

## Redaktionsgespräch mit Susan Spinner und Mathias Moersch

# „Eine Einigung auf widerspruchsfreie Mindeststandards würde zu einer wirksamen und verträglichen Regulierung führen“

*Dass das CFA-Institute als Konsequenz aus der Finanzmarktkrise seine weltweiten Mitglieder früh auf eine Einhaltung diverser Finanzmarktregeln zum Wohle der Gesellschaft verpflichtet hat, hat dem Berufsverband aus Sicht von Susan Spinner und Mathias Moersch einen guten Ruf bewahrt. Gleichwohl sehen beide im Redaktionsgespräch noch Raum, den vorhandenen Vertrauensbonus breiter zu nutzen. Die Geschäftsführerin der CFA Society Germany verweist nicht zuletzt auf die Dringlichkeit des Themas der privaten Altersvorsorge und setzt hierzulande bei der notwendigen Aufklärungsarbeit auf die Fachkompetenz ihrer Mitglieder. Der Professor für Internationale Betriebswirtschaft an der Hochschule Heilbronn geht auf eine weltweite Studie zur Regulierung des Schattenbankensektors ein, die unter seiner Leitung um spezielle Aspekte des deutschen Marktes ergänzt wurde. Er plädiert für eine ausgewogene Betrachtung der Risiken und Chancen. (Red.)*

**Wie ist Ihrer Wahrnehmung nach heute, also fast acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise, der Ruf von Analysten in der Öffentlichkeit?**

**Spinner:** Die Reputation der Branche als Ganzes hat ohne Frage im Zuge der Finanzkrise gelitten. Allerdings darf man die Mitglieder unseres Berufsverbandes sicherlich ein wenig anders beurteilen. Denn Träger des Titels Chartered Financial Analyst (CFA), dazu zählen professionelle Anleger, Investment Manager und Finanzanalysten,

haben eine weltweit anerkannte Ausbildung durchlaufen, weisen einschlägige Berufserfahrung auf und haben vor, während und nach der Finanzkrise seriöse Arbeit abgeliefert. Sie zeichnen sich durch die dauerhafte Teilnahme an Weiterbildungsmaßnahmen aus und kennen sich in den von ihnen beobachteten Märkten gut aus. Der Tendenz nach waren sie weniger von der Krise betroffen als die Branche allgemein und haben sich einen guten Ruf bewahrt.

**Moersch:** An konkreten Maßnahmen sollte man zudem auf die Future of Finance Initiative des CFA Institutes hinweisen, mit der schon seit einigen Jahren Aufklärungsarbeit geleistet und einem pauschalen Misstrauen gegenüber der Finanzbranche gegengesteuert wird. Mit Blick auf die

Mitglieder wird dabei klar die Finanzmarktintegrität in den Mittelpunkt gestellt und der Fokus auf die realwirtschaftlichen Aktivitäten gelegt.

**Was bedeutet Future of Finance genau?**

**Spinner:** Diese Initiative wurde vom CFA Institute als Konsequenz der Finanzmarktkrise ins Leben gerufen. Es ging und geht um das übergeordnete Ziel, eine vertrauenswürdige und zukunftsorientierte Finanzwirtschaft zum Wohle der Gesellschaft zu schaffen. Unsere Mitglieder werden dabei darauf verpflichtet, sich an wichtigen Grundsätzen zu orientieren, etwa die Einhaltung ethischer Regeln an den Kapitalmärkten, den Einsatz für Finanzbildung, die Etablierung von transparenten Verhaltens- und Branchenstandards, etwa beim Risikomanagement, die Vertretung von Anleger-



Susan Spinner,  
Geschäftsführerin,  
CFA Society Germany e. V.,  
Frankfurt am Main

interessen und nicht zuletzt der Blick auf das wichtige Thema Altersvorsorge. Diese Initiative richtet sich nicht nur an professionelle Kapitalmarktteilnehmer, sondern auch an Endverbraucher, also Anleger und Sparer. Ziel ist es letztlich, die Finanzmärkte für die Zukunft stabiler zu machen und dabei den Blick auf die Realwirtschaft zu richten.

