

---

# Globale Finanzmarktregulierung und Verbraucherschutz

DOROTHEA SCHÄFER UND BRIGITTE YOUNG

---

Dorothea Schäfer, DIW Berlin – Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, E-Mail: dschaefer@diw.de  
Brigitte Young, Universität Münster, E-Mail: byoung@uni-muenster.de

---

**Zusammenfassung:** Ein Finanzsystem, das die Realwirtschaft unterstützt, setzt ein anderes Verständnis von Normen und Werten voraus. Finanzmarktstabilität ist kein privates, sondern ein öffentliches Gut. Das Mitspracherecht in der Bereitstellung von öffentlichen Regelungen zur Stabilität der Finanzmärkte sowie eine faire und gerechte Verteilung des Nutzens von Finanzprodukten müssen daher im Mittelpunkt multilateraler und regionaler Verhandlungen stehen. Mit Recht fordern Bürgerinnen und Bürger eine gerechte Teilhabe an den Verhandlungsprozessen und dem Nettonutzen aus dem Finanzsektor. Ein Beginn könnte mit der Zertifizierung von Finanzprodukten und der Gründung einer internationalen Zertifizierungsorganisation gemacht werden. Finanzinnovationen sollten eine Testphase durchlaufen und dann lizenziert in den Umlauf gebracht werden, wenn sie sich während der Testphase als normengerecht herausgestellt haben. So könnten faire Preisbildung und neue Methoden des Risikomanagements entwickelt werden.

**Summary:** A financial system that supports the real economy requires a different understanding of norms and values. Financial stability is not a private good, but a public good. The right to participate in preparing rules for the stability of financial markets as well as guaranteeing a fair and just distribution of the net benefits has to be the focal point in multilateral and regional negotiations. Rightly, citizens demand a more just participation in the process of decision-making and that the net benefits from the financial sector are equitable distributed. A start could be made with the certification of financial products and the launch of an international organization for the certification. Financial innovations should go through a test phase and subsequently licensed if they meet the standards before circulating it through the financial markets. Such a process could lead to a fair pricing process and new methods of risk management.

→ JEL Classification: G01, G15, G28

→ Keywords: Financial crises, international financial markets, government policy and regulation

---

## I Einleitung

Die globale Finanz- und Schuldenkrise hat vielen Bürgern und Bürgerinnen das Vertrauen in das Finanzsystem genommen und anstatt des Gefühls von Sicherheit in der eigenen Geldverwaltung große Unsicherheit erzeugt. Deshalb ist auch die Meldung der Insolvenz von Prokon Regenerative Energien Anfang Januar 2014 so beunruhigend, da den Anlegern von Prokon eine ökologisch korrekte Geldanlage versprochen wurde. Das Unternehmen Prokon ist im Sektor der umweltfreundlichen erneuerbaren Energien wie Windkraftanlagen, Biomasse und der Holzverarbeitung tätig. Kunden wurden mit Genussrechten angelockt, die in Werbekampagnen als „sicher“ und „maximal flexibel“ beschrieben wurden. Genussrechte aber sind eine Mischform von Aktie und Anleihe, die den Anlegern regelmäßige Zinszahlungen verspricht, aber kein Mitspracherecht (also nur eine stille Beteiligung) an seinem Unternehmen gestattet. In Zeiten von niedrigen Renditen war die Grundverzinsung von sechs Prozent pro Jahr (Prokon hat bis zu acht Prozent ausgezahlt) bei einer ethisch korrekten Anlage ein Traum für viele kleine Privatinvestoren. Die Werbekampagne, die Genussrechte als sicherer wie ein Sparbuch bezeichnete, wurde zwar gerichtlich vom Oberlandesgericht Schleswig untersagt, hatte aber dennoch großen Erfolg. Gab es Anfang 2011 ungefähr 30000 Anleger, die rund 500 Millionen Euro in Genussrechtskapital investierten, so waren es drei Jahre später bereits über 75000 Investoren mit einem Kapital mit rund 1,4 Milliarden Euro (Spiegel-Online 2014).

Prokon konnte aber seit geraumer Zeit weder Rück- noch Zinszahlungen leisten. Es wurde sogar spekuliert, dass das Geschäftsmodell von Prokon auf einem Schneeballsystem beruhe. Mit anderen Worten: Das Unternehmen ist auf immer neues Investorengeld angewiesen gewesen, um die Rück- und Zinszahlungen leisten zu können. Deshalb waren die Anleger von Prokon Anfang des Jahres 2014 auf der Homepage aufgefordert worden, ihre Genussrechte nicht zu kündigen, da nur ein Bestand von 95 Prozent des Genusskapitals die Insolvenz hätte verhindern können. Viele Anleger trauten aber zu diesem Zeitpunkt den Versprechungen von Prokon nicht mehr. Von den 75000 Anlegern kündigten 37000 ihr Kapital in Höhe von rund 740 Millionen Euro bis zum Ende der Frist. Daraufhin musste Prokon Regenerative Energien GmbH Insolvenz anmelden (Süddeutsche Zeitung 2014a).

Dieser Fall zeigt erneut, dass die kleinen Privatanleger auf den Grauen Kapitalmärkten unzureichend geschützt sind. Das Problem der Prokon-Geldanlage rief die deutsche Regierung umgehend auf den Plan, riskante Finanzprodukte künftig zu beschränken oder sie sogar zu verbieten (Süddeutsche Zeitung 2014b). Für die Prokon-Investoren kommt diese Maßnahme zu spät, sie müssen mit erheblichen Verlusten rechnen. Den Anlegern wurde suggeriert, dass die Genussrechte bankenunabhängige Investitionen in umweltfreundliche Sachwerte und deshalb sicher wären. Diese Suggestion ist jedoch nur möglich, weil Unternehmen ohne Dokumentationspflicht Genussrechte ausgeben können, die von keiner Behörde geprüft oder zugelassen und die an keiner Börse gehandelt werden: Genussrechte sind nachrangig. Das heißt, im Falle einer Insolvenz bekommen Genussrechtinhaber nur dann etwas aus der Insolvenzmasse, wenn nach Bedienung aller anderen Gläubiger noch etwas übrig ist. Die deutsche Regierung hat zwar den Verbraucherschutz durch schärfere Regeln für Geldanlagen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) für Juli 2014 verstärkt. Danach wird vorgeschrieben, dass die Verwalter von Fonds eine Zulassung bei der BaFin beantragen müssen und einer kontinuierlichen Aufsicht unterstellt werden. Mit der Insolvenz von Prokon wird nun die BaFin beauftragt, diese Bestimmungen vorzuziehen und eventuelle gesetzliche Lücken auf dem Grauen Markt beim Verkauf von riskanten Finanzprodukten zu schließen und eine strengere Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten

zu unternehmen (Tageschau.de 2014). Gleichzeitig betonen das Finanzministerium sowie auch die Präsidentin der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin, Elke König, dass Anbieter auf den Finanzmärkten keine Wohltäter seien und deshalb dem Verbraucher in der Anlageentscheidung eine Schlüsselrolle zukäme (Süddeutsche Zeitung 2014b).

Ohne Zweifel kommt der finanziellen Bildung der Bevölkerung eine hohe Bedeutung zu. Dennoch ist es fraglich, ob finanzielle Bildung und die nun eingeleiteten Maßnahmen des Verbraucherschutzes in Zeiten von zunehmender Finanzialisierung ausreichen, um die Bürger und Bürgerinnen vor unlauteren Geschäftsmodellen auf den Finanzmärkten zu schützen. Prokon ist ein Paradebeispiel dafür, dass auch ethische und umweltfreundliche Anlagemöglichkeiten in Sachwerte mit Risiken verbunden sind. Bevor wir uns im Folgenden der Finanzmarktstabilität zuwenden und Maßnahmen zur Stärkung des Verbraucherschutzes diskutieren – letztere werden übrigens auch im Schlussbericht der Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages, „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität“ (2013) gefordert – soll im nächsten Abschnitt der in der Zwischenzeit weit verbreitete, aber etwas diffuse Begriff von Finanzialisierung beschrieben werden. Dies ist deshalb notwendig, da die Prozesse der Finanzialisierung den Finanzsektor stark vergrößert haben und sich zudem neue Akteure (wie Hedge-Fonds, Zweckgesellschaften, und Geldmarktfonds) sich mit neuen Finanzprodukten auch auf dem Grauen Markt (das sogenannte Schattenbankensystem) etablieren konnten (Kessler und Wilhelm 2014).

## 2 Finanzialisierung

Der Begriff der Finanzialisierung wird verwendet, um die Prozesse zu beschreiben, durch die sich seit den 1970er Jahren ein Bedeutungszuwachs von Finanzmärkten, Finanzmotiven, Finanzinstitutionen und Finanzeliten in der Wirtschaft sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene vollzogen hat (Epstein 2005: 1, Heires und Nölke 2014). Dieser Ansatz unterscheidet sich von anderen, in dem er die Ursachendiagnose der Finanzkrise nicht auf Teilbereiche der Finanzbranche begrenzt, wie zum Beispiel dem Versagen der Manager im Bankensektor, der zunehmenden Liberalisierung der Kapitalmärkte in den 1990er Jahren, den Regulierungsdefiziten im globalen Finanzbereich, den Interessenkonflikten der Rating Agenturen oder den quantitativen Modellen, die zu einer Unterbewertung der Risiken führten. Vielmehr wird die Krise als Folge eines Paradigmenwechsels der Finanzbranche diagnostiziert. Seit der Ära von Margaret Thatcher und Ronald Reagan Ende der 1970er Jahre wurden Finanzmärkte dereguliert und liberalisiert. Dieser Prozess wurde vornehmlich von privaten Akteuren, den institutionellen Anlegern, gefordert, aber von der Politik durch Gesetze erst möglich gemacht (Deutscher Bundestag 2002). Durch diese Gesetzesänderungen verzeichnete der Finanzsektor nicht nur hohe Wachstumsraten, sondern stieg auch in vielen Ländern der Anteil des Finanzsektors am Bruttoinlandsprodukt stetig an. Zudem vereinigte er einen immer größer werdenden Anteil der Unternehmensgewinne auf sich. Zum Beispiel betrug zu Beginn der Finanzkrise der Anteil des Finanzsektors an den Gesamtgewinnen in den USA etwa 40 Prozent (The Economist 2009)

In den 1980er Jahren wurden diese Veränderungen gemeinhin noch unter dem Begriff der Globalisierung beschrieben. Aber die quantitativen Veränderungen durch die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte, die Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen, die Dominanz des Shareholder-Value-Ansatzes in der Unternehmensfinanzierung sowie die Verbreitung der Kredit- und Anlagemärkte für Privatkunden haben eine qualitative Veränderung hin zu einem

Finanzkapitalismus eingeleitet, der die Handlungsfähigkeit der Staaten seither stark beeinflusst (Strange 1986, Windolf 2005, Semmler und Young 2010). Gleichzeitig wird mit dem Begriff der Finanzialisierung auf der nationalen und internationalen Ebene eine Machtverschiebung konstatiert, die die traditionelle Sichtweise des Kapitalismus, wonach der Finanzsektor zur Unterstützung der Realökonomie dient, auf den Kopf stellt. Die Dominanz der Finanzmärkte verkörpert somit eine strukturelle Macht (Strange 1986) mit teilweise negativen Folgen durch die Fixierung auf den Shareholder-Value sowie den Einfluss auf das gesellschaftliche Alltagsleben: Die Finanzialisierung des Alltags („financialization of every day life“) geht mit zunehmenden Bewertungs- und Wettbewerbsdruck einher (Langley 2008, Young 2014).

