

DIAGONAL

Zum Thema: Fehler

Zeitschrift der Universität Siegen

Diagonal. Zeitschrift der Universität Siegen

Redaktion

Diagonal. Zeitschrift der Universität Siegen, Ansprechpartner: Univ.-Prof. Dr. Volker Stein
c/o Universität Siegen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Personalmanagement und
Organisation, Unteres Schloß 3, D-57072 Siegen

E-Mail: volker.stein@uni-siegen.de Internet: <http://www.pmg.uni-siegen.de>

Verantw. i. S. des niedersächs. Pressegesetzes: Univ.-Prof. Dr. Gero Hoch, Univ.-Prof. Dr.-Ing. Hildegard
Schroteler-von Brandt, Univ.-Prof. Dr. Angela Schwarz, Univ.-Prof. Dr. Volker Stein

Bezugsbedingungen

Erscheinungsweise: einmal jährlich

Abo print: Jahrgang € 8 [D] / € 9 [A]; e-only: Jahrgang Institutionenpreis ab € 36 [D] / € 37,10 [A]

Einzelheft: € 15 [D] / € 16 [A]; E-Heft: € 11,99

Erhältlich in Ihrer Buchhandlung oder bei Brockhaus Commission, Kreidlerstr. 9, D-70806 Kornwestheim,
Tel.: 0049 07154/1327-0, Fax: -13, v-r@brocom.de

Ein Abonnement verlängert sich automatisch um ein Jahr, wenn die Kündigung nicht zum 1. Oktober
erfolgt ist.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2019, V&R unipress GmbH, Robert-Bosch-Breite 6, D-37079 Göttingen

Tel.: 0049 551 5084-308, Fax: -333, www.vandenhoeck-ruprecht-verlage.com, info-unipress@v-r.de

Alle Rechte vorbehalten. Die in dieser Zeitschrift veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt.

Jede Verwertung in anderen als den gesetzlich zugelassenen Fällen bedarf der vorherigen
schriftlichen Einwilligung des Verlages.

Druck und Bindung: CPI books GmbH, Birkstraße 10, D-25917 Leck

Printed in the EU.

ISSN 0938-7161

ISBN 978-3-8471-0998-3

ISBN 978-3-8470-0998-6 (E-Book)

ISBN 978-3-7370-0998-0 (E-Library)



unipress

DIAGONAL
Zeitschrift der Universität Siegen

Jahrgang 2019

Herausgegeben vom Rektor der Universität Siegen

Gero Hoch / Hildegard Schröteler-von Brandt /
Angela Schwarz / Volker Stein (Hg.)

Fehler

Mit 21 Abbildungen

V&R unipress

Inhalt

Gero Hoch / Hildegard Schröteler-von Brandt / Angela Schwarz / Volker Stein Keine Angst vor Fehlern! Eine Einführung	7
Ulrich Seidenberg Fehler, Fehlerkulturen und Qualität	11
Nicolas Mues / Karoline Braun / Carolin Uebach / Lisa Völkel Der Umgang mit Fehlern in Organisationen – eine fallbasierte Analyse . . .	37
Arnd Wiedemann / Patrick Hertrampf Fehler im Anlegerschutz – Der Fall »Wolf of Wall Street« im Spiegel unserer Zeit	61
Marius Albers Lügen als Fehler in der (sprachlichen) Kommunikation?	79
Jannik Müller Fingierte Fehler. Simulierte Wirklichkeiten, technische Störungen und inszenierte Outtakes in den Computeranimationsfilmen von Pixar	93
Jörg M. Wills Leonardo da Vinci: Fehler oder Absicht?	107
Thorsten Raasch Numerische Fehleranalyse	115
Markus Kötter Fremdsprachliche Fehler in Schule und Hochschule am Beispiel des Englischen	125

Sonja Hensel Der Rechtschreibfehler – zwischen »Deppenapostroph« und konstruktiver Fehlschreibung	143
Pia Winkel »Es heißt <i>gegenüber dem Rathaus</i> , nicht <i>gegenüber des Rathauses</i> « – Der Genitiv nach <i>gegenüber</i> : Fehler oder Fortschritt?	155
Carolin Baumann / Viktória Dabóczy Kein Fehler! – Grammatische Zweifelsfälle als Ausdruck sprachlicher Kompetenz	169
Gustav Bergmann Fähler. Ein Versuch über Fehler, Irrwege, Makel und Scheitern – und was mensch daraus lernen kann	191
Astrid Bremer Neue urbane Quartiere – Ausdruck einer verfehlten Wachstumspolitik?	211
Jörg Potthast Fehlermeldungen und Elitenversagen am Beispiel des Öffentlichen Verkehrs	221
Monika Jarosch Vom Fehler zur Abweichung – zum Generationenwechsel in der Beschreibung der Genauigkeit	245