**K** Gilt das für das CFA Institute allgemein oder gibt es noch besondere Bedingungen für Deutschland?

**Spinner:** Die Ausrichtung gilt prinzipiell weltweit. Aber natürlich haben wir als deutscher Ableger die Entwicklungen vor Ort besonders im Blick. Das gilt derzeit etwa für das Thema Altersvorsorge der Privatanleger, das wir unter den heutigen Rahmenbedingungen an den Märkten als äußerst dringlich einstufen. Vor zehn Jahren stand das Thema Altersvorsorge noch nicht im Fokus unserer Agenda, heute sehen wir das anders. Gerade am Aktienmarkt ist es heute für die privaten Anleger von entscheidender Bedeutung, sich schon in jungen Jahren damit zu beschäftigen und die richtigen Entscheidungen hinsichtlich der Zukunftsvorsorge zu treffen. Wir versuchen deshalb in der Bevölkerung ein entsprechendes Bewusstsein zu schaffen und wollen gleichzeitig vermitteln, dass unsere Charterholder ein großes Know-how in all diesen Fragestellungen aufweisen und diese Kompetenzen auch weitervermitteln können.

**K** In Deutschland ist die Notwendigkeit einer breiten Aufklärungsarbeit zur Bedeutung der Aktienmärkte für die Altersvorsorge sicherlich unbestritten. In den USA und anderen Ländern mit ausgeprägter Aktienkultur dürfte das kein Thema sein ...?

**Spinner:** So pauschal lässt sich das nicht sagen. Sicher spielt der Aktienmarkt beispielsweise in den USA eine viel größere Rolle zur Sicherung der Altersvorsorge der Bürger. Aber trotz aller Programme wie 401K gibt es auch dort durchaus Informationslücken, die unsere Kolle-

gen vor Ort mit einer gezielten Wissensvermittlung schließen können. Wenn die Aktienmärkte ganz deutliche Aufwärtseentwicklungen zeigen, wie das in den vergangenen Monaten der Fall war, wird das weltweit registriert. Die Idee einer nach-

**Spinner:** „Derzeit stufen wir das Thema Altersvorsorge der Privatanleger als äußerst dringlich ein.“

haltigen Aufklärungsarbeit in diesem wichtigen Feld der Daseinsvorsorge verlangt kontinuierlich eine äußerst seriöse Kommunikation. Wir dürfen die Bürger keineswegs zum „Zocken“ verleiten, sondern müssen sie im Gegenteil davor schützen. Diesbezügliche Informationsdefizite wollen wir aufspüren und beseitigen – unter anderem auch in Deutschland. Auf Dauer kann solch eine solide Basisarbeit auch die Wertschätzung für den Finanzsektor wieder verbessern.

**Moersch:** Aus Sicht der Hochschule kann ich das aus eigenem Erleben ergänzen. Auch in unseren Programmen war nach 2009 ein spürbarer Rückgang des Interesses der Studierenden an Finanzthemen zu registrieren. Ob und inwieweit das allein an der Reputation der Branche lag oder

auch der Tatsache geschuldet war, dass die Zahl attraktiver Jobs zurückgegangen ist, lässt sich nur schwerlich sagen. Es gibt sicherlich Wechselwirkungen zwischen der Arbeitsmarktlage und der Reputation der Branche. Inzwischen findet der Schwerpunkt Finanzwirtschaft aber wieder ein größeres Interesse unter den Studierenden.

**Spinner:** Der Markt wird in der Tat kleiner. Aber bei den CFA-Mitgliedern gibt es eine weitgehende Stabilität, sprich ein

vergleichsweise stetiges Wachstum ohne Delle. Das Interesse an unseren Programmen und der Mitgliedschaft bei der CFA Society Germany ist unverändert stark.

**K** Das CFA Institute hat kürzlichlässlich seiner Jahreskonferenz in Frankfurt eine weltweite Studie zu Schattenbanken vorgelegt: Wo genau liegt das Interesse des Berufsverbandes an dieser Studie? Ist das völlig selbstlos reine Aufklärungsarbeit?

**Moersch:** In der Tat will das CFA Institute mit dieser Initiative einen Überblick über die zahlreichen Initiativen der vergangenen sieben Jahre geben. Denn selbst für Fachleute ist es inzwischen schwer, den Überblick zu behalten. Insofern leistet die Studie an dieser Stelle hervorragende Arbeit zur Darstellung des Status quo der Schattenbankendiskussion innerhalb der diversen Re-



*Prof. Dr. Mathias Moersch,  
Fakultät für International  
Business (IB), Internationale  
Betriebswirtschaft –  
Interkulturelle Studien,  
Hochschule Heilbronn*

gularungsinitiativen. Darüber hinaus ist natürlich die Einschätzung von ausgewiesenen Fachleuten zu diesen Regulierungsthemen von hohem Interesse. Die Ergebnisse zeigen eine hohe Konvergenz der Meinungen zu den notwendigen Maßnahmen, beispielsweise mit Blick auf die jüngste EU-Initiative zur Belebung des Verbriefungsmarktes mit strengeren Transparenz-anforderungen. Die Studie spricht die richtigen Themen an.