Diese weitreichenden Veränderungen wurden durch die Finanzkrise in den USA und die Schuldenkrise in der Eurozone noch verschärft. Als Folge trat die gravierende globale Diskrepanz zwischen den politischen Mandatsträgern und den Bürgern und Bürgerinnen in Fragen der gerechten und fairen Krisenbewältigung offen zu Tage. Immer wieder demonstrieren Frauen und Männer in Griechenland, Portugal, Italien und Spanien gegen die von wirtschaftlich erfolgreichen Euro-Ländern verordnete restriktive Haushaltspolitik, die in diesen Ländern der Eurozone (zunehmend auch in Frankreich) ein schwaches Wachstum und damit verbunden hohe Arbeitslosigkeit (insbesondere Jugendarbeitslosigkeit) hervorgerufen hat. Die in den USA begonnene Bewegung *Occupy Wall Street* hat für weltweite Schlagzeilen gesorgt. Die Wut und Empörung richtet sich gegen die hohe Arbeitslosigkeit seit Beginn der Krise und gegen die Rettung der Banken. Die Demonstranten protestieren aber auch gegen die zunehmende autoritäre Politik der Regierung- und Staatschefs, die den Steuerzahlern die Kosten der Finanz- und Schuldenkrise aufzwingt und die Investoren und Bankiers größtenteils außen vor lässt. Ralf Dahrendorf hatte bereits 1997 formuliert „Der Weltmarkt [heute Finanzmarkt] frisst die Teilhabesuchenden und lässt die, die Anteile haben, ungeschoren“ (Dahrendorf 1997: 6). Finanzmarktakteure haben sich Teile der Finanzmärkte durch private Eigentumsrechte angeeignet und der öffentlichen Kontrolle und Transparenz entzogen.

Eine Änderung hin zu einem Finanzmarkt, der die Realwirtschaft unterstützt, kann aber nicht allein durch Regulierung und Erhöhung von Transparenz und Kontrolle erreicht werden. Antworten auf und Lösungsstrategien für die derzeit noch immer schwelende Finanz- und Bankenkrise erfordern ein grundsätzlichen Umdenken und eine Umorientierung in der Gestaltung der Finanzmärkte. Ein Paradigmenwechsel setzt ein anderes Verständnis von Normen und Werten voraus, das Finanzmärkte nicht als privates Gut definiert, sondern Finanzmarktstabilität als ein öffentliches Gut deklariert. Das Prinzip der Fairness und Gerechtigkeit muss deshalb in den Reformverhandlungen ein zentraler Baustein sein (Albin 2003, Kaul 2011). Auch das Sonder-votum der SPD, der Linken, und von Bündnis90/Die Grünen im Schlussbericht der Enquete-Kommission „Wachstum Wohlstand Lebensqualität“ (Deutscher Bundestag 2013) weist darauf hin, dass der Glaube, die Finanzmärkte alleine würden es richten, sich als Fehleinschätzung mit gravierenden Folgen erwiesen hat. In diesem Zusammenhang wird als Ziel ein Rahmen für grundsätzlich nachhaltig gestaltende Ordnungspolitik vorgeschlagen, das die Dimensionen soziale Gerechtigkeit, gesellschaftliche Teilhabe, wirtschaftliche Entwicklung und ökologische Nachhaltigkeit umfasst (Deutscher Bundestag 2013: 555). Um dieses Ziel zu verwirklichen, muss aber die Gestaltung der Finanzmärkte mit den Prinzipien der sozialen und ökologischen Gerechtigkeit verbunden werden.

### 3 Finanzmarktstabilität als globales öffentliches Gut

Der Fall Prokon zeigt, dass vor allem kleine Anleger Instabilitäten auf den Finanzmärkten schutzlos ausgeliefert sind. Sie tätigen in der Regel keine Absicherungsgeschäfte, wie es die professionellen Anleger tun. Daher werden ihre Verluste auch nicht durch gegenläufige Finanztransaktionen auf den Kapitalmärkten ausgeglichen.

Die negativen externen Effekte, die Finanzmarktinstabilitäten auf Anleger ausüben, sind oft genug dramatisch. In einer schweren Finanzkrise kann zudem nur die Staatengemeinschaft die Stabilität wiederherstellen. Mit Recht hat der Finanzexperte Wyplosz (1999) deshalb die Stabilität auf den Finanzmärkten als ein globales öffentliches Gut bezeichnet, das wie Frieden und Sicherheit, Gesundheit, Wissen und Information, Umwelt und Kulturerbe, Recht und Gerechtigkeit für eine sozial und nachhaltig ausgerichtete Weltwirtschaft und für die menschliche Sicherheit außerordentlich wichtig ist. Umgekehrt kann man die Instabilität auf den Finanzmärkten als *public bad* bezeichnen, da die finanzielle Instabilität immer auch die Gefahr von internationaler Ansteckung birgt. Die extensive Deregulierung der Finanzmärkte ging mit der unkontrollierten Vermehrung von Produktinnovationen wie hypothekenbesicherten Wertpapieren, forderungsbesicherten Schuldpapieren (CDOs) und Versicherungen gegen Kreditrückzahlungsprobleme (*credit default swaps*) sowie einer Unzahl anderer Derivate einher. Diese Papiere nutzen die Banken in unlizenzierter und potentiell gefährlicher Weise, teilweise innerhalb eines unregulierten *Schattenbankensystems*. Weder ist die Preisbildung transparent noch gibt es verlässliche Risikobewertungen. Diese undurchsichtigen Geschäftspraktiken auf den Finanzmärkten haben die Umsätze und die Profite in der Finanzbranche für einige Wenige – im Vergleich zu denjenigen in der Realwirtschaft – astronomisch in die Höhe getrieben. Es hat aber auch bedeutet, dass die realen ökonomischen und sozialen Bereiche der Logik der Kapitalmärkte unterworfen wurden. Die rasch ansteigende Verschuldungsquote von Privathaushalten, Unternehmen und von öffentlichen Haushalten ist Ausdruck für die relative Verselbstständigung monetärer Prozesse und den daraus abgeleiteten Instabilitäten der Weltwirtschaft. Es sind diese theoretischen Einsichten in die *Gewalt des Geldes* (Altwater 1996), die in der damaligen Euphorie der Liberalisierungsdiskussion in Vergessenheit gerieten und die ihren sichtbarsten Ausdruck in den weltgesellschaftlich asymmetrischen Beziehungen zwischen einerseits den Geldvermögensbesitzern und andererseits den vielen Schuldner und Steuerzahlern haben. Aspekte von Fairness und Gerechtigkeit spielen in diesen Überlegungen so gut wie keine Rolle.

