
Transparenz als Steuerungsmechanismus in Finanzsystemen

Peter Mooslechner, Martin Schürz, Beat Weber*

1. Transparenz und Finanzmarktregulierung

Nach dem Zusammenbruch des „*New Economy*“-Booms Anfang 2000 in den USA ist eine Reihe von fundamentalen Fehlentwicklungen offenkundig geworden, die das Vertrauen in die Finanzmärkte nachhaltig erschüttert haben. Neben Bilanzfälschungsskandalen à la Enron, Worldcom sowie bei anderen börsennotierten Firmen¹ wurden schließlich auch massive Kundenbetrügereien bei Mutual Funds, einem der Hauptvehikel für das Börsenengagement breiter Bevölkerungskreise, entdeckt. Als gemeinsamer Aspekt dieser Entwicklungen wurde die unterschiedliche Verfügbarkeit von Information für verschiedene Marktteilnehmer problematisiert. Die Ursachen reichten von „zurückhaltender Informationspolitik“ bis zu „krimineller Fälschung“ von Unternehmensdaten.

Als Lösung für diese Informationsprobleme tauchte im Laufe der neunziger Jahre in fast allen Diskussionen über Reformen im Finanzwesen die Forderung nach „mehr Transparenz“ auf und löste die zuvor dominierende Programmatik von „Liberalisierung und Deregulierung“ an Bedeutung ab. Während die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte mittlerweile weitgehend verwirklicht wurde, steht die konkrete Ausgestaltung und Durchsetzung von Finanzmarkttransparenz noch zur Debatte. Dabei gilt es den engen Konnex zwischen Liberalisierung und Transparenz zu berücksichtigen.

Die wirtschaftspolitische Strategie einer Liberalisierung der Finanzmärkte führt zu einem starken Wachstum von Finanztransaktionen, einer Internationalisierung der Finanzströme sowie einer tendenziellen Angleichung bislang weitgehend nationaler Finanzsysteme. Diese Entwicklungen führten jedoch auch zur Herausbildung neuer Typen von Finanzmarktkrisen. Die Einsicht, dass Liberalisierung allein noch nicht bzw. nicht notwendigerweise zu optimalen Ergebnissen führt, rückte Fragen der Steuerungsmechanismen des Finanzsystems neuerlich ins Zentrum des Interesses.

Wenn auf den Finanzmärkten – wie vielfach unterstellt – die Voraussetzungen für ein effizientes Funktionieren des Marktmechanismus weitgehend erfüllt sind, dann können Abweichungen von einem optimalen Markt-

ergebnis nur darauf zurückzuführen sein, dass die handelnden Marktteilnehmer nicht über die erforderlichen Informationen verfügen. Unter diesen Voraussetzungen können die zentralen wirtschaftspolitischen Akteure durch Transparenzaufgaben die Bereitstellung von Informationen verlangen und damit die Marktergebnisse verbessern. Wirtschaftspolitische Reformen zielen darauf ab, die Nachfrager nach Finanzierungsmitteln (d. h. Konsumenten, Kreditnehmer, Investoren) zu einer umfassenderen Bereitstellung von Informationen gegenüber Kapitalbereitstellern (d. h. Finanzinstitutionen, Sparer) zu zwingen. Konkret beinhalten deshalb moderne Standards zur Verbesserung der Funktionsweise des Finanzsystems zunehmend Transparenzklauseln.

Transparenz kann sich auf eine Vielzahl von ökonomischen, sozialen und politischen Informationen beziehen, die von verlässlicher Qualität sein müssen und zeitgerecht allen Betroffenen zur Verfügung stehen sollen. Die Informationen können die Verwendung von Krediten, die Kreditwürdigkeit von Schuldern, die geprüften Abschlüsse von öffentlichen und privaten Institutionen und Betrieben, den Budgetprozess und Daten des öffentlichen Sektors, Statistiken der Zentralbank, Parteienfinanzierung, Abstimmungsverhalten im Parlament und Aktivitäten internationaler Institutionen betreffen.²

Transparenz hat eine hohe Bedeutung im aktuellen wirtschaftspolitischen Diskurs. Dies stützt sich auf eine Reihe von erwarteten positiven Effekten:

- Erstens sollen durch mehr Informationen Marktakteure in die Lage versetzt werden, bessere Entscheidungen zu treffen. Initiativen zur Erhöhung der Transparenz versuchen deshalb, die Informationsverarbeitungskapazität auf Finanzmärkten zu erhöhen.
- Zweitens sollen Marktakteure diszipliniert werden: Werden etwa staatliche Fehler öffentlich bekannt, sei mit Konsequenzen in den Allokationsentscheidungen des Privatsektors zu rechnen, und dies würde dazu führen, dass Regierungen hinkünftig richtige Entscheidungen treffen. So würde verfehltes wirtschaftspolitisches Handeln zu Kapitalflucht führen, und das Wissen um diese antizipierten negativen Konsequenzen würde eine gute Wirtschaftspolitik gleichsam erzwingen.
- Drittens soll erhöhte Transparenz die Glaubwürdigkeit eines Finanzsystems stärken.

2. Transparenz in der ökonomischen Theorie

Die traditionelle ökonomische Begründung für die Notwendigkeit von Transparenz auf Finanzmärkten beruht auf der Existenz von Marktunvollkommenheiten und Marktversagen. In diesem Zusammenhang verdienen fundamentale Unterschiede zwischen theoretischen Zugängen und die Kluft zwischen Theorie und Realität der Finanzmärkte besondere Beachtung.

