abwicklung der Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei. Ist ein Clearing des Produkts nicht möglich, unterliegt dieses strengeren Eigenkapitalanforderungen.²⁰⁸

Durch das Clearing der OTC-Derivate und die Übernahme des Ausfallrisikos verschiedener Gegenparteien sind CCPs einem erhöhten Risiko ausgesetzt. Es kommt zu einer Risikokonzentration auf die wenigen Clearer.²⁰⁹ Die Konzentration führt zur Ausbildung eines neuen systemischen Risikos.²¹⁰ Um eine angemessene Risikotragfähigkeit der zentralen Gegenparteien zu gewährleisten, wurde eine Vielzahl organisatorischer und aufsichtsrechtlicher Anforderungen beschlossen. Sie sind gezwungen, die Effizienz ihres Risikomanagements zu steigern. Auch das Personal und die Prozesse müssen angepasst werden, was mit zusätzlichen Aufwendungen verbunden ist.²¹¹ Ein Vorgehen für den Fall einer Insolvenz der zentralen Gegenpartei ist jedoch in der Verordnung nicht vorgesehen.²¹²

²⁰² Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰³ Vgl. Norton Rose (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁴ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁵ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁶ Vgl. ebenda, S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁷ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁸ Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁰⁹ Vgl. ebenda, S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁰ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²¹¹ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 4f (siehe Internetverzeichnis).

²¹² Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

Die Umsetzung von EMIR ist auch für die Kontrahenten mit hohen Investitionen verbunden. Die Marktteilnehmer müssen direkt oder indirekt mit dem CCP verbunden sein, um weiterhin OTC-Derivate abwickeln zu können. Dies erfordert Anpassungen der IT sowie Schulungen der zuständigen Mitarbeiter. Außerdem werden zusätzlich Margins und Zahlungen an den Clearing-Fonds fällig. Dadurch erhöhen sich die Kosten für OTC-Geschäfte. Dies führt bei einigen Unternehmen, die OTC-Derivate mit einem geringen Volumen abschließen, dazu, dass sich die Geschäfte nicht mehr lohnen. Andererseits können andere Finanzinstitute von der Einführung von EMIR profitieren. Zum einen reduziert sich das Kontrahentenausfallrisiko. Zum anderen ermöglicht EMIR eine standardisierte Abwicklung der OTC-Derivate.²¹³ Die bisher bilateral vereinbarten Besicherungen werden zukünftig nur noch zwischen einem Kontrahenten und der zentralen Gegenpartei bestehen. Durch die Aufrechnung der Risiken, möchte man die zu stellenden Sicherheiten verringern.²¹⁴

Nicht standardisierte OTC-Derivate werden nicht dem Clearing unterliegen. Dennoch sieht EMIR eine Erhöhung der Kontrolle der Kreditrisiken durch elektronische Mittel vor.²¹⁵ Zusätzlich sollen die Geschäfte möglichst zeitnah bestätigt werden. Auch die Vereinbarung von bilateralen Sicherheitsleistungen wird gefordert.²¹⁶ Nicht nur das Kontrahentenausfallrisiko soll durch EMIR reduziert werden, sondern auch das operationelle Risiko versucht man zu vermindern. Gerade OTC-Geschäfte bieten eine Vielzahl an kreativen Ausgestaltungsmöglichkeiten. Dies lässt die Komplexität stark ansteigen. Je höher diese ist, desto größer ist auch die Gefahr von Fehlern. Besonders menschliche Handlungen bergen eine hohe Fehlerhäufigkeit. Man versucht, die Fehlerquote durch eine höhere Standardisierung und ein verbessertes Risikomanagement zu senken.²¹⁷

Zusätzlich müssen alle außerbörslich abgeschlossenen Termingeschäfte an ein Transaktionsregister gemeldet werden.²¹⁸ Bei Transaktionsregistern handelt es sich um zentrale Datensammelstellen.²¹⁹ Gemeldet werden muss neben dem Vertragspartner und dem Basiswert, auch der Nominalwert.²²⁰ Ebenfalls von Bedeutung sind die Ausgestaltungsmerkmale sowie der Verfallstag, der vereinbarte Preis und das Abwicklungsdatum.²²¹ Die Meldepflicht umfasst sämtliche außerbörsliche Derivate, unabhängig von der Art der Gegenpartei, d.h. so-

²¹³ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁴ Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S.1 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁵ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁶ Vgl. Norton Rose (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁷ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁸ Vgl. PwC (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²¹⁹ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁰ Vgl. Norton Rose (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²²¹ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

wohl Unternehmen als auch finanzielle Gegenparteien unterliegen der Pflicht, ihre Geschäfte an das Transaktionsregister zu melden.²²² EMIR berücksichtigt dabei nicht nur die Geschäfte, die ab dem Tag des Inkrafttretens vereinbart wurden, sondern auch in der Vergangenheit abgeschlossene Geschäfte, die zu diesem Zeitpunkt noch Bestand haben. Die Marktteilnehmer haben für ihre Meldung maximal bis zum folgenden Arbeitstag Zeit.²²³ Die Zuständigkeit und Beaufsichtigung unterliegt der ESMA. Die Marktteilnehmer, die ein OTC-Derivat abschließen, müssen die Details des Geschäfts an das Transaktionsregister weitergeben. Aber nicht nur Geschäftsabschlüsse, sondern auch Änderungen oder Beendigungen sind zu melden. Die Meldepflicht soll die Intransparenz der OTC-Derivate verringern. Die gesammelten Daten stehen in Zukunft jederzeit den zuständigen Behörden zur Verfügung. Sie sollen die Kontrollfähigkeiten der Behörden verbessern.²²⁴ Sie haben die Möglichkeit jederzeit die Marktsituation, aber auch die bestehenden Geschäfte der Marktteilnehmer zu überprüfen.²²⁵ Das Ziel ist es, sich so einen genaueren Überblick über die Risikopositionen der Finanzinstitute zu verschaffen.²²⁶

Am 15.09.2010 wurde von der Europäischen Kommission ein Vorschlag zu EMIR präsentiert.²²⁷ Am 29.03.2012 hat das Europäische Parlament EMIR beschlossen.²²⁸ Ein Viertel Jahr später soll von der Wertpapieraufsicht ESMA ein Entwurf über die technischen Regulierungsstandards herausgebracht werden. Die Umsetzung ist frühestens für Ende 2012 vorgesehen.²²⁹ Durch EMIR werden die OTC-Geschäfte wesentlich stärker als noch in den vergangenen Jahren reguliert. Das Finanzsystem soll durch die Reduzierung des Kontrahentenausfallsrisikos und der Informationssammlung durch die Transaktionsregister in Zukunft stabiler werden.²³⁰ Fraglich ist hingegen, ob die Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei und das Transaktionsregister als Maßnahmen zur Verhinderung einer erneuten Erschütterung des Finanz- und Wirtschaftssystems genügen.

²²² Vgl. Norton Rose (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²²³ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁴ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁵ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012b), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁶ Vgl. PwC (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁷ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁸ Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2012b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²²⁹ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²³⁰ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

5.2 Dodd-Frank Act

Der Dodd-Frank Act ist das amerikanische Pendant zu EMIR.²³¹ Der Dodd-Frank Act ist eine der umfangreichsten Reformen der amerikanischen Finanzmärkte.²³² Er wurde im Juli 2010 vom amerikanischen Präsidenten Barack Obama unterzeichnet. Durch die Reform soll, ähnlich wie EMIR, die Stabilität des Finanzsystems gestärkt werden. Um dies zu erreichen, möchte man die Transparenz, aber auch die Verantwortlichkeit an den Finanzmärkten sowie den Verbraucherschutz verbessern.²³³

Die Reform ist durch vier verschiedene Schwerpunktthemen gekennzeichnet. Es soll Veränderungen im Bereich der Aufsicht geben. Zudem ist eine Regulierung von Finanzinstituten sowie eine Verbesserung des Anleger- und Verbraucherschutzes vorgesehen.²³⁴

Von den Änderungen sind auch die Derivatemärkte betroffen. Der Fokus liegt dabei auf der Produktgruppe der Swaps. Ähnlich wie bei EMIR sollen alle Transaktionen mit Derivaten gecleart werden. Dies wird über regulierte zentrale Clearingorganisationen erreicht. Der Handel solcher Produkte soll über regulierte Börsen oder Swap Execution Facilities (SEF) erfolgen.²³⁵

Zusätzlich gelten neue Regeln für Swaphändler und sogenannte Major Swap Participants (MSP). Unter MSP versteht man Nicht-Händler, die große Positionen mit einem hohen Kontrahentenrisiko aufgebaut haben oder die eine große Hebelwirkung nutzen. Zudem wurde die Auslagerung gewisser Swapgeschäfte in Tochtergesellschaften beschlossen, soweit sie nicht zur Absicherung der Finanzinstitute dienen.²³⁶

Neben den Hauptzielen beschloss man auch Änderungen zum Thema Hinweisgeber. Demnach sollen Personen, die originäre Informationen über Vergehen der Securities Exchange Commission (SEC), der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde, melden, bei erfolgreichen Ermittlungen eine Belohnung erhalten. Die Höhe der Belohnung ist abhängig von der Strafe. Man erhält zwischen zehn und dreißig Prozent von der Geldbuße, wenn sie die Grenze von einer Millionen US-Dollar überschreitet. Zusätzlich werden die Hinweisgeber durch die Reform vor möglichen Folgen der Meldung geschützt.²³⁷

²³¹ Vgl. PwC (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²³² Vgl. Kern, Steffen (2010), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²³³ Vgl. KPMG AG (2012b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²³⁴ Vgl. Kern, Steffen (2010), S. 4f (siehe Internetverzeichnis).

²³⁵ Vgl. ebenda, S. 7 (siehe Internetverzeichnis).

²³⁶ Vgl. ebenda, S. 7 (siehe Internetverzeichnis).

²³⁷ Vgl. KPMG AG (2012b), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

5.3 MiFID II / MiFIR

Das 2007 in Kraft getretene „Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) hatte die Aufgabe, einen gemeinsamen Binnenmarkt zu unterstützen sowie einen freien Wettbewerb zu ermöglichen. Die Märkte wurden dereguliert und der bilaterale Handel stieg stark an. Nach der Finanzkrise wurde MiFID noch einmal überarbeitet. Das Augenmerk lag auf den unregulierten Märkten.²³⁸ Die EU-Kommission stellte am 20. Oktober 2011 ihren Vorschlag für eine neue Version der Richtlinien MiFID vor. Der Entwurf der Verordnung wird als „Regulation MiFIR“ bezeichnet. Es soll die Regulierung der OTC-Derivatemärkte nach EMIR ergänzen.²³⁹

Von der ESMA ausgewählte Derivate müssen über regulierte Handelsplätze gehandelt werden. Zu den regulierten Handelsplätzen zählen zum einen geregelte Märkte und zum anderen multilaterale oder organisierte Handelsplattformen. Für sie sollen einheitliche Regeln für die Vor- und Nachhandelstransparenz gelten. Der Zeitpunkt des Inkrafttretens wird zu einem späteren Zeitpunkt von der ESMA bestimmt. Das Ziel der Überarbeitung ist es, sogenannte „Dark Pools“ aufgrund der hohen Intransparenz zu reduzieren, da hier nicht öffentlich gehandelt wird.²⁴⁰ Aufgrund der geplanten Maßnahmen sollen durch die vermehrten Informationen über die Handelsdaten und die Geschäftsabschlüsse die Transparenz gesteigert werden.²⁴¹

5.4 Basel III / CRD IV

In der Finanzkrise konnte beobachtet werden, was außerbörslich gehandelte Termingeschäfte aufgrund des Kontrahentenausfallrisikos für eine Auswirkung auf den Finanzsektor haben können.²⁴² Deshalb beschäftigt sich Basel III im Verordnungsteil des Legislativpakets der CRD IV mit den Eigenkapitalanforderungen außerbörslich gehandelter Derivate. Das Ziel ist es, dass OTC-Termingeschäfte für die Marktteilnehmer unrentabler gestaltet werden. Die Umsetzung in Europa ist ab 2013 geplant.²⁴³