Die Stabilität und die Integrität der Finanzmärkte (einschließlich des Geld- und Kreditwesens) sind für die menschliche Sicherheit in einer kapitalistischen Geldwirtschaft von zentraler Bedeutung. Das Geld- und Kreditwesen hat nicht nur eine ökonomische Bedeutung, sondern auch eine wichtige soziale, kulturelle und politische Rolle über die national-staatlichen Grenzen hinweg. So sind die Forderungen von Investment- und Bankgesellschaften, die staatlich regulierten Finanzmärkte in vielen Entwicklungsländern für ausländisches Kapital zu öffnen, mit erheblichen Risiken verbunden. Erstens kann bereits ein geringer Umfang von internationalen Kapitalbewegungen für kleine und schwache Volkswirtschaften destabilisierend wirken. Die Asienkrise 1997/98, Finanzkrisen in Russland 1998, in Argentinien und Brasilien 1999/2000 sowie auch die seit 2007 anhaltende Finanzkrise haben gezeigt, dass mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz und einem hohen Fremdkapitalhebel große Marktbewegungen ausgelöst werden können. Der Preis der Instabilität ist hoch. Alle Finanzkrisen der vergangenen Jahrzehnte gingen mit hohen sozialen, ökonomischen und politischen Kosten einher. Die Möglichkeit, die international vereinbarten Entwicklungsziele, einschließlich der Millennium-Entwicklungsziele (MDGs), zu

erreichen, rückt in immer weitere Ferne. Die Hauptleidtragenden der Krise sind damit ausgerechnet diejenigen, die sie am wenigsten zu verantworten haben.

Die jetzige Finanzkrise hat viele Opfer, aber auch viel Wut, Zorn und ein Gefühl der Ohnmacht gegenüber den Akteuren ausgelöst, die dieses *Jahrhundertereignis* (Greenspan 2008) hervorgeufen haben. Trotz der Demonstrationen (*Occupy Wallstreet*) ist es aber zu keiner erkennbaren Verschiebung der Normen gekommen. Natürlich war kaum zu erwarten, dass es durch die Finanzkrise einen Wandel der Normen zurück zu einer protestantischen Ethik und Sparsamkeit geben wird (Dahrendorf 2009, Bell 1976). Es kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass Globalisierung und damit die Öffnung der Märkte zurückzudrehen sind. Wohl aber können Anreizstrukturen geändert werden, so dass die Koordinaten zwischen Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft auf globaler Ebene neu verhandelt werden. Es geht vor allem darum, den Wohlstand und die Befriedigung der Bedürfnisse nachhaltig sowie auch global gerecht zu verteilen (Deutscher Bundestag 2002 und 2013).

Aufgrund der Eigenschaft von Finanzstabilität als öffentlichem Gut bedarf die globale Finanzarchitektur einer gerechten und fairen Ausgestaltung. Zentrale Elemente einer solchen Architektur sind erstens ein globales Mitspracherecht der Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft in der Gestaltung der Finanzarchitektur, zweitens eine gerechte und faire Netto-Nutzenverteilung zwischen und innerhalb von Staaten und drittens die globale Kontrolle von riskanten Finanzprodukten. Ein Anfang könnte durch die Gründung einer internationalen (und regionalen) *Financial Products Safety Commission* (Vereinte Nationen 2009) zur Zertifizierung von Finanzprodukten gemacht werden.

#### 4 **Faire und gerechte Reformen der Finanzmärkte**

Fairness und Gerechtigkeit erfordern in allererster Linie ein faires und gerechtes Mitspracherecht. Cecilia Albin (2003) hat ein weitreichendes Konzept für gerechte und faire Verhandlungspraktiken bei globalen öffentlichen Gütern vorgeschlagen. Wichtig in ihren Überlegungen ist es, nicht mit der Ergebnisgerechtigkeit zu beginnen, sondern mit der *Prozessgerechtigkeit* (auch Kaul 2011). Letztere befasst sich mit der Fairness der Verhandlungsmodalitäten. Die Ergebnisgerechtigkeit kann umso effektiver durch eine Prozessgerechtigkeit beim Verhandlungsmodus erzielt werden.

In Bezug auf Finanzmarktreformen sollten drei Aspekte beachtet werden, ehe Reformvorschläge für die Finanzmärkte auf dem globalen Parkett verabschiedet werden. Erstens ist sicherzustellen, dass Teilnehmer/innen aus Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft die Möglichkeit eines Mitspracherechts in den Verhandlungen zur Neuordnung eines fairen und gerechten Finanzrahmens haben. Durch die Partizipation und das Mitspracherecht der global unterschiedlichen gesellschaftlichen Gruppen wird nicht nur das Prinzip der Fairness gestärkt, sondern auch die Legitimation der Ergebnisse erhöht. Zweitens müssen die Kosten und der Nettonutzen des Finanzsystems zwischen den Finanzeliten und den gesellschaftlichen, politischen und wirtschaftlichen Akteuren transparent und global gerecht verteilt werden. Dies würde drittens bedeuten, dass bei Finanzprodukten faire Nutzungsmöglichkeiten durch Zertifizierungsprozesse (Nichtausschließbarkeit im Konsum) sichergestellt werden. Wenn nämlich die Öffentlichkeit ein Mitspracherecht in der Gestaltung der Finanzmärkte und Einfluss auf die zugelassenen Fi-

nanzprodukte hat und Verbraucher außerdem durch einen Zertifizierungsprozess über deren Risiken mitbestimmen können, wird auch die Stabilität und das Vertrauen in die Finanzmärkte nachhaltig neu justiert.