Die ökonomische Argumentation in der Tradition von Adam Smith betrachtet Transparenz für das Funktionieren des Preismechanismus auf Gütermärkten als relevant. Vollständige Information aller Marktteilnehmer sichert – zusammen mit einer Reihe von anderen vereinfachenden Annahmen – nicht nur ein Partialgleichgewicht, sondern auch ein makroökonomisches Gleichgewicht. Die Finanzierungsweise von Gütertransaktionen und die Finanzmärkte spielen in diesem Kontext jedoch keine explizite Rolle, deshalb bleibt die Transparenz des Finanzsystems bei diesem Zugang außer Betracht. Ökonomische Theorien haben deshalb lange Zeit Finanzmärkte von „realen“ Aktivitäten getrennt behandelt. Die makroökonomische Standardtheorie sah keine langfristigen Effekte von Finanzentwicklungen auf Gleichgewichte in der Realwirtschaft vor. Im Kern spiegeln in diesem Modell Finanzmarktentwicklungen nur Entwicklungen von realen Variablen, und Finanzierungsentscheidungen haben keine Auswirkungen auf realwirtschaftliche Entscheidungen.

Neben der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie entwickelte sich eine separate neoklassische Theorie der Finanzmärkte, der zufolge Finanzmärkte und Finanzinstitutionen ein effizientes Steuerungsmedium für realwirtschaftliches Verhalten darstellen. In diesem theoretischen Rahmen werden Entscheidungen auf Finanzmärkten als effizienter als jene von Akteuren auf Gütermärkten erachtet sowie die Struktur der Gütermärkte als im Vergleich mit Finanzmärkten grundsätzlich unvollkommener. Diese Überlegungen kulminierten in der so genannten „Effizienzmarkthypothese“ (EMH), die für Jahrzehnte die zentrale Vorstellung vom Funktionieren von Finanzmärkten und ihrem Verhältnis zur Realwirtschaft darstellte. Auf Fama (1970) zurückgehend, beinhaltet die EMH im Wesentlichen zweierlei. Auf theoretischer Ebene wird Finanzmarkteffizienz als Verwendung aller verfügbaren Information zur Bestimmung des Marktpreises eines Wertpapiers definiert. Auf empirischer Ebene behauptet sie, dass – von seltenen Ausnahmen abgesehen – Finanzmärkte in dieser Weise effizient sind und somit die EMH bestätigen. In diesem Modell bedarf es keiner wirtschaftspolitischen Initiativen zur Erhöhung der Transparenz, weil alle verfügbare Information genutzt wird und bereits im herrschenden Preis enthalten ist. Mit anderen Worten, alle Transparenzbedürfnisse werden vom Marktmechanismus endogen erfüllt.

Die theoretischen Grundlagen der „EMH“ beruhen auf drei Hauptannahmen: (i) Finanzmarktinvestoren sind rational; (ii) sofern ihre Rationalität begrenzt ist, ist ihr Verhalten erratisch; (iii) wenn irrationales Verhalten von Investoren systematisch auftaucht, wird dieses durch eine ausreichende Anzahl von anderen Marktteilnehmer („rationale Arbitrageure“) ausgeglichen, die alle möglichen Ineffizienzen in der Preisbildung, die durch irrationale Akteure verursacht werden, kompensieren.

In der zeitgenössischen Ökonomie gibt es nun zwei wesentliche Ansätze, die die Annahmen und Ergebnisse der EMH bestreiten und bei denen folglich Transparenz eine wirtschaftspolitische Rolle spielt:

So entwickelte sich in den achtziger Jahren die psychologisch fundierte „*Behavioural Finance*“ zu einer theoretischen Herausforderung der „EMH“. „*Behavioural Finance*“, so Shleifer (2000), ist „...the study of human fallibility in competitive markets“. Der Ansatz untersucht die Frage, was passiert, wenn irrationale Akteure mit rationalen Arbitrageuren auf dem Markt zusammentreffen. Es stellt sich heraus, dass dann in den meisten Fällen Finanzmärkte nicht effizient sind. Markteffizienz wird auf einen Spezialfall reduziert, dessen Eintreffen höchst unwahrscheinlich ist.

Als zweites ist die Prinzipal-Agent-Theorie relevant, eine Unterdisziplin der neoklassischen Ökonomik. Hier wird das Vorliegen von Informationsasymmetrien als Charakteristikum von Finanzmärkten angesehen: Wenn eine Partei bei einer Transaktion über das Objekt der Transaktion besser informiert ist als die andere, liegen Anreize zu einem Fehlverhalten vor. Deshalb hat die geringer informierte Partei (Prinzipal) fundamentale Gründe, dem anderen (Agent) zu misstrauen. Eine solche Konstellation kann dazu führen, dass Transaktionen nicht zustande kommen bzw. nur selektiv durchgeführt werden³ oder dass die schlecht informierte Gläubigerseite durch plötzlich und zu spät auftauchende (negative) Informationen überrascht wird und es daraufhin zu Marktkrisen kommt. Unter solchen Bedingungen können verpflichtende und durchgesetzte Transparenzbestimmungen offensichtlich zu einer Verbesserung des Marktergebnisses führen.

Zusammenfassend lässt sich erkennen, dass die Rolle von Transparenz entscheidend vom theoretischen Rahmen abhängt, den man zugrunde legt. In der ökonomischen Standardtheorie gibt es keinen Bedarf nach Transparenzerhöhung. Erst wenn Abweichungen vom Rationalitätsprinzip, Marktunvollkommenheiten und vor allem Informationsasymmetrien in den Untersuchungsrahmen eingeführt werden, können transparenzerhöhende Politikinitiativen argumentiert werden. Eine Befürwortung von Transparenz beinhaltet also in jedem Fall zumindest eine Annahme von substantiellen Marktunvollkommenheiten.