Die Aufgabe von Basel III besteht in der Reduzierung des Risikos und darin, die bereits bestehenden Risiken durch höhere Anforderungen an die Eigenkapitalunterlegung zu vermindern. Eine der wesentlichen Änderungen im Bereich der Derivate ist eine stärkere Unterlegung der Adressausfallrisiken. Dies gilt jedoch nur für Forderungen gegenüber großen Insti-

²³⁸ Vgl. Weed (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²³⁹ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴¹ Vgl. Lange, Markus (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴² Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴³ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

tuten. Zusätzlich wird die Möglichkeit von Bonitätsverschlechterungen der Gegenparteien durch den sogenannte Credit Value Adjustment (CVA) berücksichtigt. Außerdem verfolgt man das Ziel, dass Derivategeschäfte vermehrt über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt werden. Das Ausfallrisiko des CCPs muss zusätzlich mit Eigenkapital hinterlegt werden.²⁴⁴ Werden OTC-Derivate in Zukunft nicht über eine zentrale Gegenpartei abgewickelt, müssen die Vertragspartner mit einer höheren Risikogewichtung rechnen. Ausgehend von dem Standardansatz beträgt das Risikogewicht (RW) auf das Handelsvolumen bei Geschäften mit einem Finanzinstitut als Kontrahent zwanzig Prozent.²⁴⁵ Besonders von der Erhöhung der Risikogewichte betroffen sind Positionen, die man gegenüber anderen größeren Instituten hat. Das Ziel ist es, dadurch eine stärkere Diversifikation und eine damit verbundene größere Risikostreuung zu erreichen. Neben dem Ausfallrisiko wird nun zusätzlich das Bonitätsverschlechterungsrisiko berücksichtigt, da gerade durch diesen Umstand in der Finanzkrise die bestehenden Positionen stark an Wert verloren haben. Der Zuschlag, der zu einer erhöhten Eigenkapitalunterlegung führt, wird als Credit Value Adjustment Charge bezeichnet.²⁴⁶ Im Vergleich dazu beläuft sich das Risikogewicht bei geclearten OTC-Derivaten auf zwei Prozent.²⁴⁷ Dennoch muss die beschlossene Differenzierung zwischen dem Trade und Default Fund Exposure beachtet werden. Nur der Trade Exposure, also die Positionen und die Sicherheiten, werden mit dem Risikogewicht von zwei Prozent gewichtet. Das Risikogewicht des Default Fund Exposures, die Beiträge der Clearing Member zum Ausfallfonds, ist abhängig von dem hypothetischen Kapital.²⁴⁸ „Es entspricht gerade der Summe der Nettoforderung der einzelnen Clearing Member gegen den CCP multipliziert mit dem RW von 20% und dem Gesamtkapitalkoeffizienten. Dieser Betrag wird nun ins Verhältnis zu den finanziellen Mitteln des CCP und den von den einzelnen Clearing Member in den Default Fund eingezahlten Beträgen gesetzt.“²⁴⁹ Die Gefahr der Verwendung der Beiträge aus dem Ausfallfonds steigt, je geringer die finanziellen Mittel der zentralen Gegenpartei sind. Sind die eigenen finanziellen Mittel der zentralen Gegenpartei größer als das hypothetische Kapital, wird der Ausfallfonds nicht zur Kompensation von Verlusten benötigt. Die eingezahlten Beiträge gelten als Fremdkapital und werden somit mit einem Risikogewicht von zwanzig Prozent gewichtet. Reichen die finanziellen Mittel jedoch nicht zur Deckung aus, muss der Überhang mit einem Risikogewicht von 1250 Prozent angesetzt werden. Aufgrund der Gesamtkapital-

²⁴⁴ Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁵ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁶ Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 2f (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁷ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁸ Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁴⁹ Ebenda, S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

quote von acht Prozent resultiert aus der Risikogewichtung eine Eigenkapitalunterlegung von 100 Prozent. Sollte das hypothetische Kapital trotz des Ausfallfonds nicht gedeckt werden können, sind die Clearing Member zu einem Nachschuss verpflichtet. Dieser zusätzliche Betrag wird sogar mit einem Risikogewicht von 1500 Prozent versehen. Daraus errechnet sich eine Eigenkapitalunterlegung von 120 Prozent. Dies soll die Nichterfüllung der Nachschusspflicht einzelner Clearing Member in Krisenzeiten kompensieren. Zur Reduzierung des Risikogewichts benötigen die zentralen Gegenparteien ausreichend Kapital sowie ein effizientes Sicherheitssystem.²⁵⁰ Zusätzlich sparen sich die Marktteilnehmer, die ihre Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei abwickeln, die Credit Value Adjustment Charge. Der Zuschlag soll die Eigenkapitalkosten für OTC-Derivate zusätzlich erhöhen. Jedoch ist zu beachten, dass auch die Marktteilnehmer, die ihre Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei abwickeln, viele Vorteile besitzen, aber dennoch Beiträge zum Ausfallfonds leisten müssen. Diese sind ebenfalls mit Eigenkapital zu unterlegen.²⁵¹

Insgesamt sind die Eigenkapitalanforderungen, auch für geclearte Geschäfte, angehoben worden. Man möchte durch diese Verschärfung der Anforderungen das Volumen von Derivaten reduzieren.²⁵²

²⁵⁰ Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 6f (siehe Internetverzeichnis).

²⁵¹ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵² Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

6 Finanztransaktionssteuer

Da die Finanztransaktionsteuer bei den vergangenen G20-Gipfeltreffen immer wieder ein Punkt auf der Tagesordnung war, der kontrovers diskutiert wurde, lohnt sich eine nähere Betrachtung der Steuer. Wie soll die Finanztransaktionsteuer funktionieren? Wo liegen die Chancen und die Grenzen der Steuer?

6.1 Was ist die Finanztransaktionsteuer?

Durch die Finanztransaktionsteuer sollen sämtliche Finanztransaktionen besteuert werden. Unter die Besteuerung fallen Devisen, Aktien, festverzinsliche Wertpapiere, Rohstoffe und Derivate.²⁵³ Aber auch strukturierte Finanzprodukte zählen zu den steuerpflichtigen Geschäften.²⁵⁴ Man möchte durch die zusätzliche Besteuerung die Spekulationen an den Finanzmärkten eindämmen. Damit sollen zukünftige Krisen verhindert werden und ein stabileres Finanzsystem geschaffen werden.²⁵⁵

6.2 Die Einführung der Finanztransaktionsteuer auf EU-Ebene

Da eine internationale Einführung zurzeit noch umstritten ist, wird momentan über die Einführung der Finanztransaktionsteuer auf EU-Ebene diskutiert. Man plant die Einführung 2014.²⁵⁶ Die Steuer wird auf sämtliche Transaktionen zwischen Finanzinstituten fällig, wenn mindestens ein Vertragspartner seinen Sitz in der Europäischen Union hat. Darunter fallen sowohl der Kauf und der Verkauf von Finanzinstrumenten sowie die Übertragung und die Lieferung aus den Finanzinstrumenten. Ausgenommen sind Geschäfte mit der Europäischen Zentralbank und den Zentralbanken der EU-Staaten. Auch Währungskassatransaktionen und physische Warentransaktionen sind steuerfreie Geschäfte. Der Begriff „Finanzinstitut“ wird von der EU sehr weit gefasst.²⁵⁷ Dazu zählen: „...Wertpapierfirmen, geregelte Märkte, Kreditinstitute, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen, Organismen für gemeinsame Anlagen und ihre Anlageverwalter, Pensionsfonds und ihre Anlageverwalter, Holdinggesellschaften, Finanzverleihunternehmen und Zweckgesellschaften...“.²⁵⁸ Nicht als Finanzinstitute gelten zentrale Gegenparteien und Zentralverwahrer, auch internationale, unter der Voraussetzung, dass sie ihre eigentliche Aufgabe ausüben. Zudem unterstützen diese Markt-

²⁵³ Vgl. Die Bank (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵⁴ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵⁵ Vgl. Die Bank (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵⁶ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁵⁷ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁵⁸ Ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

teilnehmer die reibungslose Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.²⁵⁹ Auch der Primärmarkt wird von der Finanztransaktionsteuer befreit. So ist die Emission von Unternehmensanleihen nicht steuerpflichtig. Dies erleichtert die Unternehmensfinanzierung.²⁶⁰

Die Besteuerung fällt unabhängig von der Handelsform an. Sowohl der Börsenhandel als auch OTC-Geschäfte fallen unter die Transaktionsteuer.²⁶¹ Doch ist dies überhaupt praktikabel? Da der Handel mit Finanzprodukten hauptsächlich über elektronische Clearingstellen läuft, lässt sich die Finanztransaktionsteuer einfach in die bestehenden Handelssysteme implementieren.²⁶²

Auch zur Höhe der Steuer gibt es bereits erste Vorschläge. Anleihen und Aktien sollen mit einem Steuersatz von 0,1 Prozent besteuert werden, Termingeschäfte hingegen mit 0,01 Prozent.²⁶³ Als Bemessungsgrundlage zählt der Bruttowert der Finanztransaktion. Bei Termingeschäften wird der Nominalwert für die Berechnung der Steuer herangezogen. Dies unterdrückt die Ausgestaltung von neuen Finanzprodukten, mit denen die zu tragende Steuerlast möglichst gering gehalten werden soll. Zusätzlich kann die Steuer schon beim Vertragsabschluss erhoben werden und nicht erst nach dem Verfallstag. Problematisch wird jedoch die Bestimmung des Nominalwertes, wenn beispielsweise ein Index die Ausgangsbasis für ein Derivat ist, da es sich hierbei nicht um einen Wert in einer bestimmten Währung handelt. Zusätzlich kommt erschwerend hinzu, dass Derivate häufiger ein Bestandteil von anderen Finanzprodukten sind. Die Bestimmung der Steuerschuld wird durch die zwei unterschiedlichen Steuersätze kompliziert. Daher stellt sich die Frage, ob nicht ein einheitlicher Steuersatz eine denkbare Alternative darstellt.²⁶⁴

Die Steuer soll aufgrund zwei wesentlicher Vorteile eingeführt werden. Zum einen sollen die Finanzinstitute an den Mehrausgaben für die Bekämpfung der Folgen der Finanzkrise beteiligt werden. Außerdem muss die Finanzbranche im Vergleich zu anderen Sektoren momentan nur eine relativ geringe Steuerlast tragen. Zum anderen führt die EU-weite Einführung der Finanztransaktionsteuer zu einer Annäherung der EU-Staaten. Zurzeit haben zehn EU-Staaten eine Finanztransaktionsteuer ähnliche Steuer. Durch die Einführung würde es zu einer Harmonisierung des EU-Marktes kommen und somit zur Verringerung von Differenzen. Die Steuereinnahmen werden den EU-Staaten sowie der EU selber zugesprochen.²⁶⁵ Schät-

²⁵⁹ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁰ Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶¹ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁶² Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶³ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁴ Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁵ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

zungen zu Folge handelt es sich um 57 Milliarden Euro.²⁶⁶ Durch die Mehreinnahmen der EU könnten die Beiträge der Mitglieder gesenkt werden. Über den Steuersatz kann die Höhe der Einnahmen gesteuert werden.²⁶⁷

6.3 Möglichkeiten und Grenzen der Finanztransaktionsteuer

Befürworter der Finanztransaktionsteuer haben häufig zwei wesentliche Argumente für die Einführung der Transaktionssteuer. Auf der einen Seite sollen durch die Besteuerung von Finanztransaktionen die Spekulationen reduziert werden. Die Höhe des Steuersatzes soll bewusst sehr gering gewählt werden. So werden die Marktteilnehmer, die ihr Kapital langfristig investieren wollen, nur gering belastet. Kurzfristige Spekulationen mit einem hohen Kapitaleinsatz hingegen werden aufgrund der Vielzahl von Transaktionen insgesamt teurer. Die erhöhten Aufwände reduzieren den Gewinn aus den Geschäften. Im besten Fall werden sie nicht mehr ausgeführt.²⁶⁸ So sinkt das Handelsvolumen an den Märkten. Findet die Reduzierung ohne eine eingeschränkte Kapitalallokation statt, können die dadurch freigesetzten Ressourcen anderweitig genutzt werden. Daraus resultiert eine Erhöhung der Effizienz der gesamten Volkswirtschaft.²⁶⁹ Auf der anderen Seite können durch die Steuer zusätzlich Einnahmen generiert werden.²⁷⁰