Fehler im Anlegerschutz – Der Fall »Wolf of Wall Street« im Spiegel unserer Zeit

1. Einleitung

Jordan Belfort gilt als einer der besten Motivations- und Verkaufstrainer der Welt. Bevor er aber Trainer für junge Unternehmer und ambitionierte Manager wurde, saß er im Gefängnis, weil er als Anlageberater und Geschäftsführer des Investmentunternehmens Stratton Oakmont Millionen Dollar über den illegalen Verkauf von hoch spekulativen Aktien verdiente. Kein Zweiter verkörpert so prominent wie der aus dem gleichnamigen Film bekannte »Wolf of Wall Street« das perfide Zusammenspiel von Opportunismus, einem lückenhaften Anlegerschutz und Erfolg. Allerdings lenkt der Film von Martin Scorsese den Fokus besonders auf die künstlerische Darbietung der Protagonisten. Dabei gerät schnell in Vergessenheit, dass es sich um die wahre Geschichte eines straffällig gewordenen Börsenmaklers handelt. Belfort machte es sich zur Aufgabe, die Lücken und Fehler im Anlegerschutz zu identifizieren und für sich auszunutzen.

1962 wurde er als Sohn eines Buchhalters in der Bronx von New York City geboren. Die begrenzten finanziellen Mittel seiner Eltern prägten seine Kindheit. Bereits mit acht Jahren begann er ambitioniert Zeitungen auszutragen, mit 16 nutzte er sein verkäuferisches Talent, um am »Jones Beach« mit überdurchschnittlichem Erfolg Eis zu verkaufen, mit 26 verdiente er durch den Verkauf von Aktien bereits über 40 Millionen Dollar pro Jahr, und mit 37 wurde er wegen Wertpapierbetrugs und Geldwäsche angeklagt und später verurteilt.

Der Aufstieg und Fall Belforts, aber auch die Finanzkrise von 2007 und 2008, sind prominente Ereignisse und Beispiele dafür, wohin die Profitgier von Bankern und Börsenmaklern führen kann, wenn es die Systeme zulassen. Wie war es möglich, dass Jordan Belfort in den USA solche Geschäfte machen konnte? Ist so

* Univ.-Prof. Dr. Arnd Wiedemann, Universität Siegen, Fakultät III (Wirtschaftswissenschaften – Wirtschaftsinformatik – Wirtschaftsrecht), Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement. Patrick Hertrampf, M.Sc., Universität Siegen, Fakultät III (Wirtschaftswissenschaften – Wirtschaftsinformatik – Wirtschaftsrecht), Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement.

ein Fall auch in Deutschland möglich? Können Investoren in Deutschland oder Europa heutzutage ihren Beratern vertrauen? Welche Anreize verleiten Berater dazu, opportunistisch zu handeln? Werden Informationsvorteile gegenüber dem Kunden ausgenutzt, um eine höhere Provision zu erhalten, oder ist es der Verkaufsdruck der Banken, der Berater in ein Korsett rein renditeorientierten Handelns hineinzwingt?

2. Anlageberatung im Lichte des Falls Stratton Oakmont

2.1 Die Anlageberatung aus gesetzlicher Perspektive

In den Mitgliedsstaaten der Europäischen Union bildet Artikel 9 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 den juristischen Ausgangspunkt. Demnach ist eine Anlageberatung die persönliche Empfehlung zum Kauf, Verkauf, Zeichnung, Tausch, Rückkauf, Halten oder Übernahme eines bestimmten, den Verhältnissen des potenziellen Anlegers entsprechenden Finanzinstruments. Dieser Definition folgt in Deutschland auch die nationale Gesetzgebung im Kreditwesengesetz (KWG): Anlageberatung ist ...

