

## Nie wieder Madoff

Börsenaufsicht und Gesetzgeber müssen aus dem Rekordbetrüger Madoff lernen. Eine bessere Regulierung ist nötig und möglich

DEBORAH STURMAN

Mit der Verurteilung von Bernard Madoff zu 150 Jahren Gefängnis ist einer der größten Betrugsfälle der Finanzgeschichte noch längst nicht abschließend aufgearbeitet. Das Entwirren des finanziellen Netzes, das Madoff gesponnen hat, und die Verteilung der daraus stammenden Erträge werden noch lange Zeit dauern – vielleicht mehr als ein Jahrzehnt.

So wird noch gegen Verwandte, Mitarbeiter und Werber von Madoff ermittelt. Gegen einige Kunden, die gleichzeitig Werber waren, die offensichtlich bei der Verteilung des Geldes bevorzugt wurden und jährliche Renditen von bis zu 300 Prozent erhielten, wird geklagt. Der Vergleichsverwalter dringt auf Rückzahlung ihrer Profite.

Madoffs Vermächtnis könnte jedoch über die Größe seiner Betrügereien oder die lange Zeitspanne, während der er sie aufrechterhalten konnte, hinausgehen – wenn der Fall regulatorische Verbesserungen nach sich zieht. Wichtig sind neue Gesetze, mit denen ein solcher Betrug in Zukunft behindert oder zumindest eher aufgedeckt werden kann.

Madoffs Anlagegeschäft operierte in der Grauzone der Regulierung, zu einer Zeit, in der die Regierung unter Präsident George W. Bush private, unregulierte Finanztransaktionen billigte. Privatinvestoren und Hedge-Fonds stehen in den USA nur begrenzt unter Aufsicht. Nicht nur Verbrechen wie Madoff konstruieren gezielt Investitionsstrukturen, um die meisten bestehenden Regelungen zu umgehen. Madoff hat es sogar bis September 2006 vermieden, sich als Anlageberater bei der Börsenaufsichtsbehörde SEC zu registrieren.

Als die Securities and Exchange Acts von 1933 und 1934 erlassen wurden, die noch heute gelten, gab es viele Finanzierungsinstrumente, die den Ursprung der aktuellen Krise bilden, noch gar nicht – etwa Derivate auf Hypotheken. Die Gesetze waren auch nicht geeignet, Madoff zu verhindern, obwohl sie erlassen wurden, nachdem der bis dahin berühmteste Betreiber eines Schneeballsystems, Charles Ponzi, längst aufgeflogen war. Um ein ähnliches Debakel künftig zu verhindern, muss man gezielt nach angemessenen regulatorischen Änderungen für die heutige Finanzwelt suchen.

Die Vorschläge des ehemaligen Finanzministers Henry Paulson, die im März in einem ersten Schriftsatz vorgestellt wurden, reichen nicht. Zunächst bestehen diese aus Prinzipien statt aus konkreten Vorschlägen. Sie sehen die Fusion der SEC und der Commodity Futures Trading Commission (CFTC) vor und geben der Notenbank Fed etwas mehr Autorität über Handelshäuser.

Außerdem soll in Banken eine besondere Aufsicht für Konjunkturrisiken und Corporate Governance etabliert werden. Letztlich setzt Paulsons Plan stark auf Selbstregulierung der Branche, ein System, das sich bisher nicht als wirksam erwiesen hat. Unternehmerische Freiheit funktioniert nur dann gut, wenn es Gesetze gibt, die durch die Regierung oder privaten Anwälte durchgesetzt werden.