Das stärkste Argument gegen die Einführung der Finanztransaktionsteuer ist jedoch, dass die Finanztransaktionsteuer nur bei einer weltweiten Erhebung und nicht nur auf nationaler Ebene funktioniert. Die Ausweichmöglichkeiten wären für die Marktteilnehmer zu groß.²⁷¹ Zusätzliche Probleme ergeben sich auch bei einer eventuellen Umsetzung der Steuer. Die Ausgestaltungsmöglichkeiten sind zahlreich. So wäre es denkbar, dass die Finanztransaktionsteuer als nationale aber auch als länderübergreifende Steuer erhoben werden kann. Diese Entscheidung wirkt sich auf die Verteilung der Steuer aus. Die Steuer würde natürlich zum größten Teil in den großen Finanzzentren wie London, New York, Zürich, Tokio, Singapur und Hong Kong anfallen, da hier die meisten Transaktionen stattfinden. Entscheidet man sich nun für eine nationale Steuer, entfallen die Steuern auf die Länder der Finanzzentren, selbst wenn ausländische Unternehmen Geschäfte an den Finanzplätzen tätigen. Durch die erhöhten Steuereinnahmen wären diese Staaten in der Lage, ihre Einkommensteuer zu verringern. Durch eine geringe Einkommensteuer steigt die Attraktivität des jeweiligen Standorts. Aufgrund

²⁶⁶ Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁷ Vgl. beck-aktuell (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁸ Vgl. Horn, Gustav / van Treeck, Till (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁶⁹ Vgl. Baker, Dean (2010), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁰ Vgl. Horn, Gustav / van Treeck, Till (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁷¹ Vgl. Die Bank (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

dieses Vorteils werden die übrigen Staaten versuchen, eine solche Lösung zu verhindern. Andererseits besteht die Möglichkeit der internationalen Finanztransaktionsteuer. Hier werden die Steuereinnahmen nach einem vorher vereinbarten Verrechnungssatz aufgeschlüsselt und die jeweiligen Länder erhalten dann ihren Anteil. Fraglich ist jedoch, ob die beteiligten Länder eine Intervention in die nationale Steuerhoheit beschließen.²⁷²

Auch die ökonomische Funktionsfähigkeit bleibt zweifelhaft. Es ist zu beachten, dass viele Transaktionen keine Spekulationen darstellen. Sie sind Absicherungsgeschäfte, mit denen Unternehmen ihre Risiken transferieren können. Aufgrund der Steuer würde sich der Preis für die Geschäfte erhöhen. Dies führt zu Preisverzerrungen und somit zu einer schwereren Marktbewertung, was sich negativ auf das Risikomanagement auswirkt.²⁷³ Man findet an verschiedenen Handelsplätzen durch die unterschiedliche Besteuerung abweichende Preise. Diese Differenzen werden nach der Einführung der Finanztransaktionsteuer nicht durch Arbitragegeschäfte ausgeglichen, da sie aufgrund der Mehrkosten durch die Steuern nicht mehr profitabel sind. Aufgrund der fehlenden Transaktionen sinkt die Liquidität des Marktes und damit steigt die Volatilität.²⁷⁴ Eine geringe Liquidität hat nicht ausschließlich negative sondern auch positive Effekte auf die Märkte. Zwar erleichtert eine hohe Liquidität die Abwicklung von Transaktionen. Auf der anderen Seite besitzen die Marktteilnehmer jedoch die Chance, kurzfristig an den Finanzmärkten zu spekulieren. Durch übermäßige Spekulationen besteht aber die Gefahr, dass sich die Preise zu weit von ihren realistischen Werten entfernen. Dies schadet der Volkswirtschaft und kann Unsicherheiten hervorrufen.²⁷⁵ Die Stärke der Liquiditätsabnahme ist jedoch von der Handelbarkeit des jeweiligen Finanzgutes abhängig. Die Umsetzung der Finanztransaktionsteuer hat einen größeren Einfluss auf gut handelbare Finanzinstrumente, da bei solchen Transaktionen verhältnismäßig geringe Transaktionskosten anfallen. Bei einem geringen Liquiditätsgrad sind die Transaktionskosten hingegen bedeutend höher. Bei diesen Vermögenswerten bewirkt die Einführung einen, relativ betrachtet, geringeren Anstieg der Kosten.²⁷⁶

Auch die Finanzierung von Unternehmen wird erschwert. Gerade Unternehmen, die sich kurzfristig über Geldmarktpapiere finanzieren, würden die Auswirkungen durch die Einführung der Transaktionsteuer spüren. Diese Finanzierungsform würde sich erheblich verteuern. Dies mindert den Jahreserfolg und dadurch verringert sich die zu zahlende Steuerschuld. Um

²⁷² Vgl. Die Bank (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁷³ Vgl. ebenda, S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁴ Vgl. Boschan, Christoph (2011), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁵ Vgl. Horn, Gustav / van Treeck, Till (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁶ Vgl. Baker, Dean (2010), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

die Transaktionsteuer zu umgehen, werden die Unternehmen sich eine alternative Finanzierungsform suchen. Aber nicht nur die Finanzierung über die Finanzmärkte würde sich verteuern, sondern auch die Anleger müssten mit erhöhten Kosten rechnen. Dadurch vermindert sich deren Rendite.²⁷⁷

6.4 Wirksamkeit der Finanztransaktionsteuer

Die Finanztransaktionsteuer belastet nicht nur die Verursacher der Finanzkrise, sondern auch die privaten Haushalte. Sie müssen die durch die Steuer entstandenen Mehrkosten der Finanzinstitute zum Teil übernehmen. Die Finanzinstitute werden die Aufwände im Zusammenhang mit Finanzprodukten an ihre Kunden abwälzen.²⁷⁸ Jedoch muss auch festgehalten werden, dass etwa 85 Prozent der steuerpflichtigen Umsätze nicht von den privaten Haushalten, sondern von den Finanzinstituten untereinander generiert werden.²⁷⁹

Zudem sollte man beachten, dass die Marktteilnehmer bei der Einführung der Steuer auf EU-Ebene versuchen werden, die Steuer zu umgehen, um ihren eigenen Gewinn zu steigern. Sei es nun durch die Verlagerung der Geschäfte an außereuropäische Börsen der ausländischen Geschäftspartner oder hin zu nicht organisierten Märkten, obwohl auch OTC-Geschäfte besteuert werden sollen. Allerdings wird sich die Kontrolle dieser Geschäfte als schwierig erweisen.²⁸⁰ Durch die neuen Regelungen von MiFID und EMIR versucht man jedoch, die OTC-Geschäfte weitreichend zu erfassen.²⁸¹ Die Gefahr der Abwanderung hingegen ist begrenzt, da die Steuerpflicht abhängig von dem Sitz des Unternehmens ist. Es genügt also nicht, die Geschäfte an Handelsplätzen außerhalb der EU abzuwickeln. Stattdessen wären die Unternehmen gezwungen, ihren Sitz in einen Nicht-EU-Staat zu verlagern. Da der Steuersatz relativ gering angesetzt ist, stellt sich die Frage, ob eine Veränderung des Standortes für die Unternehmen rentabel ist.²⁸²

Jedoch muss man auch festhalten, dass nicht nur Spekulationen Finanzkrisen auslösen können. Es gab viele Ursachen, die in Zukunft nicht durch die Finanztransaktionsteuer verhindert werden können. Zusätzlich wäre die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte eingeschränkt. Die Finanztransaktionsteuer bewirkt in diesem Fall das Gegenteil des eigentlichen Zwecks. Statt

²⁷⁷ Vgl. Die Bank (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁸ Vgl. Boschan, Christoph (2011), S. 5 (siehe Internetverzeichnis).

²⁷⁹ Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²⁸⁰ Vgl. Boschan, Christoph (2011), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁸¹ Vgl. Sieling, Carsten (2012), S. 4 (siehe Internetverzeichnis).

²⁸² Vgl. ebenda, S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

die Stabilität an den Märkten zu erhöhen, erschwert sie die Risikoreduzierung. Sie ist somit kein geeignetes Instrument zur Regulierung des Finanzsektors.²⁸³

²⁸³ Vgl. Die Bank (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

7 Fazit

Auf den G20-Gipfeln hat man sich nach der Finanzkrise das Ziel gesteckt, ein stabileres Finanzsystem zu schaffen. Dieses Vorhaben spiegelt sich in verschiedenen Verordnung, Richtlinien und Gesetzen wider.²⁸⁴ In Zukunft kommt es zu einer weitreichenden Regulierung der OTC-Derivatemärkte. Durch EMIR werden die Vertragspartner verpflichtet, ihre abgeschlossenen OTC-Derivategeschäfte an ein Transaktionsregister zu melden. Diese Maßnahme soll die Transparenz der außerbörslichen Märkte erhöhen. Zusätzlich wird die Abwicklung von standardisierten außerbörslichen Derivaten über eine zentrale Gegenpartei gefordert. Grund dafür ist, dass Kontrahentenausfallrisiko der OTC-Geschäfte zu reduzieren. Das Risiko wird stärker als zuvor auf wenige ausgewählte CCPs konzentriert.²⁸⁵ Bisher gibt es noch kein Szenario für den Ausfall eines CCPs.²⁸⁶ Die neuen Prozesse und Anforderungen führen zu einem erhöhten Anpassungsbedarf. Nicht nur die Vertragspartner der OTC-Derivatetransaktionen, sondern auch die zentralen Gegenparteien sind gezwungen, in ihr Personal, ihre IT und ihre Prozesse zu investieren. Die zusätzlich entstandenen Kosten können zu einer Verringerung der Gewinne führen. Für manche Marktteilnehmer werden dadurch die OTC-Derivatetransaktionen unrentabel.²⁸⁷

Zusätzlich macht das Clearing viele Transaktionen insgesamt komplexer. Statt eines bilateralen Geschäfts zwischen zwei Marktteilnehmern, werden durch die Möglichkeit der Abwicklung über ein Clearing Member die Anzahl der Transaktionen steigen. Zudem zu beachten ist, dass sich durch die Umsetzung von EMIR das Hedging für finanzielle Gegenparteien verteuert. Dadurch wird der Jahreserfolg der Banken geschmälert. Auf der anderen Seite streben manche Finanzinstitute einen höheren Profit durch die Funktion als Clearing Member an.²⁸⁸

Auch muss zugegeben werden, dass die Regulierung nicht so streng ausgefallen ist, wie ursprünglich geplant. Zwar sind die Regelungen zur Meldepflicht sehr weitreichend, die Clearingpflicht hingegen nicht. Hier wurden viele Ausnahmen für eine Befreiung von der Clearingpflicht beschlossen. Die Abwicklung über eine zentrale Gegenpartei gilt nur für standardisierte Produkte. Abzuwarten bleibt, ob die Marktteilnehmer durch komplexere Produkte

²⁸⁴ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁸⁵ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁸⁶ Vgl. Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

²⁸⁷ Vgl. Dippold, Matthias (2012), S. 5f (siehe Internetverzeichnis).