3. Transparenz in der wirtschaftspolitischen Debatte

Die Prinzipal-Agent-Theorie mit ihrer Annahme asymmetrischer Information bildet den zentralen Referenzrahmen für einschlägige wirtschaftspolitische Debatten. Finanztransaktionen sind unvollständige Kontrakte – es werden nicht zwei Objekte in der Gegenwart getauscht, sondern Geld gegen ein in die – nicht vorhersehbare – Zukunft gerichtetes Zahlungsverprechen. Die Schuldner wissen mehr über die Erfolgschancen der Investitionsprojekte, für die sie Kredite aufnehmen, und somit über ihre Rückzahlungsfähigkeit, als die Gläubiger. Um Kredite zu erhalten, haben

sie Anreize, negative Informationen zu verbergen.

Um diese Anreize wissend, müssen die Gläubiger einen Weg finden, um die Schuldner zu überwachen und somit über deren finanziellen Status laufend informiert zu sein. Die Beziehungen zwischen Banken und ihren Schuldnern, das Verhältnis zwischen Management und Aktionären einer Firma sowie dasjenige zwischen Finanzdienstleistungsunternehmen und Konsumenten ihrer Finanzprodukte folgen diesem Muster.

Eine Lösung für das Überwachungsproblem ist die Einsetzung eines unabhängigen Dritten als objektive Prüfungsinstanz. Dieser Dritte kann entweder eine Regulierungsbehörde sein, die einer der beiden Parteien bestimmte Verhaltensauflagen erteilt, Akteure mit bestimmten Merkmalen vom Markt ausschließt oder etwa bestimmte Verhaltensweisen unter Strafe stellt. Ein anderer Weg ist, dass dieser Dritte sich darauf beschränkt, die Informationsweitergabe durch Schuldnerparteien zu erzwingen sowie möglicherweise auch zu verifizieren. Die Forderung nach Transparenz wird meist als Kürzel für die zweite Variante verwendet und als Alternative zu der vom Finanzsektor ungeliebten staatlichen Regulierung argumentiert.

Die jüngsten Finanzmarktskandale in den USA haben gezeigt, dass es um die Unabhängigkeit dieser Dritten im Fall von Buchprüfern, Analysten und Fondsmanagern oft nicht gut bestellt ist. Offensichtlich wurde die Verifizierung der Transparenzverpflichtungen von jenen, die damit eigentlich beauftragt waren, oft nicht ordnungsgemäß durchgeführt. Als eine Möglichkeit zur Abhilfe werden in der Debatte um Reformen der Finanzregulierung wiederum Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz dieser Dritten gefordert, eine Art Transparenz zweiter Ordnung.

Wie ist es um die Wirkungsweise von Transparenz bestellt? Ist verbesserte Transparenz eine realistische Lösung für das Problem asymmetrischer Information in Finanzsystemen? Zur Beantwortung dieser Fragen sollen drei Fallstudien angestellt werden, die die Wirkungsweise von Transparenz in verschiedenen wirtschaftspolitischen Reforminitiativen untersuchen.

4. Transparenz und die Reform der internationalen Finanzarchitektur

In den neunziger Jahren wurde die Globalisierung der Finanzmärkte zunehmend von Krisen überschattet. Nach einer Periode der Deregulierung und Liberalisierung folgten 1994 die Mexiko-Krise und 1997 die Asien-Krise. In der Folge setzte eine breite Debatte über die Reform der internationalen Finanzarchitektur ein.⁴ Im Zuge dessen gab es auch Vorschläge für radikale Reformmaßnahmen, die von der Besteuerung von Devisentransaktionen über die Gründung einer Weltfinanzbehörde, der Einrichtung eines internationalen Insolvenzverfahrens für Staaten bis zur stärkeren Regulierung diverser Finanzinstitute oder Kapitalverkehrskontrollen

reichten. Letzten Endes setzten sich diese Ideen aber nicht durch. Die theoretische Orthodoxie, der zufolge an liberalisierten Kapitalmärkten nichts auszusetzen sei, behielt trotz der erlittenen Erschütterungen die Oberhand. Die vorherrschende Erklärung für die Krisen lautete: Intransparenz der Schuldnerstaaten habe eine adäquate Risikoeinschätzung durch Investoren verhindert und zu Panikreaktionen geführt, die in eine Krise mündeten, als die Wahrheit über die wirtschaftliche Lage in den Krisenstaaten ans Tageslicht kam. Folglich solle die Verbesserung der Transparenz einen zentralen Eckpfeiler einer neuen Finanzarchitektur bilden.

Zur Umsetzung wurde 1997 das Financial Stability Forum (FSF) gegründet, zusammengesetzt aus Regierungs- und Aufsichtsbeamten der Industriestaaten. Diese arbeiten an internationalen Standards zum Ablauf wirtschaftspolitischer Prozesse. Mittlerweile hat das FSF etwa hundert Standards aufgestellt, wobei den Kern Transparenzvorschriften zur Geld- und Finanzpolitik, Datenveröffentlichung, Verbuchung, Buchprüfung und *Corporate Governance* bilden.⁵ Die Umsetzung dieser Standards wird vom Internationalen Währungsfonds und der Weltbank regelmäßig im Rahmen des „Review of Standards and Codes“-Prozesses überwacht.

Die offiziöse Erwartung ist, dass diese Transparenzbestimmungen die Finanzmarkteffizienz erhöhen, da ein breiteres Informationsangebot es den Investoren erlaubt, bessere Entscheidungen zu treffen.⁶ Allerdings haben die Versuche zur Umsetzung dieser Standards sehr bald die Probleme und Grenzen dieser Initiativen bei der Erreichung dieses Ziels offen gelegt.