#### 4.1 Mitspracherecht in der Gestaltung der Finanzarchitektur

Das Mitspracherecht der Menschen ist ein anerkanntes Grundprinzip von Demokratie und Gerechtigkeit. Die Herausforderung besteht darin, wie die Autorinnen Albin (2003), Kaul et al. (2003, 2011) darlegen, die Gremien derer, die am Entscheidungsprozess teilnehmen, in Übereinstimmung mit denjenigen zu bringen, die von den Auswirkungen des öffentlichen Guts (Stabilität der Finanzmärkte) betroffen sind. Diese Mitbestimmung bezieht sich aber nicht nur auf das Mitspracherecht souveräner Staaten. Die grenzüberschreitenden Finanzmarkttransaktionen, die durch überlappende Netzwerke auf nationaler, transnationaler, regionaler und internationaler Ebene fungieren, können nur in einem multilateralen Rahmen gemeinsam mit Politik, Wirtschaft und Zivilgesellschaft geregelt werden. Dies bedeutet auch, dass heute Normen wie Menschenrechte oder Frauenrechte eine Rolle spielen müssen, die auf den ersten Blick mit der Finanzkrise wenig zu tun haben. Aber gerade weil Finanzmärkte uns alle tangieren, müssen auch die neuen internationalen Normen in die Re-regulierung der Finanzsysteme mit aufgenommen werden.

Das Dilemma der demokratischen Gestaltung einer neuen progressiven Globalpolitik besteht nach Robert Dahl (1994) darin, dass zwar Regeln für Fairness und Inklusivität in multilateralen Entscheidungsstrukturen existieren, sie aber mit dem demokratischen Dilemma zwischen Effektivität in der Zielerreichbarkeit und transnationaler Bürgerbeteiligung kollidieren. Dieses Demokratie-Dilemma existiert aber nur solange der Nationalstaat unter dem Gesichtspunkt der absoluten nationalen Souveränität nach innen und außen gesehen wird. Um aber Souveränität und globale Gerechtigkeit vereinbar zu machen, muss die nationale Souveränität als verantwortungsvolle Souveränität gedacht werden. Die Norm der verantwortungsvollen Souveränität bedeutet für Staaten,

*„dass sie außer Rechten auch Pflichten haben – Pflichten gegenüber ihrer eigenen Bevölkerung und Pflichten gegenüber der Weltbevölkerung, den heutigen und zukünftigen Generationen“  
(Kaul 2011: 4).*

Eine fortschrittliche Globalpolitik für Finanzmärkte würde bedeuten, dass die nationale, aber auch regionale (EU-)Politik nicht die Chancen und die Lebensqualität anderer Länder beschränkt.

Würde die nationale Einführung einer Finanztransaktionssteuer diesem widersprechen? Bei diesem Instrument hat man das Problem, dass Gegner oft behaupten, sie seien eigentlich für die Steuer, aber sie könne nur global von allen eingeführt werden (Garber 1996). Die Notwendigkeit einer globalen Einführung wird zum Credo erhoben, wohl wissend, dass die Forderung danach ein effektives Programm zur Verhinderung ist. Nationale Alleingänge können diese vorgeschobene „Ich bin ja eigentlich dafür, aber nur wenn alle mitmachen“-Argumentation aushebeln. Solche Alleingänge können zudem Vorbildfunktion haben und bahnbrechend für eine supranationale Einführung sein. Wenn ein Land den Anfang macht, folgen die anderen möglicherweise nach. Die Finanztransaktionssteuer setzt auf der Eigenschaft der Finanzmarktstabilität als öffentliches Gut auf. Sie ist der Preis für die Nutzung des öffentlichen Gutes und wirkt somit der Übernutzung und dem Zusammenbruch des Systems entgegen (Schäfer 2012a, 2013a). Die

Besteuerung der Transaktionen fördert Langfristorientierung und Transparenz (Schäfer 2012b, 2013b). Ihre progressive Wirkung stärkt zudem die Verteilungsgerechtigkeit (Schäfer 2013c). Diese Eigenschaften sind elementare Bestandteile einer nachhaltigen Finanzwirtschaft. Die positiven Eigenschaften gehen nicht verloren, wenn die Steuer zunächst nur regional begrenzt eingeführt wird. Allerdings muss unter diesen Umständen besondere Sorgfalt auf die Ausgestaltung der Steuer verwandt werden, damit die Möglichkeiten der Steuerumgehung minimal sind (Schäfer und Karl 2012a).

Ein anderes Problem ist die veraltete politische und wissenschaftliche Aufteilung zwischen innenpolitischer und außenpolitischer Zuständigkeit. Diese überholte institutionelle Trennlinie findet man quer durch alle Staaten, erschwert aber das demokratische Mitspracherecht der Parlamentarier in Angelegenheiten wie zum Beispiel den globalen Finanzmärkten. Die Finanzmärkte sind Aufgabe der zuständigen Ministerien und werden damit zum alleinigen Gestaltungsbereich der Exekutive. Die Funktion der nationalen Parlamente ist meist reduziert auf die Verabschiedung der von der Exekutive vorgelegten Gesetzesentwürfe. Parlamente müssen aber, wie dies das deutsche Verfassungsgericht kürzlich verkündete, ein Mitspracherecht in den Verhandlungsprozessen haben. Dies würde bedeuten, dass die nationalen Parlamente auch die globalen und regionalen Auswirkungen ihrer Entscheidungen miteinkalkulieren müssen. Ein erster Schritt zu einem effektiven demokratischen Mitspracherecht in der Gestaltung der Finanzmärkte ist deshalb die Aufhebung der national-staatlich institutionellen Trennung zwischen innen- und außenpolitischen Bereichen in Politik und Wissenschaft. Diese Trennung ist durch die globalen Märkte bereits längst überholt.