²⁸⁸ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

versuchen werden, die Clearingpflicht zu umgehen. Positiv anzumerken ist jedoch, dass auch solche Derivate an das Transaktionsregister gemeldet werden müssen.²⁸⁹

Die Angehörigen eines gruppeninternen Sicherungssystems sind nach EMIR nicht verpflichtet, ihre gegenseitigen Geschäfte zu clearen. Jedoch ist fraglich, ob dies in der Praxis aufgrund von Basel III umgesetzt wird. Durch das Sicherungssystem kann das Kontrahentenausfallrisiko auf null Prozent reduziert werden. Dies gilt jedoch nicht für mögliche Bonitätsrisiken. Das CVA-Risiko bleibt weiterhin bestehen und ist dementsprechend mit Eigenkapital zu unterlegen. Andererseits könnte der Client durch das Clearing dieses Geschäft auf die Unterlegung verzichten. Dennoch sollte eine eventuelle anfallende Gebühr für das Clearing nicht vernachlässigt werden. Die zu bevorzugende Variante sollte nach einer umfassenden Prüfung von jedem Unternehmen individuell festgelegt werden.²⁹⁰

Zusätzlich unterstützt Basel III insgesamt durch die Änderungen der Eigenkapitalanforderungen die Verlagerung der Derivategeschäfte weg von der bilateralen Abwicklung hin zum Clearing der Geschäfte über eine zentrale Gegenpartei.²⁹¹

Die neuen Vorschriften führen zu niedrigeren Margen im Finanzsektor. Dies betrifft besonders das außerbörsliche Geschäft. Aufgrund der immer stärker sinken Stückzahlen werden die Ressourcen nicht optimal ausgenutzt, was neben den höheren Eigenkapitalanforderungen steigende Stückkosten zur Folge hat. Zusätzlich sind mit der Einführung von EMIR Investitionen verbunden.²⁹² Zum Schluss sollte erwähnt werden, dass noch viele Vorgaben präzisiert werden müssen. Diese Unsicherheiten erschweren eine abschließende Betrachtung.²⁹³

Zusätzlich möchte man durch die umstrittene Finanztransaktionsteuer das Volumen der Derivate reduzieren.²⁹⁴ Die Besteuerung umfasst jedoch nicht nur Spekulationen, sondern alle Finanztransaktionen. So werden auch andere Marktteilnehmer zusätzlich durch Mehrkosten belastet. Absicherungsgeschäfte werden im Preis steigen.²⁹⁵ Jedoch soll die erwartete Belastung durch einen relativ niedrigen Steuersatz gering gehalten werden.²⁹⁶ Außerdem führt die Einführung einer zusätzlichen Steuer zu Preisverzerrungen an den Märkten, was das Risikomanagement erschwert.²⁹⁷ Auch Arbitragegeschäfte könnten unterbunden werden.²⁹⁸ In-

²⁸⁹ Vgl. ebenda, S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 6f (siehe Internetverzeichnis).

²⁹¹ Vgl. Hofmann, Christoph (2011), S. 8 (siehe Internetverzeichnis).

²⁹² Vgl. KPMG AG (2012a), S. 5f (siehe Internetverzeichnis).

²⁹³ Vgl. Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012), S. 6 (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁴ Vgl. Baker, Dean (2010), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁵ Vgl. Die Bank (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁶ Vgl. Horn, Gustav /van Treeck, Till (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁷ Vgl. Die Bank (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

²⁹⁸ Vgl. Boschan, Christoph (2011), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

samt verringert die Finanztransaktionsteuer die Liquidität am Markt. Dies kann sich zum einen positiv auf die Effizienz der Volkswirtschaft auswirken,²⁹⁹ zum anderen kann aber auch die Volatilität der Finanzmärkte stark ansteigen.³⁰⁰ Weitere Probleme wird die Ausgestaltung der Steuer bereiten.³⁰¹ Auf der anderen Seite bedeutet die Einführung der Finanztransaktionssteuer eine zusätzliche Quelle für Steuereinnahmen.³⁰² Dennoch dient die Finanztransaktionssteuer nicht zu Verhinderung einer erneuten Finanzkrise.³⁰³

Die neuen Verordnungen versuchen einheitlich, die intransparenten OTC-Derivatemärkte unattraktiv zu gestalten. Dies wird weitreichende Folgen für die bisher vorhandenen Geschäftsmodelle und -strategien der Marktteilnehmer haben.³⁰⁴

²⁹⁹ Vgl. Baker, Dean (2010), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

³⁰⁰ Vgl. Boschan, Christoph (2011), S. 3 (siehe Internetverzeichnis).

³⁰¹ Vgl. Die Bank (2012), S. 1 (siehe Internetverzeichnis).

³⁰² Vgl. Horn, Gustav /van Treeck, Till (2012), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

³⁰³ Vgl. Die Bank (2012), S. 2 (siehe Internetverzeichnis).

³⁰⁴ Vgl. KPMG AG (2012a), S. 1f (siehe Internetverzeichnis).

Literaturverzeichnis

Bloss, Michael (2005): Wertpapiere, Optionen & Futures, 1. Auflage, Berlin 2005.

Bloss, Michael (2007): Finanztermingeschäfte & Zertifikate, 1. Auflage, Berlin 2007.

Feingold, Benjamin / Lang, Roland (2004): Handeln mit Futures und Optionen, 1. Auflage, München 2004.

Ferstl, Carola (2009): Die 100 wichtigsten Antworten zur Finanzkrise, 1. Auflage, München 2009.

Grill, Wolfgang / Perczynski, Hans (2005): Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 39. Auflage, Troisdorf 2005.

Grundmann, Stefan u.a. (Hrsg.) (2009): Finanzkrise und Wirtschaftsordnung, 1. Auflage, Berlin 2009.

Hafner, Wolfgang (2002): Im Schatten der Derivate, 1. Auflage, Frankfurt am Main 2002.

Hierstetter, Georg (2001): Profi-Handbuch Daytrading, 1. Auflage, Regensburg / Berlin 2001.

Hull, John C. (2006): Optionen, Futures und andere Derivate, 6. Auflage, München 2006.

Jungblut, Michael (2004): WISO Aktien, Fonds, Futures, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, Frankfurt 2004.

Landeshauptstadt München Referat für Arbeit und Wirtschaft (Hrsg.) (2009): Finanzkrise: Globale Ursachen und Auswirkungen sowie lokale Handlungsmöglichkeiten, 1. Auflage, München 2009.

Merten, Hans-Lothar (2000): Derivate: riskant, aber profitabel, 2. Auflage, Regensburg / Berlin 2000.

Rettberg, Udo / Zwätz, Dietrich (1995): Das kleine Terminhandelslexikon, 4., erweiterte und aktualisierte Auflage, Düsseldorf 1995.

Sinn, Hans-Werner (2009): Kasino Kapitalismus, 1. Auflage, Berlin 2009.

Williams, Larry (2006): Aktien und Rohstoffe erfolgreich traden, 1.Auflage, Kulmbach 2006.

Wörl, Volker (2009): Die Quittung, 1.Auflage, München 2009.

Internetverzeichnis

Baker, Dean (2010): Der Nutzen von Finanztransaktionssteuern, 17.05.2010, abgerufen am 12.06.2012,

http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/014/Stellungnahmen/44-Dean_Baker-_dt_.pdf.

beck-aktuell (2012): Ziel des Gesetzes, abgerufen am 12.06.2012,

<http://gesetzgebung.beck.de/node/1016786>.

Berliner Morgenpost (2012): Die Kanzlerin setzt sich beim G20-Gipfel durch, 20.06.2012

abgerufen am 29.06.2012, <http://www.morgenpost.de/politik/article106636847/Die-Kanzlerin-setzt-sich-beim-G-20-Gipfel-durch.html>.

boerse-express.com (2010): G20: Die Ergebnisse der Gipfelberatungen in Toronto im Überblick, 27.06.2010, abgerufen am 08.06.2012,

<http://www.boerse-express.com/pages/889901>.

Boschan, Christoph (2011): Finanztransaktionssteuer verantwortungsvoll gestalten,

30.11.2011, abgerufen am 12.06.2012,

http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2011/071/Stellungnahmen/03_-_Baden-W_-_Wertpapierb_rse.pdf.

Bundesministerium der Finanzen (2012a): Ergebnisse des G20-Finanzministertreffens in Mexico, 28.02.2012, abgerufen am 12.06.2012,

http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_2368/DE/Wirtschaft_und_Verwaltung/Internationale_Beziehungen/Informelle_Gremien_der_Zusammenarbeit/27-02-2012-G20.html?_nnn=true.

Bundesministerium der Finanzen (2012b): Geordnete Bahnen für die europäischen Finanzmärkte, 30.03.2012, abgerufen am 21.06.2012,

http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Finanzmarktregulierung/2012-03-30-EMIR.html?view=renderPrint.

Bundesministerium der Finanzen (2012c): Ergebnisse des G20-Gipfels von Los Cabos, 21.06.2012, abgerufen am 03.07.2012,

http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Internationales_Finanzmarkt/Internationale_Finanzpolitik/2012-06-21-G20-Los-Cabos.html.

Bundesverband deutscher Banken (2012): Bankenverband zur neuen Verordnung für OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (kurz EMIR), 10.02.2012, abgerufen am 18.06.2012, <http://www.bankenverband.de/presse/presse-infos/bankenverband-zur-neuen-verordnung-fuer-otc-derivate-zentrale-gegenparteien-und-transaktionsregister-kurz-emir>.

Die Bank (2012): Finanztransaktionssteuer - die möglichen Auswirkungen, abgerufen am 12.06.2012, <http://www.die-bank.de/stichwort/finanztransaktionssteuer-die-moeglichen-auswirkungen>.

Dippold, Matthias (2012): Der Weg zu einer einheitlichen europäischen Regulierung der OTC-Derivatemärkte durch EMIR, abgerufen am 18.06.2012, http://www.ppi.de/uploads/media/White_Paper_EMIR_v1.pdf.

Fabian, Tibor / Fuchs, Philipp (2012): EMIR ANTE PORTAS / Neugestaltung der Marktinfrastruktur für OTC-Derivate, 15.06.2012, abgerufen am 18.06.2012, <http://www.wirtschaftsanwaelte.at/emir-ante-portas-neugestaltung-der-marktinfrastruktur-fur-otc-derivate/>.

Fokus Online (2011): G20 streiten um die Zähmung des Raubtiers, 03.11.2011, abgerufen am 11.06.2012, http://www.focus.de/finanzen/news/finanzmarkt-gipfel-in-cannes-g20-streiten-um-die-zaehmung-des-raubtiers_aid_681023.html.

Frankfurter Allgemeine Zeitung (2010): Die Beschlüsse, 12.11.2010, abgerufen am 10.06.2012, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/g-20-gipfel-die-beschluesse-1590728.html>.

Goffart, Daniel (2010): Merkels Etappensieg in Toronto, 27.06.2010, abgerufen am 08.06.2012, http://www.handelsblatt.com/politik/international/g20-gipfel-merkels-etappensieg-in-toronto/v_detail_tab_print/3473838.html.

Greiner, Wolfgang / Mair, Konrad (2012): EMIR verabschiedet - Ein Überblick über die neuen Regeln für OTC-Derivate, April 2012, abgerufen am 21.06.2012,

http://www.1plusi.de/dokumente/1_plus_i_fachbeitrag_EMIR_verabschiedet.pdf.

Hofmann, Christoph (2011): Basel III - Kontrahentenrisiko, Juli 2011, abgerufen am 03.07.2012.,

http://www.1plusi.de/dokumente/1_plus_i_fachbeitrag_basel_3_Kontrahenten.pdf.

Horn, Gustav / van Treeck, Till (2012): Stellungnahme zur Finanztransaktionssteuer, abgerufen am 12.06.2012,

<http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2010/014/Stellungnahmen/16-Horn.pdf>.

Kern, Steffen (2010): US-Finanzmarktreform, 06.12.2012, abgerufen am 29.06.2012,

http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000266959.PDF.

Kooperation International (2012): Aufgaben und Struktur: G8 / G20, abgerufen am 08.08.2012, [http://www.kooperation-](http://www.kooperation-internatio-)

[internatio-
nal.de/buf/organisationen/g8g20/organisation/aufgaben.html?type=1&attachment=1&filename=Kooperation-International-PDF-Export.pdf](http://www.kooperation-international.de/buf/organisationen/g8g20/organisation/aufgaben.html?type=1&attachment=1&filename=Kooperation-International-PDF-Export.pdf).

KPMG AG (2012a): OTC-Derivate: Neue regulatorische Anforderungen für Handel und Abwicklung, März 2012, abgerufen am 18.06.2012, <http://www.kpmg.de/docs/20120413-OTC-Derivate-Kapitalmarktregulierung.pdf>.

KPMG AG (2012b): Vorsicht Whistleblower? – Der neue Dodd-Frank Act der USA, abgerufen am 29.06.2012, http://www.kpmg.de/docs/forensic-Dodd-Frank-lang_final.pdf.