Da die Einhaltung der Transparenzstandards bislang auf freiwilliger Basis erfolgt, ist das Erlangen von Reputation der einzige Anreizmechanismus für Schuldnerstaaten, sich diesen Regeln zu unterwerfen. Der Anreiz zum Erwerb von Reputation steht allerdings in Konflikt zu anderen Anreizen, die kurzfristig ökonomisch deutlich attraktiver sein können. Beispielsweise kann die Überprüfung der Standards nur in bestimmten Intervallen erfolgen – in der Zeit dazwischen dominiert möglicherweise der Anreiz, bestehende kurzfristige Vorteile auf Kosten der anderen Marktteilnehmer zu lukrieren. Davon abgesehen, ist die Überprüfung von Daten enorm aufwändig und schwierig.⁷

Zweitens zeigen Umfragen unter internationalen Investoren eine nur geringe Bekanntheit der Transparenzstandards. Und sofern die Standards bekannt sind, dürfte ihnen nur begrenzte Aufmerksamkeit zuteil werden. Bislang wenigstens scheint ihre Einhaltung kein wichtiges Kriterium zur Festlegung von Bewertungen (*Ratings*) oder Kreditkosten zu sein.⁸

Drittens bestehen nach wie vor erhebliche Meinungsverschiedenheiten darüber, ob Informationsmangel in der Vergangenheit tatsächlich eine wichtige Rolle bei Finanzkrisen gespielt hat. So gibt es deutliche Anzeichen dafür, dass Finanzmärkte oftmals fundamentale Daten schlicht vernach-

lässigen. Ebenso präsentiert die Literatur zum Herdenverhalten auf Finanzmärkten alternative Verhaltensdeutungen.⁹ Und wo Fundamentaldaten eine Rolle spielen, basieren die Markteinschätzungen nicht auf über die Zeit stabilen Kriterien, und diese werden auch nicht nach einem gemeinsamen Modell bewertet, wie es der *Standards and Codes*-Ansatz unterstellt. Vielmehr wenden unterschiedliche Investorengruppen unterschiedliche Kriterien an, diese sind „Moden“ unterworfen, und manchmal überlagern soziale Gruppenphänomene die fundamentalökonomischen Analysen.¹⁰

Viertens konnte bislang kein direkter Zusammenhang zwischen der Einhaltung von internationalen Standards und Finanzmarktstabilität nachgewiesen werden.¹¹

Fünftens sind die Transparenzstandards mit einem Problem adverser Selektion konfrontiert: OECD-Staaten sind nicht auf sie angewiesen, und Länder des Südens haben administrative Schwierigkeiten, sie zu erfüllen. Letztere haben bereits darauf hingewiesen, dass die Standards vor allem auf Erfahrungen und Umstände der Industriestaaten Bezug nehmen und die Besonderheiten von Ökonomien in einem anderen institutionellen Umfeld unberücksichtigt lassen.¹²

Aus diesen Gründen ergibt sich der Schluss, dass die Nützlichkeit von Transparenzstandards zur Lösung eines Problems asymmetrischer Information im internationalen Finanzgeschäft begrenzt sein dürfte. Dass diese Standards dennoch massive Unterstützung von offizieller Seite erhalten, gibt Anlass, über mögliche andere Funktionen der Transparenzinitiative nachzudenken.

Als Verantwortliche für das ordnungsgemäße Funktionieren der internationalen Finanzmärkte haben die internationalen Finanzorganisationen die Zielsetzung, das verlorene Vertrauen unter den Investoren nach einer Krise wiederherzustellen. Regulierungen für Finanzinstitute werden von diesen eher als Signal für unerwünschte Eingriffe in die Rahmenbedingungen der Märkte interpretiert. Wenn jedoch Schuldner Auflagen, standardisierten Informationsanforderungen und einer verstärkten Überwachung unterworfen und damit in ihrer Bewegungsfreiheit zugunsten der Gläubiger eingeschränkt werden, dann kann dies das Vertrauen erhöhen. Auch wenn die Gläubiger keine spezifische Verwendung für die offen gelegten Daten haben, so ist doch die Tatsache, dass eine institutionelle Struktur Informationsverpflichtungen für die Schuldner vorsieht und sie einer Überwachung unterwirft, Ausdruck eines veränderten Verhältnisses von Schuldnern und Gläubigern. Auf diesem Weg soll ihr Vertrauen in das Finanzsystem gestärkt werden. Die internationalen Finanzorganisationen interpretieren die Erfüllung der Transparenzstandards durch Schuldner als Signal für die Gläubiger. Diesen wird suggeriert, dass die internationalen Finanzmärkte reibungslos funktionieren und diejenigen, die die Standards

erfüllen, vertrauenswürdige Teilnehmer sind. Um aber tatsächlich einen stabilisierenden Einfluss auf die Märkte zu erzielen, müssen die Transparenzstandards zu Verhaltensänderungen bei den Gläubigern führen. Die Standards müssen deshalb auch einen Lenkungseffekt bei den Gläubigern haben, den „Fundamentaldaten“ mehr Beachtung zu schenken.

Die internationalen Finanzorganisationen haben auf die geringe Beachtung, die den Standards entgegengebracht wird, mit einer Marketing- und Schulungsoffensive reagiert. Eine Vielzahl von Seminaren und Öffentlichkeitsmaßnahmen spiegelt die Einsicht wider, mit den Standards nicht nur eine Dienstleistung bereitzustellen und eine Marktlücke zu füllen, sondern aktiv zu intervenieren, um Verhaltensänderungen herbeizuführen und die Aufmerksamkeit für und das Bedürfnis nach diesen Standards zu stärken.¹³

Der erwartete Vorteil für *Emerging Markets* ist, dass durch die Einhaltung von Standards die Investoren zu einer längerfristigen Orientierung ihrer bislang oft sehr kurzfristig orientierten Investitionen übergehen könnten. Ob das gelingt, ist allerdings unsicher, denn das wesentliche Faktum, dass die Kosten des notwendigen *Monitoring* oft den Nutzen eines längerfristigen Engagements übersteigen, bleibt bestehen.