### Mehr Schlagkraft für die SEC

Anstatt die SEC durch eine Fusion zu entmachten, wäre es sinnvoller, ihr Durchsetzungsvermögen zu stärken. Das könnte man erreichen, indem Verantwortlichkeiten unter den Ämtern neu zugeschnitten werden. Die SEC hat derzeit 3500 Mitarbeiter, die Financial Industry Regulatory Authority (FIRA) weitere 3000 und die verschiedenen bundesstaatlichen Ämter kombiniert weitere 3000. Wenn nun beispielsweise FIRA für die größten Broker-Händler verantwortlich wäre und die Bundesstaaten für die kleineren, hätte die SEC bereits deutlich mehr Schlagkraft gewonnen. Sie könnte ihre Bemühungen darauf konzentrieren, die Gesetze durchzusetzen.

Die SEC ist nicht die Einzige, der Madoffs Betrug entgangen ist. Die FIRA, die für die Regulierung der Händler zuständig ist, prüfte seit Ende der 80er-Jahre Madoffs Broker-Aktivitäten mindestens jedes zweite Jahr, ohne irgendein Vergehen zu finden. Beide Ämter erhielten von Madoffs Broker-Unternehmen Jahresabschlüsse. Keinem fielen offensichtliche Anzeichen für Unregelmäßigkeiten auf. Die SEC hat mehrere Berichte von Analysten ignoriert, die unmittelbar auf ein Schneeballsystem hinwiesen – die ersten aus dem Jahr 1999.

Der Aufbau eines erfolgreichen Regulierungssystems ist, um den US-General und Ex-Außenminister Colin Powell zu zitieren, „kein Geheimnis“. Erfolg kann durch „Vorbereitung, harte Arbeit und das Lernen aus dem Scheitern erzielt werden“.

DEBORAH STURMAN ist Rechtsanwältin in New York. Sie vertritt Aktionärsrechte.

### POSTEINGANG

Zum Bericht „Bankster in den Landesbanken“ über die Wutrede des abgetretenen Landesministers Marnette gegen die HSH Nordbank, FTd.de vom 26. Juni

### Her mit der Good Bank

Ich bin überzeugt, dass wir auf Landesbanken verzichten können. Viel dringender als eine Bad Bank wäre zudem eine „Good Bank“, die nur klassisches Bankgeschäft macht. Für solche Leistungen zahle ich gern angemessene Gebühren. Wenn wir lesen, wie es Island ergangen ist, können wir dafür nicht die Bundestagswahl abwarten.

Rolf Schaefer, Hannover

### Erratum

In unserer Dienstagsausgabe haben wir Finanzbetrüger Bernard Madoff im Leitartikel auf Seite 1 als Gründer der Technologiebörse Nasdaq bezeichnet. Tatsächlich war Madoff nur an deren Aufbau beteiligt und zeitweise Chef des Verwaltungsrats.

### LESERBRIEFE

Die abgedruckten Leserbriefe geben ausschließlich die Meinung der Einsender wieder. Zuschriften ohne vollständige Angabe des Absenders werden nicht veröffentlicht. Wir behalten uns das Recht auf Kürzungen vor. Bitte nutzen Sie folgende Adressen: [leserbriefe@ftd.de](mailto:leserbriefe@ftd.de); per Fax: 040/31990-337 oder per Post: Brieffach 02, 20444 Hamburg, Kennwort: Leserbriefe

### IMPRESSUM

Die Financial Times Deutschland ist überregionales Pflichtblatt aller acht deutschen Wertpapierbörsen.

**Sprecher des Chefredakteurskollegiums:** Steffen Klusmann

**Chefredakteure:** Stefanie Burgmaier (Börse Online), Dr. Nikolaus Förster (Impulse), Steffen Klusmann (Capital, FTD)

**Stellvertretende Chefredakteure:** Sven Clausen (FTD), Geron Kruse (Börse Online), Alexander Mayerhöfer (Impulse), Paul Prandl (Capital), Stefan Weigel (FTD)

**Art-Direktor:** Dominik Arndt, Carsten Lüdemann (Stv.)

**Geschäftsführende Redakteurinnen:** Isabelle Arnold  
**Chef vom Dienst:** Cosima Jäckel, Sven Sorgenfrey (Stv.)

**Bildchef:** Peter Raffelt, José Blanco (Stv.)

**Unternehmen:** Guido Warlimont (Ltg.), Claus Gorgs (Stv.), Jörn Paterak (Stv.), Politik: Andreas Theysen (Ltg.), Finanzen: Tim Bartz (Ltg.), Geld:

Marie-Luise Hoffmann (Ltg.), Helmut Kipp (Stv.), Jochen Mörsch (Stv.), Agenda: Christian Baugl (Ltg.), Horst von Buttlar (Stv.), Online: Dr. Anton Notz (Ltg.)

**Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Steffen Klusmann.** Sitz des Ressorts Politik ist Berlin, der Ressorts Finanzen und Geld Frankfurt am Main, im Übrigen Hamburg.

„Financial Times“, „Financial Times Deutschland“ and „FTD“ are registered trade marks of The Financial Times Limited and used under license. The Financial Times Limited is neither the publisher of nor responsible for the content of this publication.

**G+J Wirtschaftsmedien GmbH & Co. KG**  
Stubbenhuk 3, 20459 Hamburg  
Tel.: 040/319 90-0, Fax: -310

**Geschäftsführer:** Dr. Bernd Buchholz, Ingrid Haas

**Anzeigenleiter:** Mario Suchert (verantwortl.)

**Vertrieb:** DPV Deutscher Pressevertrieb  
Leitung: Randi Greve, Düsternstr. 1-3, 20355 Hamburg  
ISSN 1615-4118

**Nachdruckrechte/Syndication:** Picture Press Bild- und Textagentur GmbH, Koordination: Petra Martens; Anfragen: Nicole Wulff, Tel. 040/37 03 34 01, E-Mail: [wulff.nicole@picturepress.de](mailto:wulff.nicole@picturepress.de)

**Druck:** Presse-Druck und Verlags-GmbH, 86167 Augsburg; Mannheimer Morgen Großdruckerei und Verlag GmbH, 68167 Mannheim; Druck- und Verlagszentrum GmbH & Co. KG, 58099 Hagen; BVZ Berliner Zeitungsdruck GmbH, 10365 Berlin

A B H M

# Das 1,42-Euro-Märchen

Die Argumente gegen ein Werbeverbot für ARD und ZDF ziehen nicht. Ein schrittweiser Ausstieg könnte die Gebührenzahler schonen und die Akzeptanz der öffentlich-rechtlichen Sender stärken **VON MARC JAN EUMANN**

Die Frage ist ganz einfach: Wenn das duale Rundfunksystem im Jahr 2009 erfunden worden wäre, gäbe es dann ebenfalls eine Diskussion darüber, ob die gebührenfinanzierte Säule auch Einnahmen aus Werbung und Sponsoring erzielen könnte? Die Antwort ist ebenso einfach: Sie lautet schlicht Nein.

Niemand käme ernsthaft auf die Idee, Werbung und Sponsoring für ARD und ZDF zu fordern. Auch nicht mit den Argumenten, die der ZDF-Verwaltungsdirektor Hans-Joachim Suchan und der ARD-Vorsitzende und SWR-Intendant Peter Boudgoust an dieser Stelle bemüht haben (FTD vom 16. und 24. Juni). So appelliert Suchan an die Politik, sie möge in der Diskussion um ein Werbeverbot „auf die Wirtschaft hören“. Und Boudgoust konkretisiert diese Forderung mit dem Hinweis, das öffentlich-rechtliche „Programm bietet der Werbewirtschaft Zielgruppen, die sie beim kommerziellen Vermarkterduopol nicht findet“.