Lange, Markus (2011): MiFID II: Neue Regeln für Finanzmärkte und Wertpapierdienstleistungen, 02.11.2011, abgerufen am 03.07.2012,

<http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2011/11/02/2160/>.

Manager Magazin Online (2009): Die wichtigsten G20-Beschlüsse, 26.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,651508,00.html>.

mz-web.de (2010): Beschlüsse des G20-Gipfel in Seoul, 12.11.2010, abgerufen am 10.06.2012, <http://www.mz-web.de/servlet/ContentServer?pagename=ksta/page&atype=ksArtikel&aid=1289560132853>.

Norton Rose (2012): EMIR - Bedeutung der Regulierung des OTC-Derivatemarkts für Unternehmen der Realwirtschaft, Januar 2012, abgerufen am 18.06.2012, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/62065/emir-bedeutung-der-regulierung-des-otc-derivatemarkts-fur-unternehmen-der-realwirtschaft>.

n-tv (2011): Euro, Börsensteuer und IWF, 04.11.2011, abgerufen am 11.06.2011, <http://www.n-tv.de/politik/Euro-Boersensteuer-und-IWF-article4693836.html>.

Pinet, Michael (2012): Vielversprechende Ergebnisse auf dem G20-Gipfel in Pittsburgh, abgerufen am 05.06.2012, http://ec.europa.eu/internal_market/smn/smn55/docs/g20_de.pdf.

PwC (2012): EMIR-Verordnung soll im Handel mit OTC-Derivaten Transparenz und Sicherheit schaffen, abgerufen am 18.06.2012, <http://www.pwc.de/de/finanzdienstleistungen/asset-management/emir-verordnung-soll-im-handel-mit-otc-derivaten-transparenz-und-sicherheit-schaffen.jhtml>.

Rose, David (2011): Im Schatten der Banken und der Eurokrise, 03.11.2011, abgerufen am 03.07.2012, <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/gzwanziggipfel102.html>.

RP Online (2009): Hand in Hand zu einer neuen Weltordnung, 25.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.rp-online.de/politik/ausland/hand-in-hand-zu-einer-neuen-weltordnung-1.2297804>.

Sieling, Carsten (2012): Finanztransaktionssteuer, März 2012, abgerufen am 12.06.2012, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08957.pdf>.

Spiegel Online (2009a): Merkel will Finanzbranche durchregulieren, 24.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/g-20-gipfel-merkel-will-finanzbranche-durchregulieren-a-650925.html>.

Spiegel Online (2009b): Ackermann fürchtet um Bankenprofite, 24.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/g-20-regulierungsplaene-ackermann-fuerchtet-um-bankenprofite-a-651023.html>.

Spiegel Online (2009c): „Das System ist krank“, 24.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/treffen-in-pittsburgh-das-system-ist-krank-a-650945.html>.

Spiegel Online (2009d): Deutsche Banken warnen vor übereilten Eigenkapital-Regeln, 25.09.2009, abgerufen am 05.06.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/g-20-beschluesse-deutsche-banken-warnen-vor-uebereilten-eigenkapital-regeln-a-651443.html>.

Spiegel Online (2010): G20 ordnen Weltfinanzen ein bisschen neu, 12.11.2010, abgerufen am 10.06.2012, <http://www.spiegel.de/politik/ausland/gipfeltreffen-in-seoul-g20-ordnen-weltfinanzen-ein-bisschen-neu-a-728702.html>.

Spiegel Online (2011): Die Mächtigen schonen die Großbanken, 04.11.2011, abgerufen am 11.06.2012, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/ergebnisse-des-g-20-gipfels-die-maechtigen-schonen-die-grossbanken-a-795914.html>.

Spiegel Online (2012): Politik-Show der Mächtigsten, 19.06.2012, abgerufen am 03.07.2012, <http://www.spiegel.de/politik/ausland/g-20-gipfel-in-mexiko-endet-ohne-konkrete-beschluesse-a-839842.html>.

Süddeutsche.de (2010): Mehr Milliarden, mehr Sicherheit, 12.11.2010, abgerufen am 10.06.2012, <http://www.sueddeutsche.de/geld/g-gipfel-in-seoul-mehr-milliarden-mehr-sicherheit-1.1022771>.

tagesschau.de (2010a): Noch ein Beschluss zum Abschluss, 28.06.2012, abgerufen am 08.06.2012, <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/gachtgipfel130.html>.

tagesschau.de (2010b): G20-Länder begnügen sich mit Minimalkonsens, 12.11.2010, abgerufen am 10.06.2012, <http://www.tagesschau.de/wirtschaft/koreagipfel106.html>.

Weed (2012): Richtlinie und Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID/MiFIR), Februar 2012, abgerufen 03.07.2012, http://www2.weed-online.org/uploads/faktenblatt_mifid.pdf.

Anhang

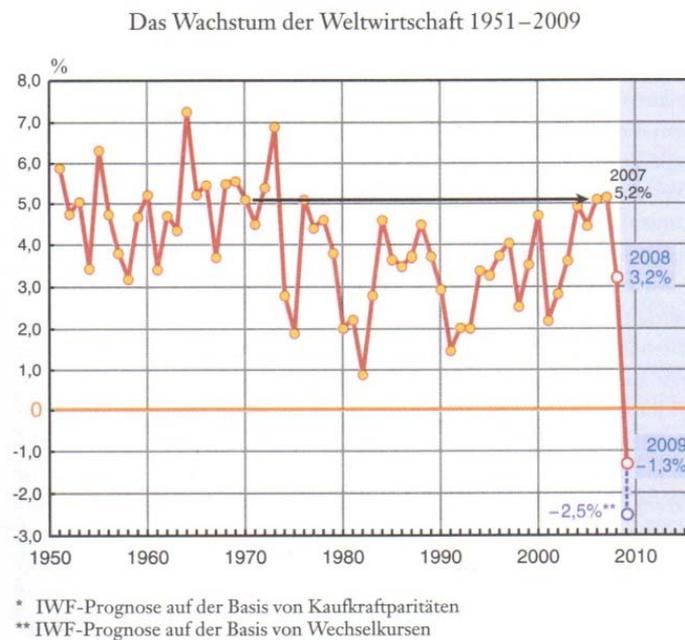


Abbildung 10 Das Wachstum der Weltwirtschaft 1951-2009

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 19.

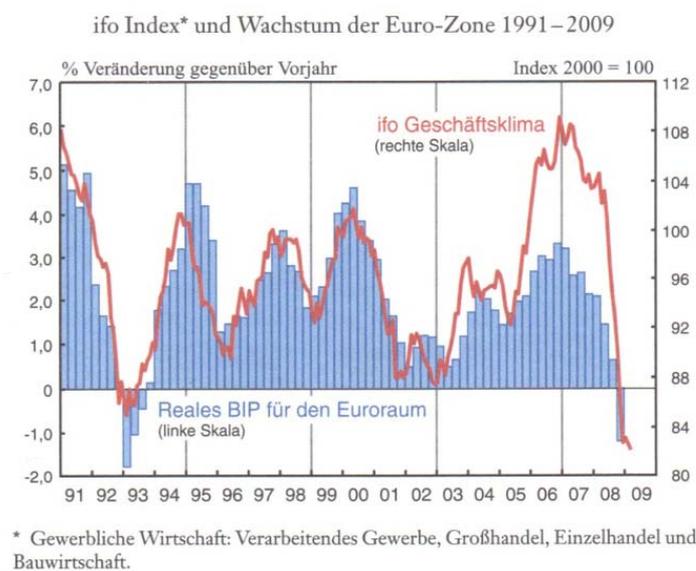


Abbildung 11 ifo Index und Wachstum der Euro-Zone 1991-2009

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 21.

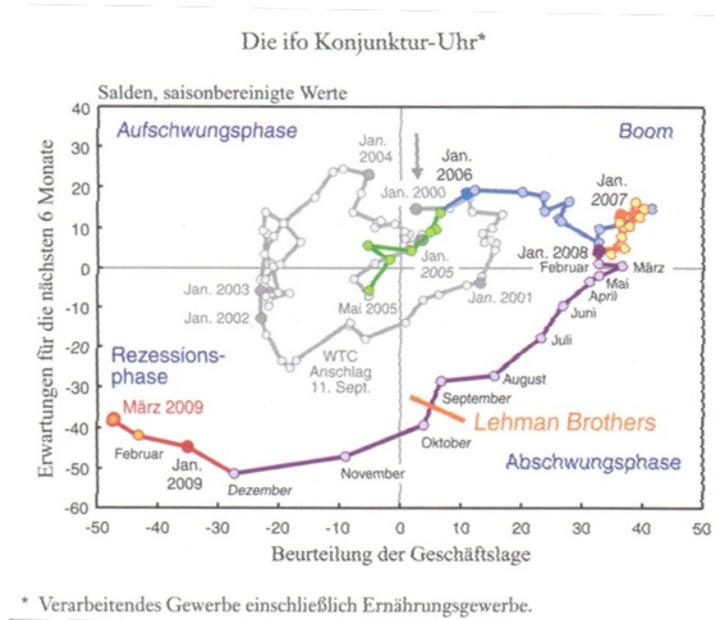


Abbildung 12 Die ifo Konjunktur-Uhr

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 22.

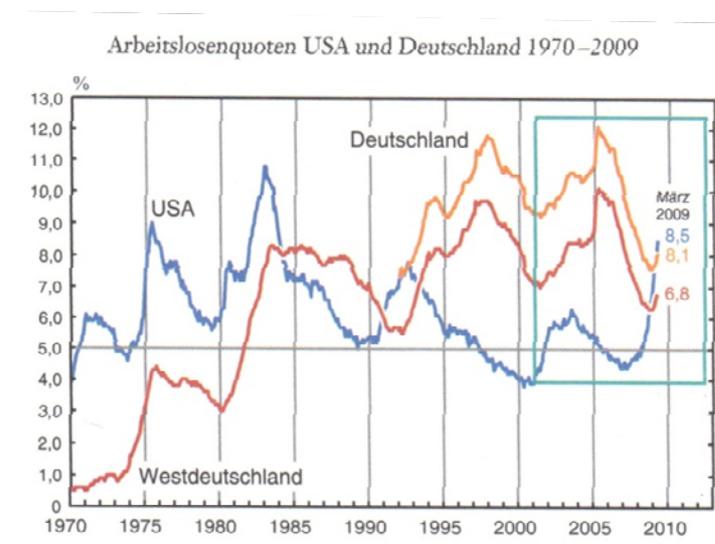


Abbildung 13 Arbeitslosenquote USA und Deutschland 1970-2009

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 24

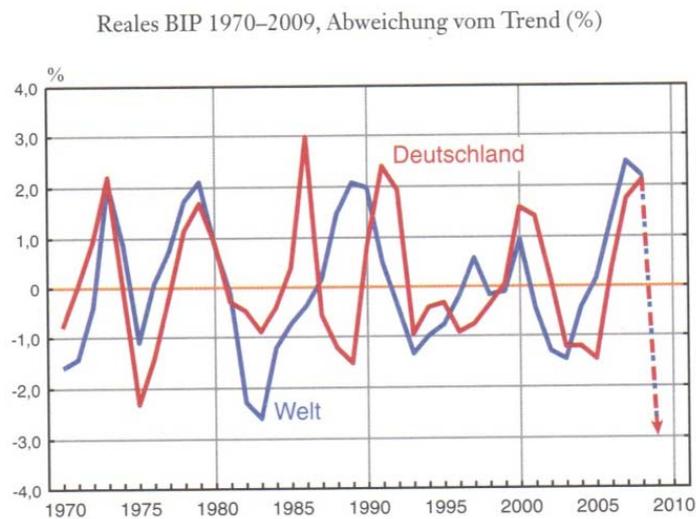


Abbildung 14 Reales BIP 1970-2009, Abweichung vom Trend (%)

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 26.