Mehr Transparenz leistet einen Beitrag, nationale Wirtschaftspolitik über die Reaktionen von privaten Investoren zu disziplinieren. Das ist Ausdruck des wirtschaftspolitischen Willens, die Steuerungsfunktion der Finanzmärkte für die Wirtschaftspolitik zu vertiefen. Transparenzstandards setzen bei Reputationsanreizen an. Sie sind Bestandteil einer Strategie, das Funktionieren der internationalen Finanzmärkte zu verbessern. Dieses Unterfangen erfolgt indirekt über eine internationale „Verhaltenskultur“ für Schuldner und Gläubiger, die zur Vertrauensstärkung in die Finanzmärkte beitragen soll.

5. Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich

Deutschland hat ein bankendominiertes Finanzsystem. Im letzten Jahrzehnt ist aber die Marktorientierung angestiegen. Informationsmonopolisierung durch so genannte „*Insider*“ (das Management oder die Hausbanken) auf Kosten von Kleinaktionären wurde zunehmend als Hemmschuh für die Etablierung einer auf breiter Beteiligung der Bevölkerung fußenden „Aktienkultur“ kritisiert. Als in den neunziger Jahren eine Reihe von Fällen des Kontrollversagens in Großunternehmen bekannt wurde (Metallgesellschaft, Bremer Vulkan, die Deutsche Bank-Beteiligung an der Schneider-Immobiliengruppe etc.), schienen die wirtschaftspolitischen Argumente für eine Beibehaltung des Status quo in die Defensive zu geraten und die Zeit für eine Reform reif.¹⁴

Die 1997 angelaufene Initiative für ein „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ („Kontrag 1998“) zielte auf eine Novellierung des Aktiengesetzes und Änderungen zur Aufsichtsratsbeteiligung von Banken in Industrieunternehmen.¹⁵ Informationsasymmetrien sollten mittels Transparenzerhöhungsmaßnahmen und neuen Abstimmungsregeln im Aufsichtsrat beseitigt werden. Die Reform, ursprünglich von der damals als Juniorpartner in einer Regierungskoalition mit der CDU befindlichen FDP lanciert, fand nach und nach unerwartete Unterstützung. Die Liberalen hatten primär mit der Wettbewerbsfähigkeit des „Finanzplatzes Deutschland“ argumentiert. Zustimmung kam zunächst von der in Opposition befindlichen SPD, die in der Initiative ein Vehikel gegen die von ihr schon lange kritisierte Macht der Banken sah. Das Gleiche galt für die zu dem Zeitpunkt ebenfalls oppositionellen Grünen. Das ergab eine erstaunliche und breite Koalition für ein Reformvorhaben, das vordem innerhalb des deutschen Finanzestablishments als undenkbar galt.

Aus dem Privatsektor kam Unterstützung von jenen Banken, die ihr Investmentgeschäft ausbauen wollten, von jenen Gruppen, die Deutschland als internationales Finanzzentrum etablieren wollten, sowie von ausländischen Finanzinstituten, die sich besseren Zugang zum deutschen Markt erhofften. Dazu kam eine Reihe von deutschen Großunternehmen, die auf erhöhte Attraktivität ihrer Wertpapiere für ausländische Anleger spekulierten. Die Regierung beabsichtigte eine Reihe von größeren Privatisierungen und schätzte dafür die Attraktivität des Kapitalmarktes als wesentlich ein. Daneben wollten Vereinigungen privater Aktionäre eine Stärkung der Marktorientierung des deutschen Finanzsystems. Die anfangs auf Grund der geplanten Reduktion der Größe des Aufsichtsrats skeptischen Gewerkschaften wurden mit einer Bestimmung zur Abschaffung ungleicher Stimmengewichte im Aufsichtsrat überzeugt. Zuletzt fanden sich vehemente Gegner nur noch in den Ländern und Gemeinden, da der Reformentwurf auch ihren Einfluss auf in ihrem Eigentum befindliche Unternehmen zu verringern vorsah.

Interessensdivergenzen unter den diversen Unterstützern führten dazu, dass das ursprünglich als Reform von Aktieneigentum und Bankenvertretung in Aufsichtsräten konzipierte Gesetz im Endeffekt hauptsächlich bloß Bestimmungen zur Transparenz und Rechenschaftspflicht des Aufsichtsrates enthielt. Im Wesentlichen waren dies Änderungen der Vorschriften betreffend den Aufsichtsrat, das Risikomanagement und den Bankenbesitz von Industriekapital. Die signifikanteste Änderung betraf die Einführung der Möglichkeit von Aktienoptionen als Entlohnungsform für das Management. Im Zuge der jüngsten Finanzskandale in den USA ist dieses umstrittene Entlohnungsinstrument, einst als beste Methode zur Reduktion von Anreizkonflikten und Informationsasymmetrien zwischen Management und Aktionären gehandelt, schwer in Misskredit geraten, sind

doch die inhärenten massiven Anreizprobleme zur Selbstbereicherung des Managements offen zu Tage getreten.¹⁶

Gemessen an seinem ursprünglichen Ziel, Informationsasymmetrien zwischen Klein- und Großaktionären sowie zwischen Aktionären und Management zu verringern, ist der Beitrag des Kontrag bescheiden geblieben. Die meisten Bestimmungen bringen keine wesentlichen Änderungen, aber gemessen an der vormaligen Persistenz des Status quo ante war es ein bedeutender Hebel. Die breite Koalition, die dieses Gesetz, aus unterschiedlichen Motiven, getragen hat, schuf ein starkes Signal zur Schaffung einer Aktienkultur in Deutschland – sowohl an ausländische Anleger, in Deutschland zu investieren, als auch an heimische Investoren, ihr Verhalten an die neue marktfreundliche Kultur anzupassen.