#### 4.2 Gerechte und faire Nettonutzenverteilung

Trotz des massiven Wachstums der Umsätze auf den Finanzmärkten seit den 1990er Jahren hat sich die Verteilung des Wohlstandes zwischen armen und reichen Ländern weiter gravierend polarisiert. Dies hat vor allem damit zu tun, dass private Kapitalströme die internationalen Finanztransfers dominieren. Etwa 75 Prozent der globalen privaten Kapitalflüsse gehen in nur zwölf Länder. 140 Länder erhalten demgegenüber nur fünf Prozent dieser Kapitalflüsse. Nach Afrika südlich der Sahara gelangt nur ein Prozent, da in vielen Ländern eine leistungsfähige Bankeninfrastruktur kaum existiert. Durch diese asymmetrischen Kapitalströme hat sich die Polarisierung auch zwischen den Ländern im Süden vergrößert. Insbesondere die hohen Kapitalimporte aus den Leistungsbilanzüberschussländern, wie zum Beispiel China, den Ölexportländern und Deutschland in die Leistungsbilanzdefizitländer (USA, Großbritannien und südliche Euroländer), hat zu Instabilitäten auf den Weltmärkten beigetragen. Im Jahr 2007 betrug der weltweite Gesamtliquiditätsüberschuss 1700 Milliarden US-Dollar, wobei die Vereinigten Staaten allein 44 Prozent dieser Gesamtüberschüsse für sich in Anspruch nahmen (IWF 2008). Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, dass Länder wie China ein Ende der US-Dollar-Hegemonie fordern. Auch die sogenannte Stiglitz-Kommission der Vereinten Nationen (2009) regt in ihrem Bericht die Bildung eines neuen globalen Reservesystems an, um die globalen Ungleichgewichte, die durch den Dollar als weltweite Reservewährung entstanden sind, zu verändern.

Um den Nettonutzen der Kapitalmärkte global gerecht zu gestalten, müssen umfassende Reformen der Governance-Strukturen der internationalen Institutionen angepeilt werden. Vorschläge dazu sind aber weder in den Berichten der Stiglitz-Kommission noch in den Verlautbarungen der G20 zu finden. Gerade der Auftrag der Vollversammlung der Vereinten Nationen an die Expertenkommission, Vorschläge zu entwickeln, die weltweit den nachhaltigen wirtschaftlichen



Fortschritt und die Stabilität sicherstellen, so dass alle Länder – die entwickelten ebenso wie die weniger entwickelten – davon profitieren können, ist bisher nicht umgesetzt. Positiv ist anzumerken, dass gleich zu Beginn der Finanzkrise die Versammlung der G20 die der G8 ablöste. Allerdings werden die derzeitigen realen Machtverhältnisse den notwendigen Politikherausforderungen nicht gerecht. Das hat damit zu tun, dass sich der Clubcharakter der Finanz-Governance durch die Einbeziehung von Entwicklungsländern in die G20 nicht maßgeblich verändert hat (Young 2013). Problematisch ist zudem, dass die Entscheidungsgremien in der Weltbank und dem Internationalen Währungsfonds ungeachtet aller Kritik noch immer von den Industriestaaten dominiert werden (Elson und Warnecke 2011). Somit ist die Empfehlung der G20, den Entwicklungsländern neue Finanzquellen zur Verfügung zu stellen, um die derzeitigen Fehlbeiträge aufgrund sinkender Investitionen, Überweisungen und Exporterlöse auszugleichen, durchaus zweischneidig. Zwar schlägt die G20, wie auch die Stiglitz Kommission (Vereinte Nationen 2009), die Schaffung einer Fazilität vor, über die Gelder von den Industrieländern in die ärmeren Länder transferiert werden können, gleichzeitig soll aber die Fazilität im Internationalen Währungsfonds angesiedelt werden. Problematisch daran ist, dass der Verteilungsmechanismus gerade einer internationalen Organisation zugeordnet wird, die nach dem Prinzip der wirtschaftlichen Stärke verfasst ist. Die Gerechtigkeit der Verhandlungs- und Entscheidungsstrukturen muss jedoch in dem Sinne hergestellt werden, dass die Verteilung der Stimmrechte nicht nur die wirtschaftliche Stärke der Mitgliedsländer, sondern auch andere Kriterien wie die Bevölkerungszahl oder jene Indikatoren berücksichtigt, wie sie im Human Development Report Index zusammengefasst werden (Deutscher Bundestag 2002: 116, Elson und Warnecke 2011, Vereinte Nationen 2009).

Die verstärkte globale Einbettung nationaler Politik würde bedeuten, dass Politiker Anreize brauchen, um die globalen Folgen ihrer Politikentscheidungen zu evaluieren und zu kontrollieren. Dafür müssten Indikatoren und Indizes entwickelt werden, die in der Lage sind, den Erfolg einer gerechteren globalen Nutzenverteilung und einer größeren globalen Gerechtigkeit im Finanzsektor (sowie auch in anderen Bereichen) zu messen (Kaul 2011). Diese Indizes müssen wiederum transparent und der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden. Ein Beginn könnte mit der Zertifizierung von Finanzprodukten und der Gründung einer internationalen Zertifizierungsorganisation gemacht werden.