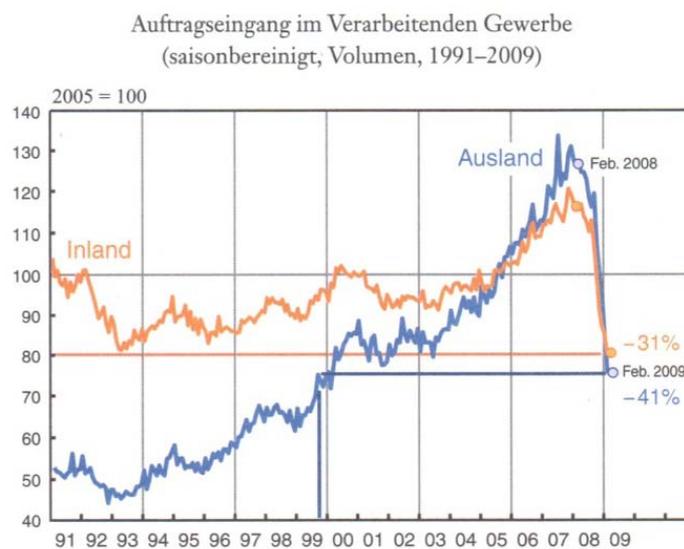


Abbildung 15 Auftragseingang im Verarbeitenden Gewerbe

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 28.



Abbildung 16 Die Sparquote der amerikanischen Privathaushalte (1929–2008)

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 33

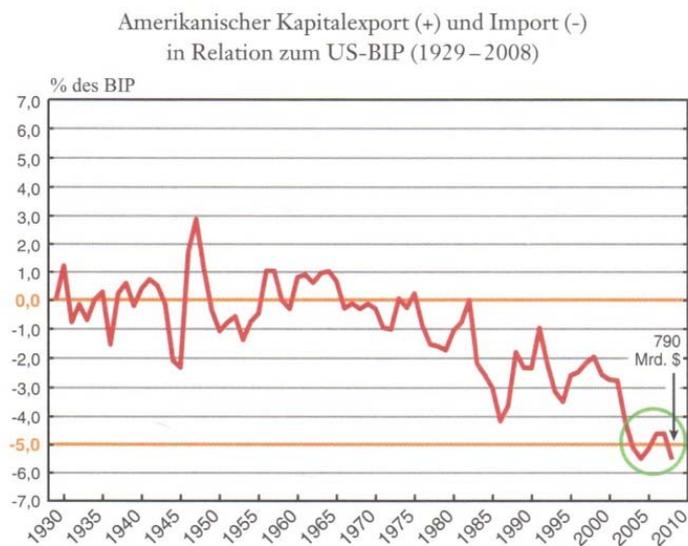
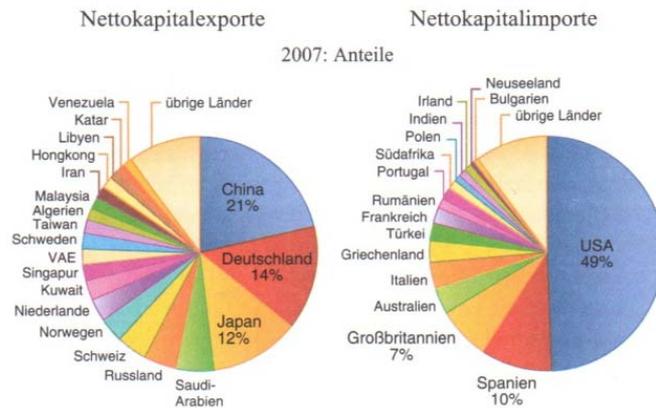


Abbildung 17 Kapitalexport (+) und Import (-) in Relation zum US-BIP

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 34.

Die Aufteilung der Nettokapitalexporte und -importe im Jahr 2007*



* Nettokapitalexporte einschließlich der Nettogeschenke an das Ausland bzw. Nettokapitalimporte einschließlich der netto aus dem Ausland empfangenen Geschenke (Leistungsbilanzsalden).

Abbildung 18 Die Aufteilung der Nettokapitalexporte und -importe

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 36.

Der Dollarkurs im Vergleich zu den Kaufkraftparitäten
(Tageswerte 1. 1. 1963 bis 31. 3. 2009)

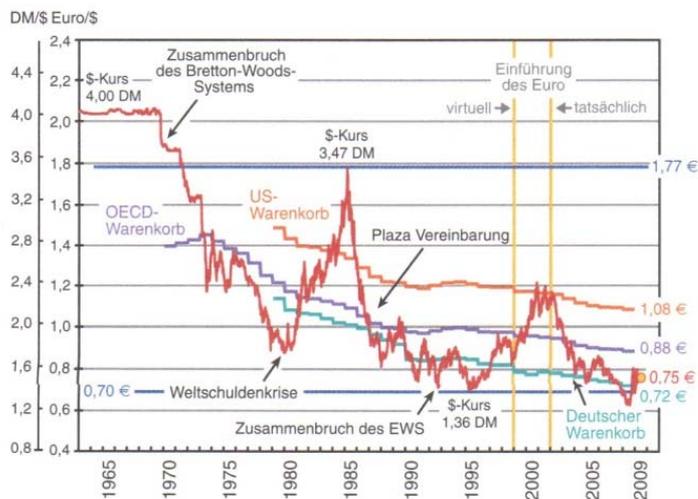


Abbildung 19 Der Dollarkurs im Vergleich zu den Kaufkraftparitäten

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 39.



Abbildung 20 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis der Standard & Poor's-500-Aktien

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 43.

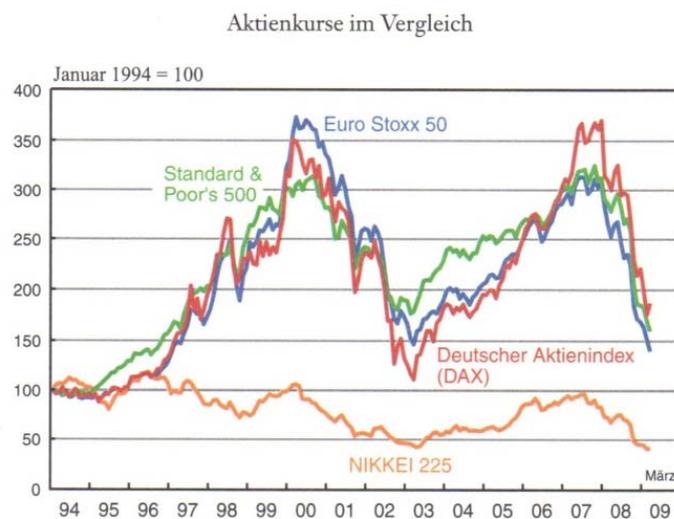


Abbildung 21 Aktienkurse im Vergleich

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 44.

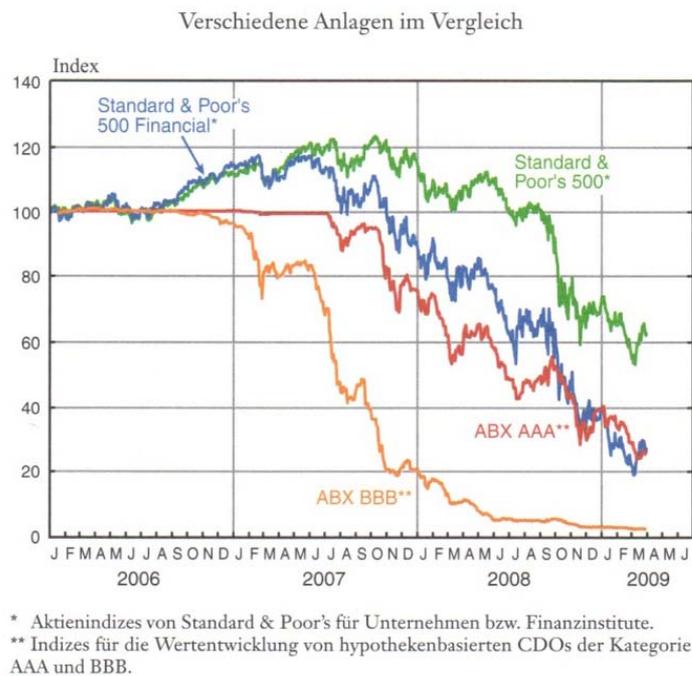


Abbildung 22 Verschiedene Anlagen im Vergleich

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 46.



Abbildung 23 Verkauf von Einfamilienhäusern (Neubau) in den USA

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 50.

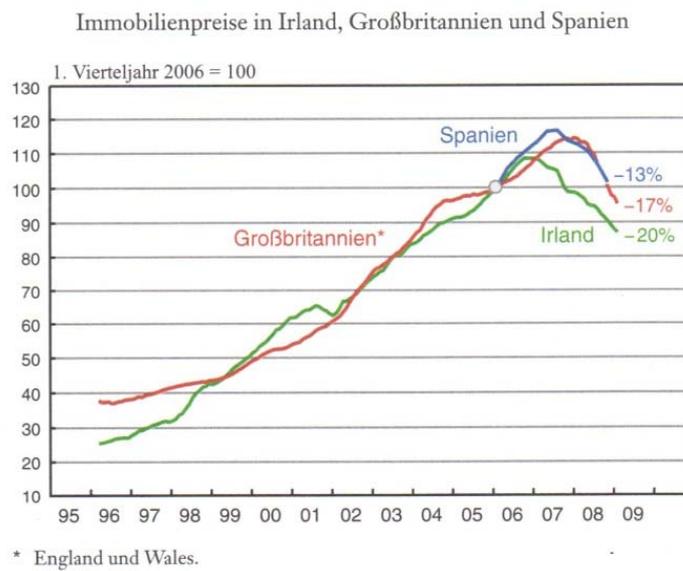


Abbildung 24 Immobilienpreise in Irland, Großbritannien und Spanien

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 51.



Abbildung 25 Die Hypothekenzinsen

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 55.

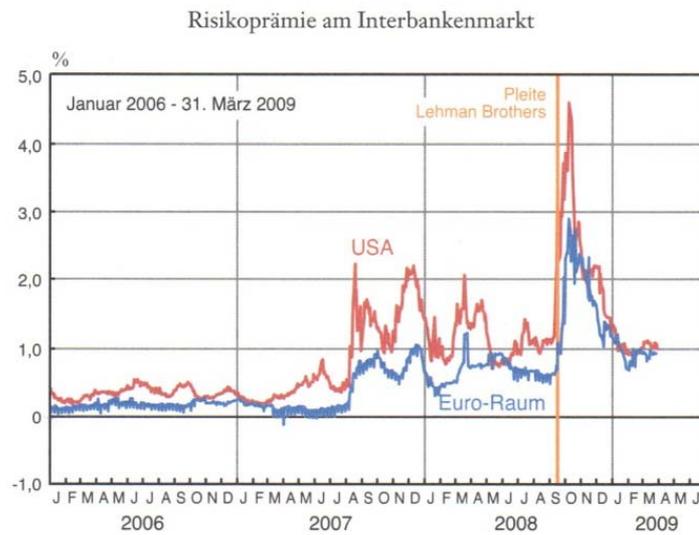


Abbildung 26 Risikoprämie am Interbankenmarkt

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 70.



Abbildung 27 Überschusseinlagen der Banken bei den Zentralbanken

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 72.

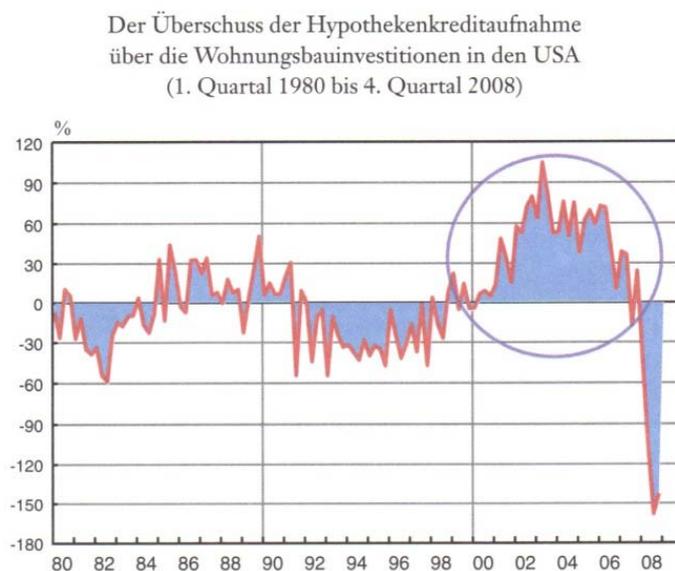


Abbildung 28 Hypothekenkreditaufnahme und Wohnungsbauminvestition
Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 112.