Im Konzert mit Privatisierungskampagnen bildete Kontrag 1998 ein wichtiges Element zur Erhöhung des Vertrauens von Aktionären in die deutsche Börse. Kontrag signalisierte einen Wandel in der Finanzkultur. Die Zahl der deutschen Aktienbesitzer erhöhte sich von 8,9% im Jahre 1997 auf 20% vier Jahre später.¹⁷

6. Programme zur finanziellen Alphabetisierung

Die im Vergleich zu Kontinentaleuropa viel größere Bedeutung der Finanzmärkte für breite Bevölkerungsschichten in den USA und in Großbritannien war in den letzten Jahren verstärkt von Initiativen zur Bildung in Finanzfragen begleitet. Kommerzbanken, Unternehmen, Behörden, Zentralbanken, Schulen und gemeinnützige Organisationen (NRO) bieten eine Vielzahl von Programmen an, die Basisinformationen zur Funktionsweise von Pensionsfonds, dem Hypothekenmarkt und Konsumentenkrediten vermitteln. Damit sollen „Laien“ in die Lage versetzt werden, „vernünftige“ Entscheidungen auf dem Gebiet ihrer persönlichen Finanzen zu treffen.

Den Auslöser für diese Bildungsangebote stellten wachsende Probleme dar, die mit der Einbeziehung neuer Kundenschichten in die Finanzmärkte zu Tage traten. Mit der Ausweitung des Angebots von Konsumentenkrediten ist es zu einem rasanten Anstieg der Konsumentenverschuldung und der Fälle von Zahlungsunfähigkeit unter Privaten gekommen. Andererseits waren das Marktwachstum und der intensivierte Wettbewerb unter Finanzdienstleistern begleitet von einem massiven Auftreten von Betrugsfällen. Diese Geschehnisse haben streckenweise das Vertrauen der Konsumenten untergraben und ihre Bereitschaft zum Finanzengagement geschmälert.¹⁸

Auf diese Probleme gibt es grundsätzlich zwei mögliche wirtschaftspolitische Antworten: Entweder man entlastet die Konsumenten von gewissen Risiken und unterwirft Finanzdienstleistungsunternehmen und die von ihnen angebotenen Produkte einer strikten Regulierung (Standardisierung

der Produkte, Verbot bestimmter Produkte und Verkaufspraktiken, öffentliche Bereitstellung von Diensten wie z. B. Pensionen etc.). Oder man belässt es bei einer individuellen Risikotragung auf einem liberalisierten Markt und versucht, die Funktionsweise des Marktes zu verbessern.

Die Transparenzinitiativen unserer ersten zwei Fallstudien schreiben sich in die zweite Kategorie ein. Finanzielle Alphabetisierungsprogramme versuchen, die Informationsverarbeitungsfähigkeit der Individuen zu erhöhen und repräsentieren so die beginnende Einsicht, dass es mit Transparenzauflagen allein nicht getan ist, sondern dass zumindest ergänzende Maßnahmen notwendig sind, um Transparenz zu einem wirksamen Steuerungsinstrument werden zu lassen.

Das Verhalten der Konsumenten von Finanzdienstleistungen entspricht nicht den Annahmen des neoklassischen Rationalitätsmodells. In vielen Fällen verstehen Menschen die bereitgestellten Informationen nicht oder sie verwenden diese nicht.¹⁹ Unter diesen Umständen reicht Transparenz ganz offensichtlich nicht aus. Finanzielle Alphabetisierungsprogramme haben die Aufgabe, diese Marktunvollkommenheit zu beseitigen. Informierte und ausgebildete Konsumenten sollen vernünftige Finanzierungsentscheidungen ermöglichen und einen geeigneten Schutzschild gegen Betrug von Finanzdienstleistern aufbauen.

Der Erfolg der finanziellen Alphabetisierungsprogramme ist noch unklar, denn die wenigen vorhandenen Evaluierungsstudien zeigen unterschiedliche Resultate. Einige Studien finden qualitative Verbesserungen in den Entscheidungen von Absolventen solcher Programme.²⁰ Andere Studien diagnostizieren sogar eine Verschlechterung des Wissensstandes.²¹ Zudem hat auch Wissen oft keine verhaltensändernden Auswirkungen. Es zeigt sich, dass die wichtigste Lernquelle im Bereich von Finanzprodukten persönliche Erfahrung ist. Finanzprodukte sind aber sehr komplex, und Konsumenten haben naturgemäß mit den meisten Produkten selten zu tun, folglich gibt es kaum Gelegenheit, wirklich Erfahrungen zu sammeln.

Wenn finanzielle Alphabetisierungsprogramme aber keinen eindeutigen Beitrag zur Lösung des asymmetrischen Informationsproblems leisten, welche Funktionen erfüllen sie dann noch?

Ihr Haupteffekt dürfte darin liegen – und das ist wohl auch das Hauptmotiv von vielen der privaten Anbieter dieser Programme –, das Vertrauen von Konsumenten zu stärken. Absolventen von finanziellen Alphabetisierungskursen, so die Hoffnung, fühlen sich in ihrem Selbstvertrauen gestärkt, ausreichend ausgebildet und damit befähigt, sich selbstständig auf dem komplexen Finanzmarkt zu bewegen.

Dies soll dazu beitragen, Vertrauenskrisen auf den Finanzmärkten besser zu bewältigen und Konsumenten zur Nachfrage nach komplizierten Finanzdienstleistungen zu ermutigen. Es steht zu erwarten, dass die in Finanzfragen ausgebildeten Individuen vermutlich auch weniger Regulie-

rung von Finanzinstitutionen fordern, sondern sich in der Lage glauben, eigenverantwortlich auf dem Finanzmarkt zu agieren und Risiken auf sich zu nehmen. Finanzielle Alphabetisierungsprogramme fungieren als vertrauensstiftende Begleitmaßnahme, die die Individualisierung von Risiko abfedern soll, die mit einer deregulierten Finanzdienstleistungsindustrie und der Privatisierung von sozialer Sicherheit verbunden ist.