Ist das die Aufgabe des gebührenfinanzierten Rundfunks? Gewiss nicht. Mir geht es in erster Linie um den öffentlich-rechtlichen Rundfunk, seine Programme und die Akzeptanz bei seinen gebührenzahlenden Nutzern. Werbefreiheit kann ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal des öffentlich-rechtlichen Rundfunks in der unübersichtlichen digitalen Welt werden. Denn in der Onlinewelt sind die Öffentlich-Rechtlichen längst werbefrei – und das ist auch gut so. Deswegen sollten ARD und ZDF für Werbefreiheit kämpfen, statt sie als unverzichtbares Lifestyle-Element

zu glorifizieren oder als Fünf-Prozent-Korrekturfaktor im TV-Werbemarkt herauszustellen.

Die zentrale Frage lautet: Was ist uns ein werbefreier öffentlich-rechtlicher Rundfunk wert? Weil es um Geld geht, lohnt sich zunächst ein genauerer Blick auf die Zahlen. In ihrem 15. Bericht hat die Gebührenkommission KEF berechnet, dass ein kompletter Wegfall von Werbung und Sponsoring zu einer Erhöhung der Rundfunkgebühr um 1,42 € führen müsste. Das war im Dezember 2005. Mit dieser Zahl arbeiten ARD und ZDF in der Debatte um Werbeverbote – und hoffen darauf, dass sich die Politik scheut, einen solch großen Gebührensprung mitzumachen.

Ein Sprung dieser Größenordnung muss aber gar nicht sein, wenn man sich für einen schrittweisen Ausstieg entscheidet. Den ersten Schritt in diese Richtung haben die Ministerpräsidenten bereits getan: Sponsoring wird der Werbung gleichgestellt und damit spätestens ab 2013 nach 20 Uhr und am Wochenende eingestellt. Die von der KEF ermittelte notwendige Gebührenerhöhung um 1,42 € verteilt sich etwa zu zwei Dritteln auf die ARD (95 Cent) und zu einem Drittel auf das ZDF (47 Cent). Der zweite Schritt sollte daher mit dem Ausstieg aus der Fernsehwerbung erfolgen. Zugleich sollten aber beim Sport und bei kulturellen Großereignissen weiter Ausnahmen möglich sein. Diese Rechtepakete, oft mit Sponsorenverträgen ver-

knüpft, muss der öffentlich-rechtliche Rundfunk auch künftig erwerben können. Ausnahmeregelungen beim Sponsoring in diesem Bereich hätten den Vorteil, dass die nötige Gebührenerhöhung deutlich geringer ausfallen könnte als von der KEF veranschlagt.

Im Klartext: Wenn wir über Werbung im öffentlich-rechtlichen Fernsehen reden, geht es bei der ARD unter dem Strich um eine Größenordnung von 40 Cent je Monat und Gebührenzahler und beim ZDF um etwa 30 Cent. Dass ein Großteil davon wahrscheinlich in den wenigen Minuten vor 20 Uhr erlost wird, soll nicht näher beleuchtet werden, aber auch nicht unerwähnt bleiben.

Angesichts der aktuellen Schwäche des ARD-Vorabends bin ich überzeugt, dass die Programmhersteller anders agieren, wenn sie nicht gefordert wären, ein vermeintlich werbeaffines Programm zu präsentieren. Der Verzicht auf Werbung könnte sich so zu einem qualitativen Befreiungsschlag entwickeln. Davon profitiert der Zuschauer, und davon profitiert der öffentlich-rechtliche Rundfunk. Denn in der digitalen Welt wird nicht die Quote über die Zukunft des öffentlich-rechtlichen Rundfunks entscheiden, sondern seine Qualität und Relevanz – und die sich daraus ableitende gesellschaftliche Akzeptanz.

Natürlich sind die Konsequenzen der Werbefreiheit keinesfalls trivial. Insbesondere für kleinere Anstalten sind Einnahmen aus

Werbung und Sponsoring derzeit überlebenswichtig. Die ARD lebt von dem Zusammenspiel der größeren und kleineren Einheiten mit unterschiedlichen Profilen. Daher ist eine Reform des Finanzausgleichs innerhalb der ARD erforderlich. Sie muss sicherstellen, dass alle neun Landesrundfunkanstalten ihren spezifischen Beitrag zur Gemeinschaft leisten können.