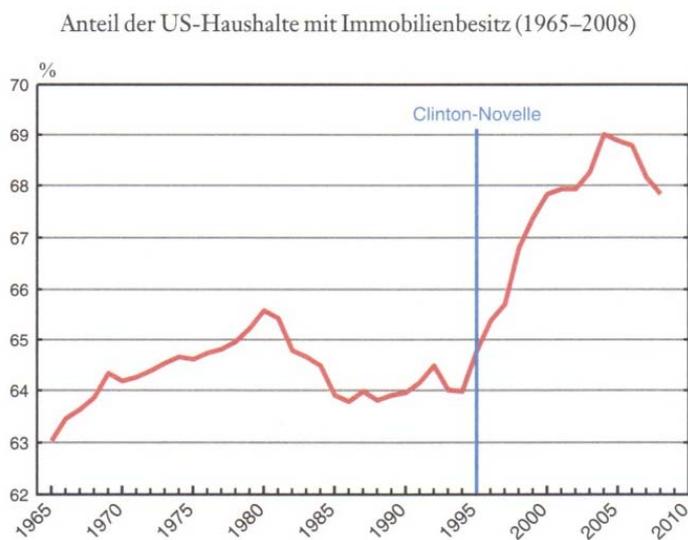


Abbildung 29 Anteil der US-Haushalte mit Immobilienbesitz
Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 119.

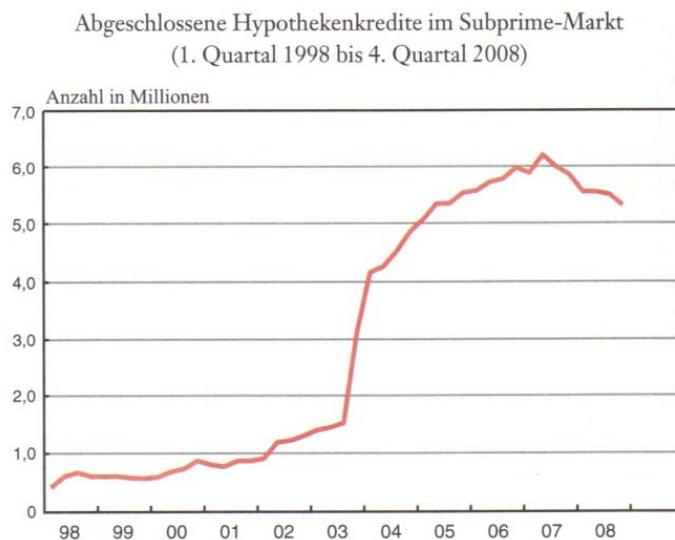


Abbildung 30 Abgeschlossene Hypothekenkredite im Subprime-Markt

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 120.

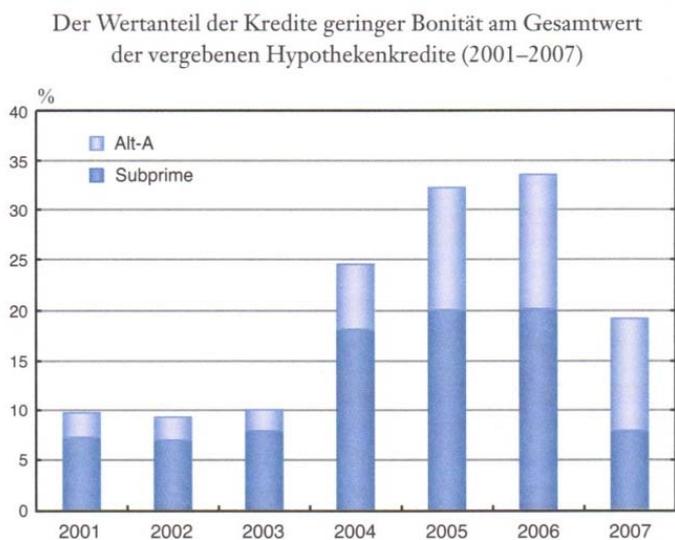


Abbildung 31 Anteil von Krediten geringer Bonität an vergebenen Hypothekenkrediten

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 121.

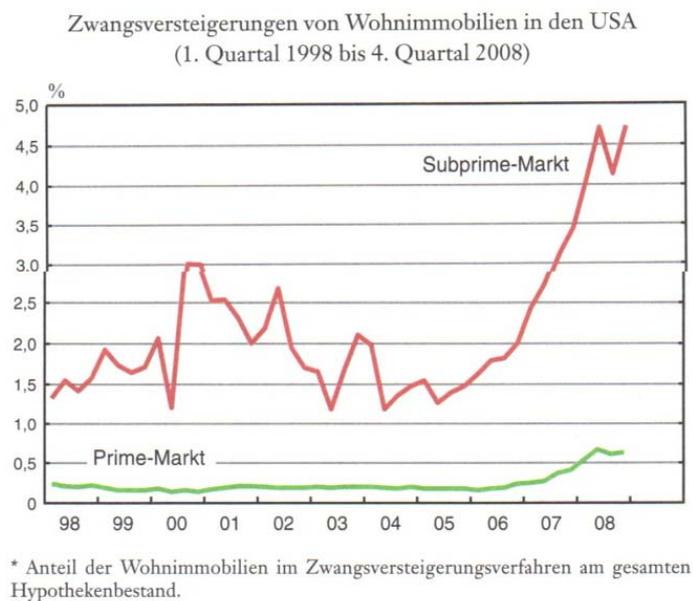


Abbildung 32 Zwangsversteigerungen von Wohnimmobilien

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 122.

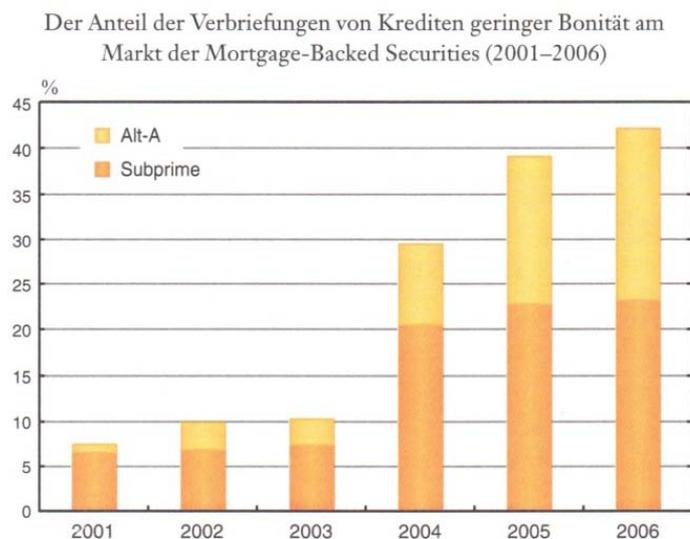


Abbildung 33 Anteil von Krediten geringer Bonität am Hypothekenmarkt

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 128.

Die Verbriefungskaskade

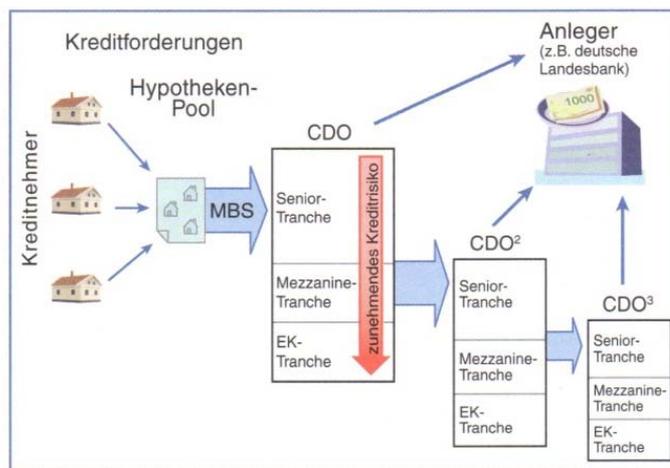
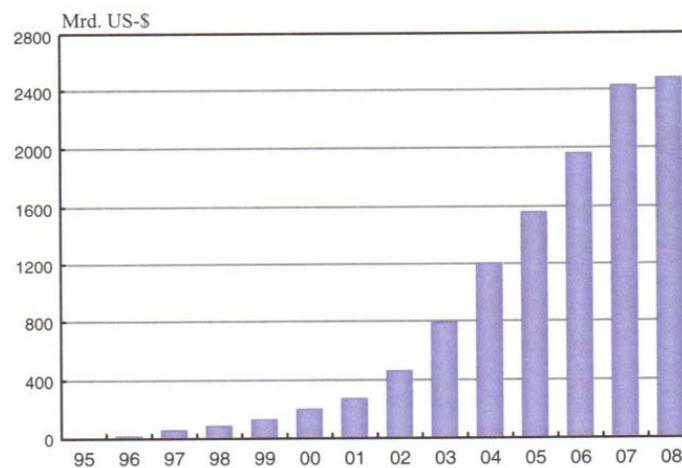


Abbildung 34 Die Verbriefungskaskade

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 135.

Der weltweite Markt für CDO-Papiere* (1995–2008)



* Inklusive des Nennwertes aller Derivate, die daraus entwickelt wurden.

Abbildung 35 Der weltweite Markt für CDO-Papiere

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 136.

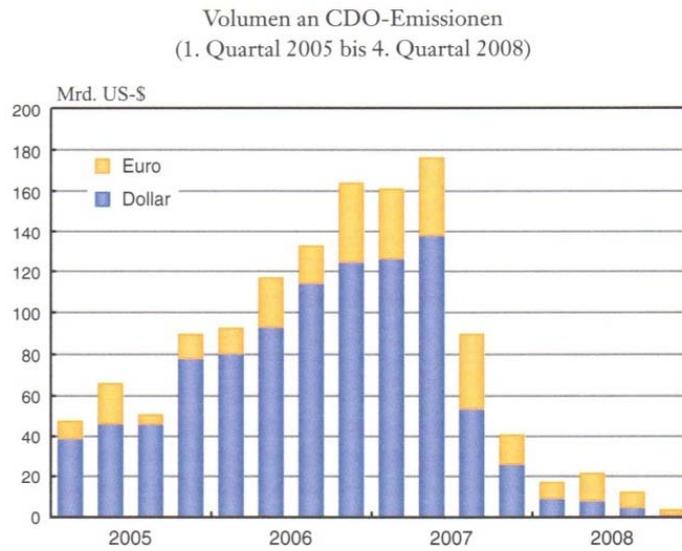
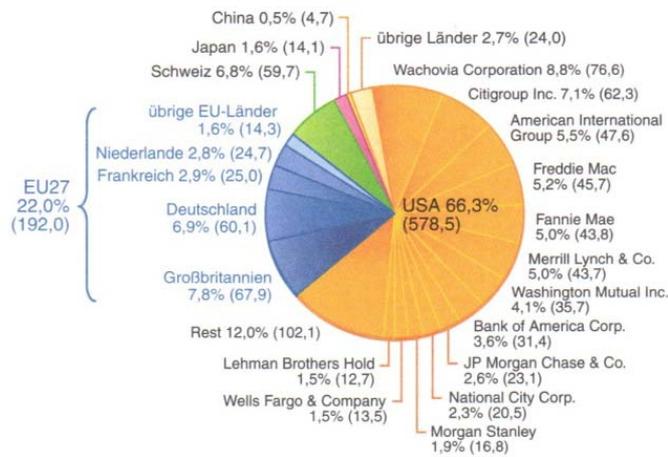


Abbildung 36 Volumen an CDO-Emissionen

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 138.