7. Schlussfolgerungen

Im Zentrum dieses Beitrags steht die Frage, ob mehr Transparenz eine Lösung für das Problem asymmetrischer Information in Finanzsystemen darstellt. Unsere Antwort lautet: Transparenz ist nicht hinreichend, und wie die ausgewählten Fallstudien zeigen, haben Initiativen zur Verbesserung von Transparenz auf den Finanzmärkten eine Reihe von anderen Funktionen:

Erstens können sie als marktfreundliche Alternative zu Vorschlägen einer verstärkten Regulierung von Finanzmärkten dienen, indem sie das jeweilige Problem (Krisen, Betrug etc.) als einen Mangel an Informationen interpretieren. Probleme grundlegender Marktasymmetrien, inkompatibler Verhaltensanreize und intrinsischer Marktinstabilitäten können sie allerdings nicht lösen. Insofern ist Transparenz keine hinreichende Bedingung zur Verhinderung von Finanzkrisen.

Zweitens werden sie als symbolische Maßnahmen zur Stärkung von Vertrauen nach Krisen eingesetzt.

Drittens fungieren sie als Signal an verschiedene Akteursgruppen, ihr Verhalten zu ändern. Offenlegungspflichten sollen einen disziplinierenden Effekt auf die Informationsbereitsteller ausüben, und an die Informationsadressaten wird appelliert, ihre Entscheidungen stärker auf Basis dieser Informationen zu treffen.

Viertens implizieren Transparenzinitiativen ein Eingeständnis, dass die Deregulierung der Finanzmärkte über weite Strecken auf theoretischen Annahmen hinsichtlich der Selbstorganisationsfähigkeit von Märkten beruhen, die sich in der Realität als unzutreffend erwiesen. Transparenzinitiativen werden zwar aus dem selben Paradigma abgeleitet, sie sind aber ein implizites Anerkenntnis, dass es einer ergänzenden Steuerung der Finanzmärkte bedarf, um ihr Funktionieren zu gewährleisten.

Anmerkungen

* Die in diesem Artikel vertretenen Ansichten entsprechen ausschließlich der persönlichen Auffassung der Autoren und sind nicht notwendigerweise gleichzusetzen mit jener der Oesterreichischen Nationalbank.

¹ Wie der Fall Parmalat zeigt, sind diese Probleme auch keinesfalls nur auf die USA beschränkt, vgl. Blackburn (2002).

² Kaufmann (2002) 7.

³ Akerlof (1970).

- ⁴ Siehe z. B. diverse Beiträge in Underhill, Zhang (2003).
- ⁵ Financial Stability Forum (2001).
- ⁶ Gelos, Wei (2002); Cardona, Farnoux (2002).
- ⁷ Bank for International Settlements (2001) 48.
- ⁸ Financial Stability Forum (2001); Meyer (2001); Mosley (2001); Overseas Development Institute (2002).
- ⁹ Furman, Stiglitz (1998); Lordon (2001).
- ¹⁰ Rodan (2002).
- ¹¹ Sundarjan et al. (2001).
- ¹² Overseas Development Institute (2002).
- ¹³ Financial Stability Forum (2001).
- ¹⁴ Deeg (2001).
- ¹⁵ Ziegler (2000).
- ¹⁶ Le Monde (2004), Supplement Economie VII.
- ¹⁷ Deutsches Aktieninstitut (2004).
- ¹⁸ Whitehouse (2001).
- ¹⁹ Braunstein, Welch (2001).
- ²⁰ Hilgerth, Hogarth (2003).
- ²¹ Jump\$Start (2002).

Literatur

- Akerlof, G.A., The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics 84/3 (1970) 488-500.
- Bank for International Settlements, International banking and financial market developments, in: BIS Quarterly Review (März 2001).
- Blackburn, R., The Enron Debacle and the Pension Crisis, in: New Left Review 14 (März/April 2002).
- Braunstein, S.; Welch, C., Financial Literacy: an overview of practice, research, and policy, in: Federal Reserve Bulletin (November 2002) 445-457.
- Carr, J.H.; Schuetz, J., Financial Services in Distressed Communities: Framing the Issue, Finding the Solutions, in: Fannie Mae Foundation (Hrsg.), Financial Services in Distressed Communities: Issues and Answers (Washington, D.C., 2001) 5-30.
- Cardona, M.; Farnoux, M., International codes and standards: Challenges and priorities for financial stability, in: Financial Stability Review (2002).
- Deeg, R., Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: the Case of German Finance (=Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung Discussion Paper 2001/6, Köln 2001).
- Deutsches Aktieninstitut, http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm 2004.
- Fama, E., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance (1970).
- Fannie Mae Foundation, Personal Finance and the Rush to Competence: Financial Literacy Education in the U.S. (Washington, D.C., 2000).
- Financial Stability Forum, International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems (2001); <http://www.fsforum.org>.
- Financial Stability Forum, Final report of the Follow-up Group on Incentives to Foster Implementation of Standards, Meeting of the Financial Stability Forum (6/7 September 2001); http://www.fsforum.org/publications/Final_Incentives01.pdf
- Furman, J.; Stiglitz, J.E., Economic Crises: Evidence and insights from East Asia, in: Brookings Papers on Economic Activity 2 (1998) 1-115.