Erschwert wird die Diskussion um einen werbefreien öffentlichen Rundfunk durch die Verabredung der Ministerpräsidenten, ein neues Gebührenmodell zu etablieren. Auf den ersten Blick ist jede Alternative aus bestehenden Modellen verlockend. Das gilt erst recht für die sogenannte Haushaltsabgabe. Aber der Teufel steckt im Detail – und immer klarer wird: Es sind viele Teufel in vielen Details.

Neue Chancen, einen Beitrag zur Entlastung des Gebührenzahlers zu leisten, bietet indes der 12. Rundfunkänderungsstaatsvertrag. Hier werden dem öffentlichen Rundfunk EU-konform weitreichende kommerzielle Aktivitäten gestattet. Leider haben ARD und ZDF mit ihrer Abwehrhaltung bislang die Chance vertan, die kontinuierlich an Wert verlierende Unterbrecherwerbung gegen ein medien- und gesellschaftspolitisch wertvolles Gut einzutauschen.

Zum Schluss: Wenn durch die Werbefreiheit der einen Säule auch die andere gestärkt wird, hilft das dem dualen Rundfunksystem insgesamt. Auch das ist ein Mehrwert.

MARC JAN EUMANN ist Vorsitzender der Medienkommission beim SPD-Parteivorstand.

## Schulden müssen sich lohnen

Weil die Deutschen nicht an Wachstum glauben, haben sie Angst vor hohen Defiziten. Ein schwerer Fehler



WOLFGANG MÜNCHAU

Es gibt einen Fehler, der noch größer ist als übermäßige Verschuldung: die grundsätzliche Schuldenverweigerung. Für ein Überschuldungsproblem gibt es zwei Lösungen: entweder die Insolvenz, also das Ende mit Schrecken, oder die langjährige Schuldentilgung, ein Schrecken mit Ende irgendwann einmal. Für die Schuldenverweigerung gibt es keine Lösung. Es ist der Schrecken ohne Ende.

Wir Deutschen bewegen uns in diesem Punkt in Richtung eines Dogmas, das der Diktator Nicolae Ceausescu in Rumänien vorgab: die totale Schuldenfreiheit. Über die Notwendigkeit der Entschuldung besteht ein nationaler Konsens. Laut einer Allensbach-Umfrage wollen viele Jugendliche lieber nicht studieren, als ihre Berufskarriere mit Schulden zu beginnen. Dabei sind die Schulden der deutschen Studenten im Verhältnis zu den USA verschwindend gering.

Der durchschnittliche US-Student hat am Ende seines Studiums Schulden von 22 500 \$. Wer an einer Law School oder Medical School studiert, hat oft sogar Schulden im sechsstelligen Bereich. Für jemanden, der danach ein sechsstelliges Jahresgehalt erwarten kann, sind diese Lasten kein Problem. Über die Lebensarbeitszeit gerechnet lohnt es sich für die meisten dieser Studenten, sich hoch zu verschulden, wenn das zu höheren Einkommen führt.

Genau das ist das Problem in Deutschland. Wer an einer mittelmäßigen deutschen Universität studiert, hat nicht unbedingt bessere Berufsaussichten und wegen der extrem geringen Spreizung der Gehälter vor allem keine besseren Gehaltsaussichten. Die Studenten, die ohne Schulden in den Beruf gehen, verhalten sich zu mindest teilweise rational, weil der Staat keine Anreize zum Schuldenmachen gibt.

### Sparen wie die Großeltern

Das Gleiche gilt im Wohnungsbau. Durch Erschließung neuer Wohnbaugebiete, eine alternde Bevölkerung und strengsten Mieterschutz wird in Deutschland verhindert, dass Immobilienwerte langfristig real steigen. Und wenn Häuserpreise langfristig stagnieren, dann lohnt es sich auch nicht, riskante Kredite aufzu-

nehmen. Der 100-Prozent-Kredit, wie er in London oder New York üblich ist, ist daher in Deutschland kaum zu erhalten. Hier wird erst gespart und dann gebaut – genauso wie es unsere Eltern und Großeltern gemacht haben.