#### 4.3 Zertifizierungsorganisation für Finanzprodukte als Verbraucherschutz

Wie die Prokon-Geldanlagen im Kleinen so hat es die Finanzkrise im Großen drastisch vorgeführt: Der Zugang der Bürgerinnen und Bürgern zum gesellschaftlichen Wohlstand wird massiv beeinträchtigt, wenn sie über die entsprechenden Risiken von Anlageprodukten nicht genügend aufgeklärt werden. Viele kleine Anleger haben ihre für das Alter gedachten Ersparnisse in unsichere Produkte investiert, die sich später als wertlos herausstellten. Mit anderen Worten, der Zugang zu sicheren Finanzprodukten wurde vielen Bürgern dadurch erschwert, dass sie zu risikoreichen Anlagen überredet wurden, die deren Funktionsweise manche Berater oft selbst nicht verstanden haben. Hinzu kam, dass der Verkauf der Produkte häufiger von den hohen Provisionsversprechungen für die Banken und deren Berater als von den Präferenzen der Kunden für solide Anlagen getrieben war. Als Ironie der Prokon-Affaire kann sich nun herausstellen, dass gerade die Angst vor riskanten Anlagen viele deutsche Kleinanleger in die Falle einer ethisch korrekten Geldanlage hat laufen lassen. Denn die Prokon-Anlagen finanzieren regionale Sachgüter und sind eben keine hoch spekulativen Schuldenpapiere, die auf den internationalen Märkten gehandelt werden. Dass aber Genussrechte ein Teil des Grauen Marktes und weder mit Eigenka-

pitalgeberrechten noch mit der Vorrangigkeit von Fremdkapital ausgestattet sind, schien vielen Kleinanlegern nicht bewusst gewesen zu sein.

Zwar hat die Bundesregierung schnell mit einer Verschärfung der Verbraucherrechte reagiert, um diese Praktiken zu begrenzen oder sogar zu verbieten, aber diese Maßnahmen müssten durch eine internationale Institution mit regionalen Ablegern unterstützt werden, die für die Zertifizierung von Finanzprodukten zuständig ist. Hierfür wäre zu überlegen, eine neue internationale Organisation zu gründen. Zum Beispiel schlägt die Stiglitz-Kommission die Einrichtung einer *Financial Products Safety Commission* vor, die Finanzprodukte auf ihre Risiken prüft und dann entscheidet, ob sie der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden können (Vereinte Nationen 2009). Durch eine Zertifizierung und Kontrolle könnte besser sichergestellt werden, dass die angebotenen Finanzprodukte vereinbarten Regeln, Standards und Normen entsprechen.

Eine der wichtigsten Regulierungsforderungen sollte daher sein, dass Finanzinnovationen eine Testphase durchlaufen und nur dann lizenziert in den Umlauf gebracht werden, wenn sie sich während der Testphase als normengerecht herausgestellt haben. So könnten faire Preisbildung und neue Methoden des Risikomanagements entwickelt werden (Semmler 2008).

## 5 Fazit

Die Antwort und die Lösungsstrategien auf die derzeitige Finanz- und Bankenkrise erfordern ein Umdenken und eine Umorientierung in den Spielregeln und der globalen Governance von Finanzmärkten. Dies bedeutet vor allem, nicht nur die Ergebnisgerechtigkeit als Reformziel zu definieren, sondern auch die Prozessgerechtigkeit. Das Mitspracherecht in der Bereitstellung von öffentlichen Regelungen zur Stabilität der Finanzmärkte sowie eine faire und gerechte Verteilung des Nutzens von Finanzprodukten müssen im Zentrum multilateraler und regionaler Verhandlungen stehen. Finanzmärkte sind eben nicht private Güter, die ausschließlich gestaltet werden können, sondern sie sind Teil des öffentlichen Bereichs und müssen global allen zum Gebrauch zur Verfügung stehen. Die gesellschaftliche Akzeptanz von im Alleingang von Regierung- und Staatschefs ausgehandelten Krisenpolitiken bröckelt: Mit Recht fordern Bürgerinnen und Bürger eine gerechte Teilhabe an den Verhandlungsprozessen und dem Nettonutzen aus dem Finanzsektor.

## Literaturverzeichnis

- Albin, Cecilia (2003): Getting to Fairness: Negotiations over Global Public Goods. In: Inge Kaul, Pedro Conceição, Katell Le Goulven und Ronald U. Mendoza (Hrsg.): Providing Global Public Goods: Managing Globalization. New York, Oxford University Press, 263–279.
- Altwater, Elmar (1996): Globale Finanzinnovation, privates Computergeld und sozialisierte Schulden. PROKLA, 103 (Juni), 241–258.
- Balsler, Markus und Oliver Hollenstein (2014a): Aus der Traum von der ethisch korrekten Geldanlage. Süddeutsche Zeitung vom 22.12.2014. [www.sueddeutsche.de/wirtschaft/insolvenz-von-prokon-aus-der-traum-von-der-ethisch-korrekten-geldanlage-1.1869661](http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/insolvenz-von-prokon-aus-der-traum-von-der-ethisch-korrekten-geldanlage-1.1869661) (abgerufen am 22.1.2014).