»die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird.« (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1a KWG)

Demnach schlägt der Berater geeignete Finanzinstrumente vor und der Kunde trifft eigenständig eine Auswahl. Der Kunde ist damit in seiner Entscheidung autark (BaFin 2017a, S. 2). Die getroffene Auswahl des Beraters setzt eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers voraus. Laut KWG reicht es dabei aus, wenn der Berater allgemeine Informationen über die finanzielle Lage des Kunden erfragt. Gleichmaßen genügt es für die Empfehlung, wenn diese für den Anleger als geeignet dargestellt wird. Demzufolge ist es ausreichend, den Anschein zu erwecken, dass das vorgeschlagene Finanzinstrument dem Anlegerprofil des Kunden entspricht (BaFin 2017a, S. 3).

Abzugrenzen ist die Anlageberatung von der klassischen Werbung über öffentliche Kommunikationsmedien wie Radio, Fernsehen, Internet oder öffentliche Veranstaltungen (BaFin 2017a, S. 4). Werbung wird gemäß der Richtlinie 2006/114/EG des Europäischen Parlaments und des Rates als jede Äußerung eines Unternehmens definiert, die zielgerichtet den Absatz von Waren oder Dienstleistungen steigern soll. Während mit Werbung lediglich das Interesse des

Kunden an einer Anlageberatung geweckt werden soll, verkörpert die Anlageberatung die Dienstleistung selbst.

Des Weiteren ist die Anlageberatung von der reinen Anlagevermittlung zu unterscheiden. Leitet ein Finanzdienstleister als Bote eine Willenserklärung des Anlegers, zum Beispiel zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, lediglich weiter, agiert der Finanzdienstleister nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG nur als Vermittler.

2.2 Strategie und Taktik von Stratton Oakmont

Ein besonders prominentes Beispiel aus den USA, wie eine Anlageberatung opportunistisch ausgelegt werden kann, ist der Fall Jordan Belfort. Dieser bediente sich mit seinem 1989 gegründeten Investmentunternehmen Stratton Oakmont einer speziellen Variante der Anlageberatung, der »Boiler-Room-Taktik«: Über Cold Calls, das heißt Initiativ-Anrufe, wurden Kunden spekulative Aktien angeboten und an diese verkauft (Bradley et al. 2006, S. 6).

Belfort und seine Mitarbeiter nutzten diese Taktik, um ihren Kunden insbesondere Penny-Stocks anzubieten. Laut der US-Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission handelt es sich hierbei um Aktien, deren Ausgabepreis unter 5 Dollar liegt. Häufig werden solche Aktien außerbörslich notiert, das heißt der Handel findet Over-the-Counter (OTC) direkt zwischen Käufer und Verkäufer ohne Zwischenschaltung einer Börse statt. Damit lassen sich die Transaktionskosten an der Börse sparen (SEC 2013). Gehandelt werden oftmals Aktien von Unternehmen, die nur eine geringe Marktkapitalisierung aufweisen, zum Beispiel kleine oder junge Unternehmen (SEC 2013). Im europäischen Raum liegt der Ausgabepreis von Penny-Stocks unter 1 Euro.

Belforts Ausnutzen eines lückenhaften Anlegerschutzes ist eng verknüpft mit der Manipulation von Marktpreisen. Sein Vorgehen lässt sich daher nicht allein auf opportunistische Verkaufspraktiken reduzieren: Hinzu kommt die Manipulation der Preise der verkauften Penny-Stocks. In welchem Ausmaß solche Preismanipulationen möglich sind, hängt von drei Kriterien ab: dem Markteinfluss, der Marktinformation und Netzwerkeffekten. Eine einseitig stark ausgeprägte Marktmacht ist ein wesentliches Merkmal für Manipulatoren. Sie verfügen über umfangreichere Informationen als ihre Wettbewerber und nutzen ihr Netzwerk, das heißt ihre Beziehungen zu anderen Marktteilnehmern, um die von ihnen ausgelösten Dynamiken innerhalb eines Marktes zu ihren Gunsten zu beeinflussen (Kyle/Viswanathan 2008, S. 275).