Und die vorgetragenen Lösungsansätze spiegeln in großen Teilen wider, was in der Studie angeregt wird.

**Was hebt die Studie aus anderen Analysen, beispielsweise von Research-Abteilungen der Finanzwirtschaft und/oder Interessenbekundungen von Verbänden, hervor? Weshalb sollen Politiker und Regulatoren als wichtige Adressaten die Ergebnisse einer solchen Studie in die eigene Entscheidungsfindung einbeziehen?**

**Spinner:** Die Studie formuliert Einschätzungen und Schlussfolgerungen von gut ausgebildeten und an ethischen Standards orientierten Charterholdern, die ganz überwiegend direkt an den Märkten operieren und bestens mit den Einflussfaktoren auf Marktentwicklungen vertraut sind. Die Teilnehmer garantieren zudem einen Blick von der breiten internationalen Warte aus allen Weltregionen. Von besonderem Charme ist dabei, dass die Charterholder weltweit gleich ausgebildet sind und damit weltweit vergleichbare Maßstäbe und Beurteilungskriterien an gewisse Fragestellungen anlegen. In Kombination mit eigenen Erfahrungen darf man sicherlich eine hohe Kompetenzvermutung der Befragten zugrunde legen.

**Man kann aber ebenso eine eigene Interessenlage des CFA Institute vermuten?**

**Spinner:** Soweit von Interessenverbänden eine Studie in Auftrag gegeben beziehungsweise initiiert wird, lässt sich das natürlich nicht von vornherein ausschließen. Aber was sollte es einer berufsständischen Vereinigung bringen, die nicht nur einem weltweit gültigen Berufsethos folgt, sondern auch von Mitgliedern getragen wird,

die ihrerseits für verschiedene Finanzdienstleister tätig sind, die in heftigem Wettbewerb stehen? Das CFA Institute ist jedenfalls per se komplett selbstständig.

**Inwieweit gibt es in der Studie und erst recht auf der Ebene der inter-**

**Spinner: „Die Teilnehmer der Studie garantieren einen Blick von der breiten internationalen Warte aus.“**

**nationalen Institutionen Einigkeit über die Abgrenzung des Schattenbankensystems? Sind an dieser Stelle überhaupt ansatzweise vergleichbare Grundlagen in Sicht, an denen sich die Politik und die Regulatoren orientieren können?**

**Moersch:** In der Tat gibt es keine weltweite einheitliche Definition, sondern unterschiedliche mehr oder weniger eng gefasste Interpretationen, unter anderem des Financial Stability Boards (FSB). Aber über die wichtigsten Sektoren und Hauptaktivitäten, die dem Schattenbankensektor zuzurechnen sind, besteht allgemeine Einigkeit. So sind beispielsweise Geldmarktfonds und Verbriefungsvehikel ebenso in die Betrachtung einzubeziehen wie Hedgefonds und diverse Kapitalanlage- und Finanzierungsgesellschaften aus dem Nichtbankensektor.

**Lässt sich für die Formulierung von Regelwerken überhaupt eine einigermaßen praktikable Abgrenzung finden? Die Studie selbst verweist auf unterschiedliche Schwerpunkte in den verschiedenen Weltregionen, etwa in Asien ...**

**Moersch:** An dieser Stelle wäre ich optimistischer. In Asien spielen anders als in Europa und den USA sicher Peer-to-Peer-Modelle eine größere Rolle, also die Geldvermittlung allein über Plattformen, ohne die Bank oder den Finanzdienstleister als Intermediär. Dieses Geschäft hat dort bereits ganz andere Dimensionen erreicht als etwa hierzulande. Die dortigen Märkte blühen und werden vergleichsweise wenig überwacht. Das wird

von den Experten zu recht kritisch gesehen.