- Bell, Daniel (1976): *The Cultural Contradictions of Capitalism*. New York, Basic Books.
- Dahl, Robert (1994): *A Democratic Dilemma: System Effectiveness versus Citizen Participation*. *Political Science Quarterly*, 109 (1), 23–34.
- Dahrendorf, Ralf (1997): Die Globalisierung und ihre sozialen Folgen werden zur nächsten Herausforderung einer Politik der Freiheit. An der Schwelle zum autoritären Jahrhundert. *Zeit-Online*. [www.zeit.de/1997/47/thema.txt.19971114.xml](http://www.zeit.de/1997/47/thema.txt.19971114.xml) (aufgerufen am 20.10.2011).
- Dahrendorf, Ralf (2009): Nach der Krise: Zurück zur protestantischen Ethik? *Merkur*, Nr. 720 (Mai). [www.online-merkur.de/seiten/1p200905a.php](http://www.online-merkur.de/seiten/1p200905a.php)
- Deutscher Bundestag (2002): *Schlussbericht der Enquete-Kommission, „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten“*. Deutscher Bundestag, Drucksache 14/9200 vom 12.6.2002.
- Deutscher Bundestag (2013): *Schlussbericht der Enquete-Kommission, „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität – Wege zu nachhaltigem Wirtschaften und gesellschaftlichem Fortschritt in der Sozialen Marktwirtschaft“*. Deutscher Bundestag, Drucksache 17/13300 vom 3.5.2013.
- Elson, Diane und Tonia Warnecke (2011): *IMF policies and gender orders: the case of the Poverty Reduction and Growth Facility*. In: B. Young, I. Bakker und D. Elson (Hrsg.): *Questioning Financial Governance from a Feminist Perspective*. London/New York, Routledge, 110–131.
- Epstein, Gerald A. (2005): *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, Edward Elgar.
- Garber, P. M. (1996): *Issues of Enforcement and Evasion in a Tax on Foreign Exchange Transactions*. In: M. Haq, I. Kaul, und I. Grunberg (Hrsg.): *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. New York/Oxford, Oxford University Press, 129–142.
- Greenspan, Alan (2008): *The Age of Turbulence*. 2. Aufl. London, Penguin.
- Heires, Marcel und Andreas Nölke (2014): *Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung*, Einleitung. In: M. Heires und A. Nölke (Hrsg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Wiesbaden, Springer VS, 19–29.
- Hulverscheidt, Claus (2014b): *Bundesregierung will riskante Finanzprodukte verbieten*. *Süddeutsche Zeitung* vom 23.1.2014. [www.sueddeutsche.de/wirtschaft/reaktion-auf-prokon-insolvenz-bundesregierung-will-riskante-finanzprodukte-verbieten-1.1869711](http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/reaktion-auf-prokon-insolvenz-bundesregierung-will-riskante-finanzprodukte-verbieten-1.1869711) (abgerufen am 23.01.2014).
- Internationaler Währungsfonds (IWF) (2008): *World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries*. Washington, D. C.
- Kaul, Inge (2011): *Gesellschaftlichen Fortschritt realisieren: Die Welt mitdenken*. Vortrag auf dem „Fortschrittsforum“, Berlin, Friedrich Ebert Stiftung, 18.10.2011.
- Kaul, Inge et al. (2003): *Providing Global Public Goods. Managing Globalization*. Oxford/New York, Oxford University Press.
- Kessler, Oliver und Benjamin Wilhelm (2014): *Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbanksystems*. In: M. Heires und A. Nölke (Hrsg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Wiesbaden, Springer VS, 97–113.
- Langley, Paul (2008): *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in America*. Oxford, Oxford University Press.
- Schäfer, Dorothea (2013a): *Die Finanztransaktionssteuer ist keine Symbolsteuer: Kommentar*. *DIW Wochenbericht* Nr. 51-52/2013, 40.
- Schäfer, Dorothea (2013b): *Sustainable Financial Markets: Financial Transaction Tax and High Capital Buffers Indispensable*. *DIW Economic Bulletin* No. 3/2013, 3–9.

- Schäfer, Dorothea (2013c): EU-Finanztransaktionssteuer und ihre Auswirkung auf Einkommens- und Vermögensverteilung. In: Höhere Reichensteuern: Möglichkeiten und Grenzen. Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, 82 (1), 177–190.
- Schäfer, Dorothea und Marlene Karl (2012a): Finanztransaktionssteuer: ökonomische und fiskalische Effekte der Einführung einer Finanztransaktionssteuer für Deutschland; Forschungsprojekt im Auftrag der SPD-Fraktion im Bundestag. DIW Berlin: Politikberatung kompakt 64.
- Schäfer, Dorothea, Stephan Schulmeister, John Vella, Donato Masciandaro, Francesco Passarelli und Ross Buckley (2012b): The financial transaction tax — Boon or bane? *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 47 (2), 76–103.
- Semmler, Willi (2008): Reform des Finanzsystems. [www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,590877,00.html](http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,590877,00.html).
- Semmler, Willi und Brigitte Young (2010): Lost in Temptation of Risk: Financial Market Liberalization, Financial Market Meltdown and Regulatory Reforms. *Comparative European Politics*, 8 (3), 327–353.
- Spiegel online (2014): Nach Prokon-Insolvenz. Regierung erwägt Verbot riskanter Finanzprodukte. [www.spiegel.de/wirtschaft/service/insolvenz-von-prokon-regierung-erwaegt-verbot-riskanter-finanzprodukte-a-945057.html](http://www.spiegel.de/wirtschaft/service/insolvenz-von-prokon-regierung-erwaegt-verbot-riskanter-finanzprodukte-a-945057.html) (abgerufen am 23.1.2014).
- Strange, Susan (1986): *Casino Capitalism*. Oxford, Basil Blackwell Ltd.
- Tageschau.de (2014): Mehr Kontrolle – notfalls ein Verbot. [www.tagesschau.de/wirtschaft/prokon-finanzministerium100.html](http://www.tagesschau.de/wirtschaft/prokon-finanzministerium100.html) (abgerufen am 23.1.2014).
- *The Economist* (2009): Rearranging the Towers of Gold. *The Economist* vom 12. September 2009, 75.
- Vereinte Nationen (2009): The Commission of Experts on Reforms of the International Monetary and Financial System (Chairperson: Joseph Stiglitz), 19. März 2009. [www.un.org/ga/president/63/commission/financial\\_commission.shtml](http://www.un.org/ga/president/63/commission/financial_commission.shtml).
- Windolf, Paul (Hrsg.) (2005): *Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Wiesbaden, VS Verlag.
- Wyplosz, Charles (1999): *International Financial Instability*. In: Inge Kaul et al. (Hrsg.): *Global Public Goods*. Oxford, New York, Oxford University Press.
- Young, Brigitte (2009): Vom staatlichen zum privatisierten Keynesianismus. Der globale makroökonomische Kontext der Immobilienblase und der Privatverschuldung. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen*, 16 (1), 141–159.
- Young, Brigitte (2013): Zwischen Erwartung und Realität – Eine kritische Bilanz der G20 Finanzmarkt- und Wirtschaftsformen. *Zeitschrift für Außen- und Sicherheitspolitik*, 6 (1 Supplement), 161–178.
- Young, Brigitte (2014): Finanzialisierung, Neoliberalismus und der deutsche Ordoliberalismus in der EU-Krisenbewältigung. In: Marcel Heires und Andreas Nölke (Hrsg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Wiesbaden, Springer VS, 63–77.