Stratton Oakmont suchte seinerzeit gezielt nach kleinen Unternehmen, die sie bei ihrem Börsengang begleiteten. Im Rahmen des Initial Public Offering (IPO) unterstützten sie diese bei der Preisfindung und Zuteilung der Aktien an po-

tenzielle Anleger. Dabei nutzten sie die Klassifizierung der Aktien als Penny-Stocks, um von den weniger strengen börsenrechtlichen Auflagen dieser Aktienkategorie zu profitieren (Rubin 2014). Des Weiteren profitierten Belfort und sein Unternehmen von den Kostenvorteilen des OTC-Handels (Bradley et al. 2006, S. 7).

Aus deutscher Perspektive grenzen sich Penny-Stocks von den Wertpapieren nach § 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) ab. Penny-Stocks werden nicht auf einem organisierten Markt gehandelt. Mit Blick auf Deutschland käme für die von Stratton Oakmont beim Börsengang begleiteten Unternehmen als vergleichbares Börsensegment der Freiverkehr (Open Market) in Frage. Die in diesem Segment gelisteten Unternehmen sind nach § 48 Börsengesetz ausschließlich an die Geschäftsbedingungen des Börsenträgers gebunden und unterliegen nur dessen Auflagen. In Analogie zu den USA unterscheidet sich dieses Börsensegment in seinen Auflagen ebenfalls wesentlich von dem börsenregulierten Markt. Dieser ist in Deutschland in § 2 Abs. 11 WpHG geregelt.

Die Praktiken von Stratton Oakmont folgten im Anschluss an den IPO dem sogenannten »Pump-and-Dump-Schema«. Die Broker versuchten über eine aggressive Akquise, die Kunden zum Kauf der Aktien zu bewegen. Durch eine künstlich initiierte Nachfrage trieben sie den Aktienkurs in die Höhe. Ab einem von ihnen intern festgelegten Kurs stellten sie ihre Akquisitionsaktivitäten ein. Infolgedessen sanken die Aktienkurse abrupt. Aufgrund der fehlenden Nachfrage konnten die Kunden ihre Bestände nicht mehr oder nur zu deutlich niedrigeren Kursen wieder veräußern. Die Broker aber hatten zu diesem Zeitpunkt ihren Gewinn schon realisiert. Der OTC-Handel war durch seine geringe Regulierung und die geringeren Handelsvolumina besonders prädestiniert für ein solches Vorgehen (Zaki/Diaz/Theodoulidis 2012, S. 554).

Stratton Oakmont hatte das Vorgehen perfektioniert. Anstatt die Aktien aus der Neuemission direkt an Anleger zu verkaufen, erwarben zuerst von ihnen angeheuerte Strohmänner die meisten Anteile. Diese verkauften die Aktien anschließend zu einem nur geringfügig höheren Preis wieder an Stratton Oakmont. So konnte das Verbot, Anteile im Rahmen eines von ihnen begleiteten IPOs selbst zu erwerben, umgangen werden. Um nun Gewinne zu erwirtschaften, mussten die Broker von Stratton Oakmont Kunden über Cold Calls von der Aktie überzeugen und diese zum Kauf bewegen. Dafür wurde zuerst ein Vertrauensverhältnis zwischen Broker und Kunde aufgebaut. Um das Vertrauen zu festigen, wurden die Anleger am Anfang der Geschäftsbeziehung mit kleineren Investitionen am Gewinn beteiligt. Anschließend setzten sie die Kunden auf die Aktien des neu emittierenden Unternehmens an.

Kurz vor dem ersten Handelstag kontaktierten die Broker ihre Kunden und informierten sie darüber, dass aufgrund der großen Nachfrage nicht alle Orders zum Ausgabepreis abgewickelt werden konnten. Stattdessen platzierten Stroh-

männer zu Beginn des Börsenhandels unlimitierte Kauforders. Die gekauften Aktien wurden im Anschluss direkt wieder an Stratton Oakmont verkauft. Auch diese gaben die Aktien gleich wieder in den Markt, aber in kleinen Mengen. Zusätzlich versahen sie die Verkaufsorders mit stufenweise erhöhten Preislimits. Durch die so fingierte Nachfrage stieg der Kurs der Aktie systematisch an. Die ständige Wiederholung des Vorgangs erzeugte einen Kamineffekt, der sich in stetig steigenden Aktienkursen äußerte. Erst nachdem die Aktien einen festgelegten Kurs überschritten, verkaufte Stratton Oakmont ihre Anteile nicht mehr an ihre Strohmänner, sondern an die eigentlichen Kunden. Die Gewinne waren eingestrichen. Damit die Nachfrage im Anschluss nicht direkt wieder einbrach, wurden einen Monat lang Aktien auch wieder zurückgekauft. Um dies jedoch auf ein absolutes Mindestmaß zu reduzieren, versuchten die Broker, ihre Kunden zum Halten der Aktien zu bewegen, ignorierten Anrufe oder verlegten bewusst Verkaufsaufträge (Rubin 2014).