Der Staat handelt nach dem gleichen Muster. Wenn wir bis in alle Zeiten ein reales Nullwachstum unterstellen, dann wäre die vor Kurzem beschlossene Schuldenbremse tatsächlich rational. Wenn unser nominales Wachstum zum Beispiel nur ein Prozent betragen sollte, dann würde ein durchschnittliches Defizit von 0,35 Prozent, wie es jetzt im Grundgesetz steht, die Schulden auf einem Niveau von 35 Prozent des Bruttoinlandsprodukts stabilisieren. Das wäre unter diesen Voraussetzungen gar nicht mal so abwegig.

Was hingegen abwegig ist, sind die Voraussetzungen: Wenn unsere Volkswirtschaft nominal um fünf Prozent wächst, was bis zu Anfang der 90er-Jahre noch der Fall war, dann würde eine Schuldengrenze von 0,35 Prozent des BIP den

Vergangenheit. Wir brauchen daher neue Wachstumsmodelle. Es sollte für ein technologisch orientiertes Land doch möglich sein, eine jährliche reale Wachstumsrate von 2,5 oder 3 Prozent zu erreichen. Dann wäre die Arbeitslosigkeit nicht bei acht Prozent, sondern nur bei vier Prozent, und das Schuldenproblem würde sich von selbst erledigen.

### Keine Schulden, keine Perspektiven

Das Muster ist überall das gleiche: Der vor Schulden zitternde Abiturient begnügt sich mit einer Karriere in der zweiten oder dritten Liga. Der Häuslebauer will keine Schulden, weil der Wert des Hauses nicht steigt. Und der Staat will keine Schulden, weil er kein Vertrauen auf künftiges Wachstum hat.

Sind diese Erwartungen etwa falsch? Ja und nein. Wenn sich alle so verhalten, dann ist das Resultat eine sich selbst erfüllende Prophezeiung. Dann ist die Wahl der Entschuldung tatsächlich gerechtfertigt. Schulden und Wachstum beeinflussen einander gegenseitig. Eine Reduzierung von Schulden kann unter bestimmten Umständen das Wachstum beflügeln, unter anderen Umständen aber auch hemmen.

Die jetzt von der Großen Koalition beschlossene Schuldenbremse wird mit Sicherheit zu einer prozyklischen Finanzpolitik führen, was man schon jetzt daran erkennen kann, dass wir in dem Jahr, in dem die Wirtschaft um sechs Prozent schrumpft, über Mehrwertsteuererhöhungen diskutieren. Der Defizitabbau wird in den nächsten Jahren schwachen Wachstums an Unterstützung gewinnen und damit das Wachstum blockieren. In dieser Zeit wird der Staat nicht genügend Mittel ausgeben für wachstumsfördernde Investitionen und über zu wenig politisches Kapital verfügen, wichtige Reformen durchzuführen.

Und so pendelt sich alles auf niedrigem Niveau ein. Der Abiturient lebt ein Leben ohne Schulden und Perspektive. Der Häuslebauer spart sich sein Billighaus zusammen. Der schuldenfreie Staat setzt auf Nullwachstum. Die Utopie all derjenigen, die eine einfache Antwort auf die globalen Ressourcenprobleme suchen. Der Unterschied zu Ceausescu Rumänien ist in wirtschaftlicher Hinsicht dann nur eine Frage unseres Erfolgs, die Entschuldung auch tatsächlich hinzubekommen.

E-MAIL [munchau@eurointelligence.com](mailto:munchau@eurointelligence.com)

WOLFGANG MÜNCHAU ist FTD- und FT-Kolumnist. Er leitet den Informationsdienst Eurointelligence.com.