**Spinner:** In Asien haben die Kapitalmärkte einfach eine andere Struktur als hierzulande und im Rest der Welt. Insofern zögern die Regierungen teilweise, solche Entwicklungen komplett zu stoppen oder massiv zu bremsen, weil sie eine wichtige Liquiditätsquelle darstellen. Diese Märkte verlangen sicherlich nach Regulierung, aber die Verantwortlichen vor Ort befürchten bei einer massiven Beschneidung der Aktivitäten oft negative Effekte für das Wachstum.

**Welche Hauptkenntnisse und Lehren sind aus der CFA-Studie zu ziehen?**

**Spinner:** Die Studie verweist aus globaler Perspektive ausdrücklich auf mögliche ökonomische Vorteile einer Kreditvergabe durch Finanzinvestoren und anderen Investmentvehikeln im Sinne einer Diversifizierung der Finanzierungsquellen für die Realwirtschaft. Sie arbeitet aber gleichermaßen die Risiken heraus, die durch eine Verlagerung von Aktivitäten in das weitgehend unregulierte Schattenbankensystem entstehen können. So werden mit Blick auf Geldmarktfonds angemessene Regelungen und Zeitspannen angeregt, um Liquiditätsprobleme aus unkontrollierten Rückflüssen beherrschen zu können. Weitere Empfehlungen betreffen eine Standardisierung und Vereinfachung der Verbriefung, die Erhöhung der Markttransparenz durch den Aufbau von geeigneten Informations- und Datenpools sowie nicht zuletzt die Absicherung von Wertpapierfinanzierungsgeschäften durch angemessene Sicherheiten.

**Bringt die erst kürzlich erfolgte Zusatzerhebung für Deutschland zusätzliche Erkenntnisse?**

**Moersch: „In Asien spielen Peer-to-Peer-Modelle eine größere Rolle.“**

**Moersch:** Man sollte nicht von Besonderheiten der deutschen Ergebnisse sprechen, aber wir hatten wegen des zeitlichen Abstands der Erhebungen noch die Möglichkeit, aktuelle Entwicklungen in die Be-



trachtung einzubeziehen. Eine erste geht dabei über das reine Thema Schattenbanken hinaus: Besonders am Herzen liegt den hiesigen Teilnehmern demnach die Vereinheitlichung der divergenten europäischen Regulierung, etwa über Solvency II und Basel III. Es darf in der Tat keine unterschiedlichen Kapitalanforderungen zwischen Versicherungen und Banken geben, je nachdem in welcher Branche die Geschäfte angesiedelt sind. Hier muss es so weit wie möglich eine Vereinheitlichung geben.

Das zweite große Thema betrifft die Ausweitung der Bemühungen um verlässliche Datengrundlagen auf der Kreditebene und im Verbriefungsgeschäft. Das Data Warehouse der EZB wird an dieser Stelle von den Befragten als ein wichtiger Schritt empfunden. Aber es kann noch deutlich mehr passieren. Aus Investorensicht ist eine verlässliche Datengrundlage ein ganz wichtiges Mittel, um das Instrument der Verbriefung wieder interessanter zu machen. Denn sie kann ganz wesentlich dazu beitragen, den Vertrauensverlust, der seit 2008 entstanden ist, zu überwinden. Neben der Verbesserung der Datenaufbereitung wird hierzulande der Selbstbehalt als vertrauensbildende Maßnahme gewertet.

**Spinner:** In den USA spielt der Selbstbehalt längst nicht so eine starke Rolle wie in Europa.

**K** **Stichwort Datengrundlage: Ist es nicht ein völlig hoffnungsloses Unterfangen, weltweit einheitliche Datengrundlagen anzupeilen, die eine vernünftige Entscheidungsgrundlage bieten können?**

**Moersch:** Derzeit ist das leider eine richtige Zustandsbeschreibung. Die FSB-Daten spiegeln zwar die bisher gegebenen Möglichkeiten wider. Sie sind allerdings aus hochaggregierten volkswirtschaftlichen Daten abgeleitet und haben damit gerade beim Schattenbankensektor erhebliche Unschärfen. Sie können allenfalls zur groben Einschätzung der Größenordnungen dienen.

**Spinner:** Bisher weichen die Zahlen der Experten in der Tat noch stark voneinander ab. Es muss in den kommenden Jahren

intensiv an der Verbesserung der Datengrundlagen gearbeitet werden.