3. Fehler im Anlegerschutz

3.1 Ineffizienz kleiner Märkte

Mit Blick auf das Vorgehen von Jordan Belfort scheint es, als würde ein entscheidender Fehler im Konzept des Marktes selbst liegen. Denn genau an der Stelle, wo Angebot und Nachfrage aufeinandertreffen, setzte Stratton Oakmont mit seinem Pump-and-Dump-Schema an. Zwei Aspekte sind hierbei genauer zu untersuchen: die Manipulierbarkeit des Marktes, denn andernfalls hätten sie die Kurse nicht beeinflussen können, und die Frage, wie sie Kunden davon überzeugen konnten, in fragwürdige Penny-Stocks zu investieren.

Die meisten Kapitalmarktmodelle zur Kalkulation von erwarteten Aktienrenditen basieren auf der Markteffizienzhypothese. Dieser von Eugene Fama formulierte Ansatz geht von einem vollkommenen Markt aus, auf dem alle Beteiligten, das heißt Investoren, Broker und Finanzexperten, über dieselben Informationen verfügen. Verhalten sich die Akteure auf dem Kapitalmarkt mehrheitlich rational, können einige wenige gegenläufige Ausreißer den fairen Preis eines Finanztitels nicht beeinflussen (Fama/Miller 1972, S. 21).

Doch folgen auch kleine Märkte demselben logischen Pfad? Je kleiner der Markt, desto größer wird – gleiches Handelsvolumen unterstellt – der (relative) Einfluss eines einzelnen Investors (Sachs 2004, S. 230). Die Kapitalmarkttheoretiker würden mit Bezug auf die Markteffizienzhypothese formulieren, dass statistische Ausreißer auf einem kleineren Markt ein größeres Gewicht haben. Der Einfluss eines Einzelnen wird noch größer, wenn dieser wie Stratton Oakmont zusätzlich noch Manipulatoren (die Strohmänner) einsetzt. Der Open

Market ist daher im Vergleich zur regulierten Börse anfälliger gegenüber Manipulationen und kann somit nicht als vollkommen effizient bezeichnet werden. Aus diesem Grund agierte Stratton Oakmont bewusst in diesem Marktsegment, in dem sie mit Hilfe der Strohleute die Kurse manipulieren konnte.

Aber auch vermeintlich effiziente Märkte sind in der jüngsten Vergangenheit an ihre Grenzen gestoßen. Den Auslöser der Finanzkrise von 2007/2008 bildeten Banker in den USA, die Kunden mit niedriger Bonität zum Kauf von Immobilien motivierten (Feurle 2015, S. 30). Das daraus resultierende Risiko wurde verbrieft und an die Börse gebracht. Zu diesem Zweck verkauft die Bank ihre Kundenforderungen aus dem Kreditgeschäft an eine speziell hierfür gegründete Gesellschaft. Diese schnürt (»verbrieft«) aus vielen aufgekauften Krediten ein Wertpapier, das an der Börse breit gestreut an Anleger verkauft wird. Dabei bilden die Zins- und Tilgungsleistungen der eingebrachten Kreditforderungen die Basis für die Verzinsung, aber auch die Rückzahlung der verkauften Wertpapiere (Acharya/Richardson 2009, S. 196).