Die weltweite Verteilung der Abschreibungsverluste der
Finanzinstitute während der Finanzkrise
(Stand Februar 2009, 1116 Milliarden Dollar oder 837 Milliarden Euro)

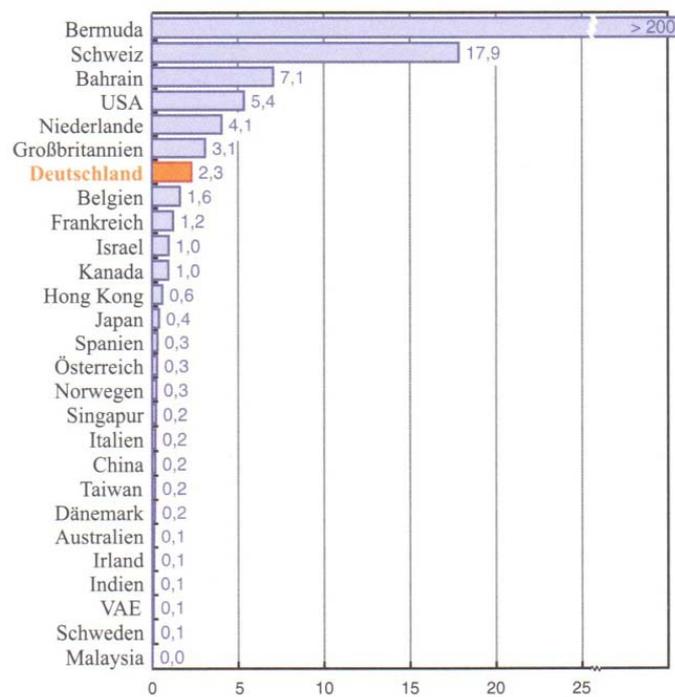


In Klammern: Milliarden Euro.

Abbildung 37 Die weltweite Verteilung der Abschreibungsverluste

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 185.

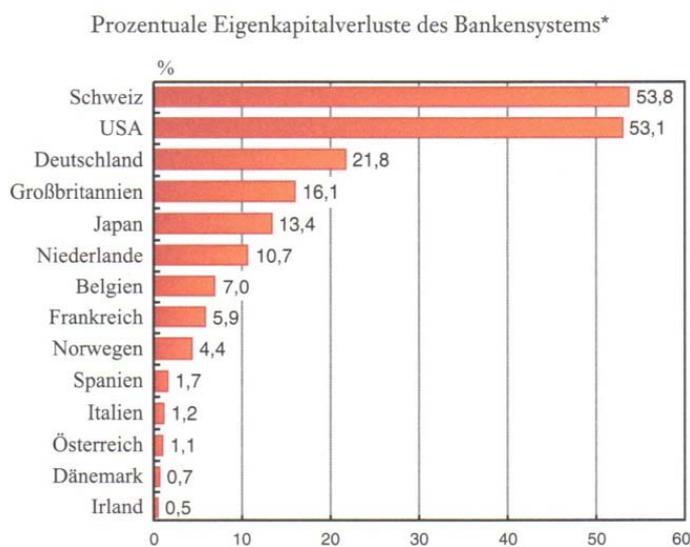
Die Abschreibungsverluste der Finanzsysteme bis Februar 2009 in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2007 (%)*



* Für Bermuda sind derzeit Werte des Bruttoinlandsprodukts nur bis 1997 verfügbar; der genannte Bereich ist deshalb nur eine grobe Abschätzung. Schriebe man den Wert von 1997 mit der US-amerikanischen Wachstumsrate fort, so käme man auf 232%.

Abbildung 38 Abschreibungsverluste in Relation zum Bruttoinlandsprodukt

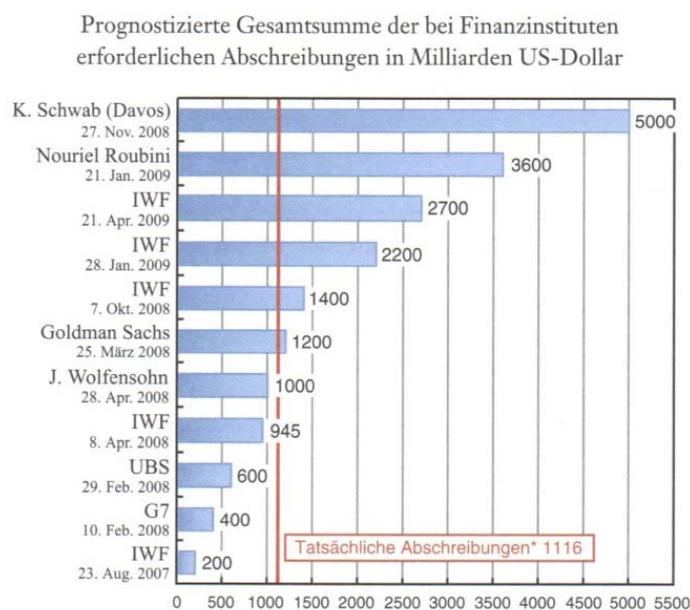
Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 186.



* Verluste der Banken nach Bloomberg gemäß Abbildung 8.1 geteilt durch das Eigenkapital der Banken der Jahresbilanz 2007. Ohne Versicherer und Immobilienfinanzierer.

Abbildung 39 Prozentuale Eigenkapitalverluste des Bankensystems

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 194.



* Weltweite Abschreibungen auf Finanzforderungen aller Finanzinstitute gegen Schuldner aller Länder gemäß Bloomberg-Liste, bis 27. Februar 2009.

Abbildung 40 Prognostizierte Gesamtsumme erforderlichen Abschreibungen

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 197.

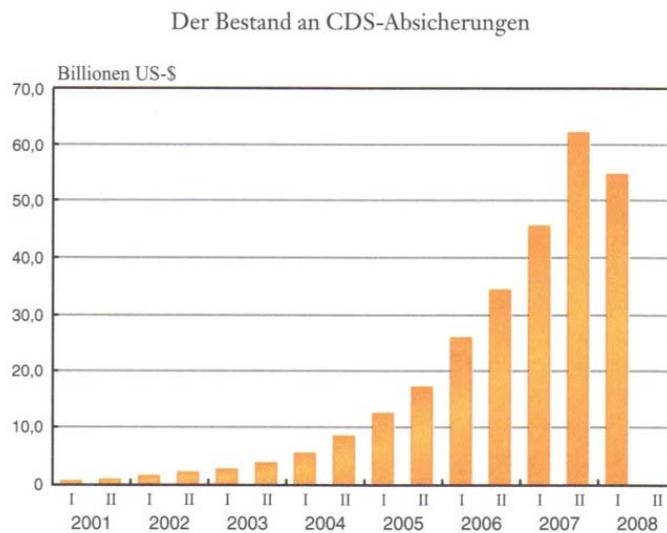
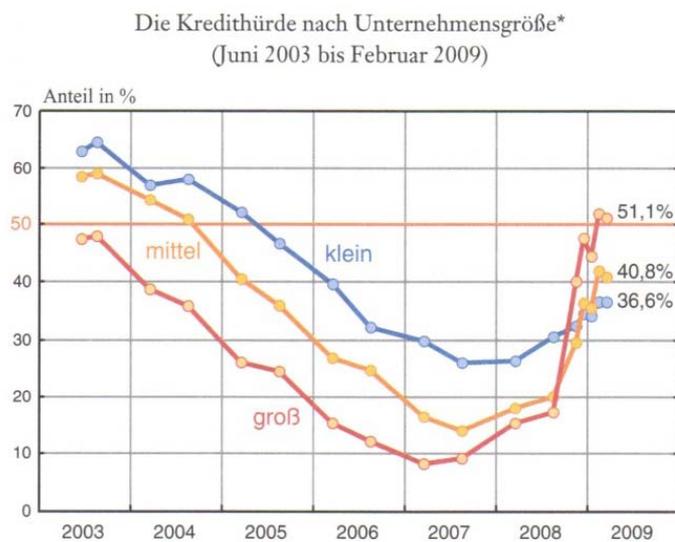


Abbildung 41 Der Bestand an CDS-Absicherungen

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 205.

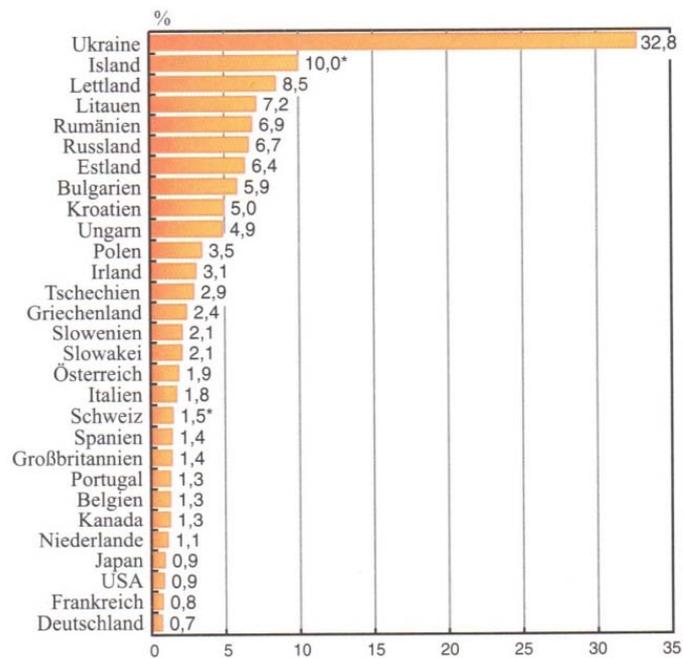


* ifo Konjunkturtest, verarbeitendes Gewerbe, Anteil der Antworten, bei denen die Kreditvergabe als restriktiv bezeichnet wird.

Abbildung 42 Die Kredithürde nach Unternehmensgröße

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 223.

Prämien für die Absicherung von Länderrisiken
(Credit Default Swaps) als Prozentsatz des Kreditvolumens,
Februar 2009



* Fünfjährige Laufzeit

Abbildung 43 Prämie für die Absicherung von Länderrisiken

Quelle: Sinn, Hans-Werner (2009), S. 256.

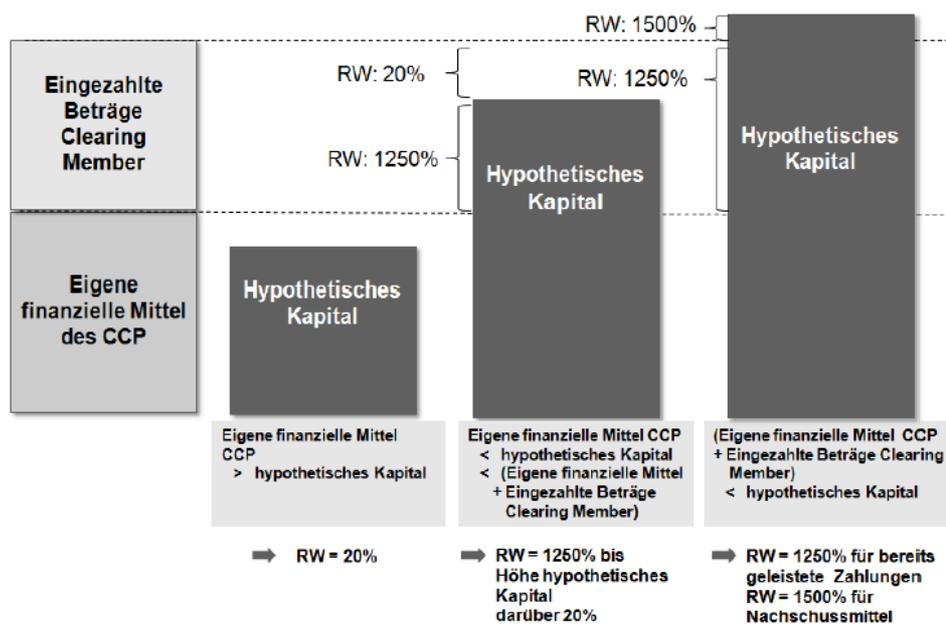


Abbildung 44 Behandlung von Geschäften mit einem zentralen Kontrahenten

Quelle: Hofmann, Christoph (2011), S. 7 (siehe Internetverzeichnis).