**K** **Laut der Studie des CFA Institute zu den Schattenbanken entfallen nach FSB-Daten rund 34 Prozent der relevanten Assets auf Euroland ohne UK, weitere 12 Prozent auf UK und lediglich 33 Prozent auf die USA. Demnach ist das Schattenbankensystem – anders als vermutet – viel weniger in den USA anzusiedeln.**

**Moersch:** Die Zahlen basieren auf der FSB-Statistik für das Jahr 2013 und weisen sowohl für das Eurogebiet als auch die USA ungefähr 25 Billionen US-Dollar aus. Hinzu kommen für Europa insgesamt noch die

**Moersch:** „Das Data Warehouse der EZB wird als ein wichtiger Schritt empfunden.“

Volumina aus Großbritannien, die noch einmal 10 Billionen US-Dollar abdecken.

Gleichwohl ist das Thema Schattenbanken für Deutschland von vergleichsweise geringer Bedeutung. Während in Deutschland nur ungefähr zehn Prozent der Assets im Schattenbankensystem der Eurozone gehalten werden, sind es fast 30 Prozent im traditionellen Bankengeschäft.

**K** **Speziell aus Sicht der CFA-Teilnehmer aus den APAC-Staaten werden bei der Beurteilung der Risiken des Schattenbankensystems die Risiken in China als auffällig hoch eingeschätzt. Muss das nicht Sorgen machen oder haben Sie dafür eine einleuchtende Erklärung?**

**Spinner:** Diese besondere Wahrnehmung der Risiken mag mit dem Wachstumstempo zusammenhängen, das in China zu beobachten ist. Viele dieser Märkte existierten vor zehn Jahren überhaupt noch nicht. Und hinzu kommt wie in ganz Asien die schon angesprochene Ungewissheit über die Auswirkungen des Peer-to-Peer-Marktes, mit denen man bisher keinerlei Erfahrungen hat.

**Moersch:** Gerade in China sind zudem viele dieser Mittel in den Immobiliensektor und in Infrastrukturprojekte geflossen, also genau in jene Sektoren, in denen immer wieder von einer Blasenbildung gespro-

chen wird. Es besteht offensichtlich die Vermutung, dass diese Mittel in riskanten Anlagen gelandet sind.

**K** **Muss man mit Blick auf die Empfehlungen an die Regulierer nicht die Befürchtung haben, dass allenfalls eine Einigung auf Minimum-Standards zustande kommt, die nicht ausreicht, um Krisen zu vermeiden?**

**Moersch:** Natürlich besteht diese Gefahr, aber in der praktischen Ausgestaltung gibt es ja durchaus politische und regulatorische Initiativen in den verschiedenen Weltregionen. Innerhalb Europas muss man hinsichtlich der Abgrenzung der Schattenbanken von Banken, Versicherungen und Asset Managern in den verschiedenen Ländern vielleicht gar nicht so pessimistisch sein. Und auch zwischen Europa und den USA kann ich mir eine Annäherung in den großen Linien vorstellen.

**K** **Scheitert eine einvernehmliche Regelung nicht schon innerhalb Europas an den unterschiedlichen Interessen der kontinentaleuropäisch und der angelsächsisch geprägten Kapitalmärkte?**

**Spinner:** Das Problem Schattenbanken ist allgemein erkannt. Und es gibt Bemühungen, es gemeinsam anzugehen. Zwischen den USA und Europa wie auch innerhalb Europas sehe auch ich gute Chancen, die Regulierung allgemein in eine einheitliche Richtung fortzuentwickeln und auch die Schattenbankenfrage pragmatisch mit einzubeziehen. Inwieweit sich Asien einbinden lässt, scheint mir unsicher.

**K** **Wenn die Interessenlage unterschiedlich ist, droht eine Verwässerung auf einem Niveau, das keiner Interessengruppe wirklich wehtut. Ist das ein realistisches Szenario?**

**Moersch:** Wenn man sich die Regulierungspraxis der vergangenen sieben Jahre anschaut, ist alles doch weltweit eher in Richtung einer Überregulierung gelaufen. Insofern würde eine Einigung auf widerspruchsfreie Mindeststandards durchaus zu dem allgemein gewünschten Ziel einer wirksamen und gleichwohl verträglichen Regulierung führen. Stellenweise ist die Regulierung schon sehr weit gegangen. Sich auf ein vertretbares Maß zu einigen, kann in diesem Sinne zu einem erheblichen Fortschritt in der Sache führen. ■■■■■