Auch Kunden mit niedriger Bonität konnten aufgrund der niedrigen Zinsen in den USA einige Zeit ihren Zins- und Tilgungsleistungen nachkommen. Die Investoren erhielten daher regelmäßig Erträge aus ihren Verbriefungen. Als die Häuserpreise in den USA jedoch fielen und die Zinsen stiegen, setzte sich die Abwärtsspirale in Gang. Am 15. September 2008 erreichte die Immobilien- und Finanzkrise in den USA mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers ihren Höhepunkt, in dessen Folge ein Dominoeffekt in der gesamten Bankenlandschaft entstand. In Europa und Deutschland setzte sich die Krise fort. Banken (unter anderem die Commerzbank, die Hypo Real Estate und die Westdeutsche Landesbank) mussten mit staatlichen Geldern gestützt werden. Aus der Bankenkrise wurde schlussendlich eine Staatenkrise (Moyer 2012, S. 29). Hier bildete Griechenland den Auslöser. Nachdem der damalige griechische Staatschef George Papandreu 2009 ein Haushaltsdefizit von ca. 16 Milliarden Euro aufdeckte, stand die Europäische Union vor einer Bewährungsprobe. Am Ende stimmten die Staats- und Regierungschefs für eine gemeinschaftliche europäische Lösung zur Rettung Griechenlands (Zahariadis 2012, S. 107) – ein bis dahin unbeschrittener Weg, für den es in den Statuten keine Blaupause gab. Der Dominoeffekt setzte sich weiter fort. Während Portugal ähnlich wie Griechenland eine Blase aus dem Staatssektor heraus entstehen ließ, lagen die Wurzeln der Krise in Spanien und Irland im privaten Sektor. Hier verschuldeten sich Hauseigentümer so sehr, dass sie die Immobilienpreise weiter steigen ließen, bis es zum Kollaps der Wirtschaft kam (Sinn 2012, S. 145). Im Ergebnis führte die Falschberatung von US-amerikanischen Immobilienkäufern nicht nur die unmittelbar Betroffenen, sondern über die Verbriefungstransaktionen noch viele andere in eine Krise.

Auch wenn die großen Börsen aufgrund ihrer Handelsvolumina einem vollkommenen Markt gemäß den Unterstützern der Kapitalmarkttheorie ziemlich nahekommen, lassen sich temporäre Anomalien feststellen. Als Verfechter der Gegenseite und prominenter Vertreter der Verhaltensökonomik glaubt Robert Shiller nicht an die Markteffizienzhypothese. Ihm zufolge folgen Investoren auch Trends und handeln nicht ausschließlich rational. Dass sich Aktien nach Überreaktionen wieder auf ihren Fundamentalwert einpendeln, ist für ihn kein Beweis für Markteffizienz. Daher propagiert er einen eklektischen Investmentansatz, der die Schwächen der Markteffizienz akzeptiert und psychologische Einflussfaktoren berücksichtigt (Shiller 2003, S. 101).

Ob ein Markt effizient ist, selbst wenn er Anomalien aufweist, ist bis heute ungeklärt. Bemerkenswert ist, dass die beiden Kontrahenten Fama und Shiller im Jahr 2013 gemeinsam den Wirtschaftsnobelpreis für ihre Theorien erhielten. Die Gegensätzlichkeit ihrer Standpunkte befeuerte noch einmal die Diskussion (Kantor/Holdsworth 2014, S. 101). Zumindest mit Blick auf kleinere Märkte oder das Segment des Open Market und die bestehenden Ineffizienzen dürfte eher der Argumentation von Shiller zu folgen sein.

3.2 Informationsasymmetrien zwischen Berater und Kunden

Stratton Oakmont nutzte auch die Informationsdefizite ihrer Anleger aus. Die Annahme, dass alle Marktteilnehmer über dieselben Informationen verfügen, muss daher verworfen werden. Jordan Belfort trat als moderner Svengali inmitten seiner Broker auf und motivierte sie, fragwürdige Penny-Stocks an ihre Kunden zu veräußern. Beeinflusst und insbesondere beeindruckt von den Reden ihres Geschäftsführers verkauften die Broker gemäß dem Pump-and-Dump-Schema ihr Kontingent an unwissende, aber überzeugbare Investoren (Colesworthy 2014, S. 1171).

In der Theorie kann dieses Vorgehen mit der Prinzipal-Agenten-Theorie erklärt werden, die das Abhängigkeitsverhältnis zwischen zwei Vertragsparteien beschreibt. Der Prinzipal fungiert als Auftraggeber, der dem Agenten Entscheidungsbefugnisse zur Erfüllung seiner Aufgabe einräumt. Der Agent soll im Interesse des Prinzipals handeln. Da beide Parteien ihren Nutzen maximieren wollen und ihre Interessen voneinander abweichen oder teils sogar gegenläufig sein können, sind Konflikte vorprogrammiert (Jensen/Meckling 1976, S. 308).