- Federal Reserve, Banking Relationships of Lower-Income Families and the Governmental Trend Toward Electronic Payment, in: Federal Reserve Bulletin (Juli 1999) 459-473.
- Ferguson, R. W., Reflections on Financial Literacy. Remarks before the National Council on Economic Education (Washington, D.C., 13.5.2002).
- Gelos, R. G.; Wei, S., Transparency and international investor behavior (=NBER Working Paper 9260, Washington, D.C., 2002).
- Greene, William, H.; Rhine, S. L.W.; Toussaint-Comeau, M., The Importance of Check-Cashing Businesses to the Unbanked: Racial/Ethnic Differences (=Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper 2003-10, Chicago 2003).
- Hilgerth, M.; Holgerth, J., Household Financial Management: The connection between knowledge and behaviour, in: Federal Reserve Bulletin 89/7 (2003) 309-322.
- Hogarth, J. M.; O'Donnell, K. H., Banking Relationships of Lower-Income Families and the Governmental Trend Toward Electronic Payment, in: Federal Reserve Bulletin (July 1999) 459-473.
- Jump Start, Survey Results April 2002; <http://www.jumpstartcoalition.com/upload/Survey-ResultsApril2002.doc>.
- Kaufmann, D., Public governance and finance matter for each other: toward transparency and empirics for a virtuous cycle (4th Annual Financial Markets and Development Conference, New York 2002).
- Le Monde, Les Etats-Unis et l'Europe veulent stopper l'ascension des stock options (24.3.2004, Supplement Economie VII).
- Lordon, F., Finance internationale: les illusions de la transparence, in: Critique internationale 10 (Jänner 2001) 6-11.
- Meyer, L. H., Financial Stability in Emerging Markets: What Have We Accomplished and What Remains To Be Done? (=Remarks by Governor Laurence H. Meyer at the Center for Strategic and International Studies, Washington, D.C., 18.12.2001).
- Mosley, L., Are Global Standards the Answer? National Governments, International Finance and the IMF's Data Regime, in: Review of International Political Economy 10/2 (2003) 332-363.
- Overseas Development Institute, Conference Report on International Standards and Codes: The Developing country perspective, 2002; <http://www.odi.org.uk/iedg/code-sandstandards.html>.
- Pitt, H., Testimony of Harvey Pitt, Chairman U.S. securities and exchange commission concerning financial literacy before the Committee on Banking, Housing and Urban affairs (United States Senate, Washington, D.C., 2002).
- Prescott, E. S.; Tatar, D., Means of Payment, the Unbanked, and EFT '99, in: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 85/4 (Fall 1999) 49-70.
- Rodan, G., Do markets need transparency? The pivotal cases of Singapore and Malaysia, in: New Political Economy 7/1 (2002) 23-47.
- Shleifer, A., Inefficient Markets (Oxford 2000).
- Sundarajan, V.; Enoch, C.; San José, A.; Hilbers, P.; Krueger, R.; Moretti, M.; Slack, G., Financial Soundness Indicators: Analytical Aspects and Country Practices (=IMF Occasional Paper No. 212, Washington, D.C., 2002).
- Stegman, M., Savings for the Poor. The Hidden Benefits of Electronic Banking (Brookings Institution, Washington, D.C., 1999).
- Toussaint-Comeau, M.; Rhine, S.L.W., Increasing participation in mainstream financial markets by black households (=Federal Reserve Bank of Chicago, Consumer Issues Research Series, Paper No. 2000-4, Chicago 2000).
- Underhill, G.R.D.; Zhang, X. (Hrsg.), International Financial Governance under Stress (Cambridge 2003).
- U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Hearing on „The state of

- financial literacy and education in America" (Washington, D.C., 2002).
- Whitehouse, E., Pensions, Consumer Financial Literacy and Public Education: Lessons from the UK Transparency as part of the New International Financial Architecture (2001); www.axiaecon.com/public%20info%20uk.PDF.
- Ziegler, J. N., Corporate Governance and the Politics of Property Rights in Germany, in: *Politics and Society* 28 (2) 2000.

Zusammenfassung

Im Zentrum dieses Beitrags steht die Frage, ob mehr Transparenz eine Lösung für das Problem asymmetrischer Information in Finanzsystemen darstellt. Unsere Antwort lautet: Transparenz ist nicht hinreichend, und wie die ausgewählten Fallstudien zeigen, haben Initiativen zur Verbesserung von Transparenz auf den Finanzmärkten eine Reihe von anderen Funktionen:

Erstens können sie als marktfreundliche Alternative zu Vorschlägen einer verstärkten Regulierung von Finanzmärkten dienen, indem sie das jeweilige Problem (Krisen, Betrug etc.) als einen Mangel an Informationen interpretieren. Probleme grundlegender Marktasymmetrien, inkompatibler Verhaltensanreize und intrinsischer Marktinstabilitäten können sie allerdings nicht lösen. Insofern ist Transparenz keine hinreichende Bedingung zur Verhinderung von Finanzkrisen.

Zweitens werden sie als symbolische Maßnahmen zur Stärkung von Vertrauen nach Krisen eingesetzt.

Drittens fungieren sie als Signal an verschiedene Akteursgruppen, ihr Verhalten zu ändern. Offenlegungspflichten sollen einen disziplinierenden Effekt auf die Informationsbereitsteller ausüben, und an die Informationsadressaten wird appelliert, ihre Entscheidungen stärker auf Basis dieser Informationen zu treffen.

Viertens implizieren Transparenzinitiativen ein Eingeständnis, dass die Deregulierung der Finanzmärkte über weite Strecken auf theoretischen Annahmen hinsichtlich der Selbstorganisationsfähigkeit von Märkten beruhen, die sich in der Realität als unzutreffend erwiesen. Transparenzinitiativen werden zwar aus dem selben Paradigma abgeleitet, sie sind aber ein implizites Anerkenntnis, dass es einer ergänzenden Steuerung der Finanzmärkte bedarf, um ihr Funktionieren zu gewährleisten.