Im vorliegenden Beispiel geht der Broker als Agent proaktiv auf den Prinzipal (den Kunden) zu und wirbt um einen Kaufauftrag. Der Anleger ist zwiespalten: Auf der einen Seite möchte er mit seiner Anlage eine möglichst hohe Rendite erwirtschaften, auf der anderen Seite nur ein möglichst geringes Risiko eingehen. Der Agent soll für den Kunden eine Anlagevariante finden, die zu seinem

Chancen-Risiko-Profil passt. In der Regel liegt beim Investor ein Informationsdefizit vor. Er kann die wahren Absichten seines Beraters im Vorfeld nicht genau beobachten.

Dieses Informationsdefizit birgt für den Investor entweder die Gefahr von Moral Hazard (Ausnutzung von Informationsvorteilen) oder die Gefahr von einem Hold-up (Ausnutzung von Abhängigkeiten). Damit werden im Rahmen von Geschäftsbeziehungen auf einem nicht effizienten Markt zwei mögliche Probleme bei unvollständigen Verträgen angesprochen. Die ungleiche Verteilung von Informationen führt mindestens bei einer Partei zu einem taktischen Vorsprung. Das Hold-up-Problem beschreibt ein beobachtbares missgünstiges Verhalten von einer Partei nach Vertragsabschluss (Schmitz 2001, S. 4). Ein typisches Beispiel wäre ein Erpresser, der nach der Lösegeldübergabe den zuvor vereinbarten Bedingungen nicht nachkommt. Unter Moral Hazard wird hingegen ein nicht beobachtbares opportunistisches Verhalten nach Vertragsabschluss verstanden. Als Beispiel sei ein Versicherungsnehmer genannt, der sein Risikoverhalten in dem Moment verändert, in dem er eine Versicherung abgeschlossen hat (Marshall 1976, S. 880): Ein feuerversicherter Gebäudeeigentümer hat weniger Anreize, besondere Sorgfalt bei der Schadensvermeidung und -begrenzung walten zu lassen, als ein Hausbesitzer ohne Versicherung.

Für die Kunden von Stratton Oakmont waren die Absichten der Broker während der Beratung nicht ersichtlich. Sie ließen sich von der Rhetorik der Broker beeindrucken und kauften auf deren Empfehlung hin die Penny-Stocks. Da der Kursrückgang der erworbenen Finanztitel im Nachhinein für sie feststellbar war, unterlagen sie einem Hold-up, ausgelöst durch die zuvor nicht wahrnehmbare, aber bewusste Falschberatung der Broker. Der Fall zeigt, dass auf nicht effizienten Märkten Informationsvorteile ausgenutzt werden können.

3.3 Einflussfaktoren auf die Beratungsqualität

Die Gefahr des einseitigen Ausnutzens von Informationsvorsprüngen kann durch verschiedene Einflussfaktoren verstärkt werden. Zu nennen ist die Eigentümerstruktur, die das Verhalten der Mitarbeiter beeinflussen kann. Steigt, ausgelöst durch entsprechende Renditevorgaben der Eigentümer, der Verkaufsdruck auf die Berater, erhöht sich automatisch die Gefahr von Hold-ups. Die Berater versuchen zuerst, den Anforderungen ihres Jobs gerecht zu werden. Gelingt dies nicht, werden sie risikofreudiger und suchen einen Ausweg in opportunistischem Verhalten. Je geringer die Überwachung, umso mehr Möglichkeiten und Freiräume eröffnen sich ihnen zu einem nicht regelkonformen Verhalten. Eigentümer müssen daher eine Balance zwischen Anreizen und

Monitoring finden, um ein möglichst gleichgerichtetes Interesse zwischen ihnen und ihren Mitarbeiter zu erzeugen (Schmielewski/Wein 2015, S. 530).

Ein zentrales Instrument, um Anreize zu setzen, ist hierbei die variable Vergütung. Welche Fehlsteuerungsimpulse hierbei auf die Beratung ausstrahlen können, machte bereits der Fall von Stratton Oakmont deutlich. Weitere prominente Beispiele und viele Diskussionen lieferten in der Vergangenheit auch die Boni von Investmentbankern (Hagendorff/Vallascas 2011, S. 1079; Bai/Elyasiani 2013, S. 807). Abgesehen von der ethischen Frage nach der Höhe spiegelt sich in ihnen für eine Bank stets das Spannungsfeld zwischen der Höhe der Vergütung für die individuelle Leistung und Verantwortung, aber auch die damit verbundene Risikobereitschaft wider.

Um Missbräuche und Exzesse zu verhindern oder zu mindestens in ihren Auswirkungen zu begrenzen, wurde 2017 die Institutsvergütungsverordnung nochmals überarbeitet. Die Änderungen führten insbesondere zu weiteren Reglementierungen in Bezug auf die variable Beratervergütung. Bereits festgelegt war eine Klassifizierung der Institute und Mitarbeiter gemäß dem Proportionalitätsprinzip, um die Intensität der aufsichtsrechtlichen Vorgaben an der Systemrelevanz der Bank und ihrem Risikoprofil auszurichten (BCBS 2012, S. 12). Mit Blick auf mittelständische Banken stellt die Small Banking Box Initiative beispielsweise heraus, dass die Gehälter dieser Institute in den einzelnen Hierarchieebenen nicht derartig progressiv steigen wie bei größeren Banken (Deutsche Bundesbank 2017, S. 58).

Zu den wesentlichen Änderungen zählt auch, dass variable Vergütungspositionen im Nachgang zurückgefordert werden können, wenn mit dem abgeschlossenen Geschäft eine außerordentliche Pflichtverletzung des Beraters verbunden war. Ebenso wird nunmehr eindeutig zwischen fixen und variablen Vergütungsbestandteilen differenziert. Weitere Änderungen beziehen sich auf eindeutige Regelungen bei Abfindungsbeträgen und eine verstärkte Dokumentationspflicht der vereinbarten variablen Vergütungen und der eingesetzten variablen Vergütungsvarianten (BaFin 2017d).

Die Vergütungsstrukturen sind allerdings nicht allein für die Fehlentwicklungen der Vergangenheit verantwortlich. Sie waren vielmehr ein Verstärker für ein fehlendes Risikobewusstsein in den Köpfen der Berater. Eine risikobewusste Führung bedarf einer passenden Risikokultur. Hier fehlte es den Banken an einem eindeutigen Rahmenkonzept (Roeschmann 2014, S. 278). Eine ausgeprägte Risikokultur soll das Bewusstsein für Risiken schärfen. Wenn eine risikoaverse und nachhaltige Haltung gegenüber Gewinnen von einer Bank eingefordert wird, ist der Anreiz für Berater geringer, hohe Risiken einzugehen (Wood/Lewis 2018, S. 28).

Die Umsetzung einer solchen Kultur erfolgt über vier Ebenen. Die Führungsebene kommuniziert über den »Tone from the Top« die Ziele und Werte,

lebt sie vor und ist verantwortlich, diese in allen Institutsbereichen zu verankern (BaFin 2017c, MaRisk AT 3.1). Dazu zählt die Definition des Risikoappetits für das Gesamtinstitut, der anschließend in Form eines Limitsystems auf die verschiedenen Risiken und Bereiche herunterzubrechen ist (BaFin 2017c, MaRisk AT 4.2; Wiedemann/Wilhelms 2019, S. 29). Neben den Vergütungsstrukturen und der Leitungskultur bedarf es klar verteilter Verantwortlichkeiten: Wer übernimmt wofür die Verantwortung und wer prüft, ob das Risikolimit innerhalb der Bank eingehalten wird? Damit alle Ebenen ineinandergreifen und die Risikokultur über alle Organisationsbereiche implementiert werden kann, muss als vierte Ebene der Risikokultur eine offene Kommunikation sichergestellt sein (Schmidt/Reuse 2018, S. 4).

Gerade in den aufgeführten Krisenjahren können Defizite in der Kommunikation zwischen den Organisationsbereichen und Mitarbeitern vermutet werden. Wer hätte das aufkommende Risiko der Falschberatung und den Hang zu risikofreudigen Investments entdecken müssen? Weder der Corporate Governance im Sinne einer ausgeprägten Leitungskultur noch dem Risikomanagement als Abteilung zur Identifikation und Messung von Risiken gelang es in dieser Zeit, dem Dilemma aus Falschberatung und Opportunismus entscheidend entgegenzutreten. Ursächlich ist unter anderem, dass Corporate Governance und Risikomanagement sich zu ausdifferenzierten Funktionen in den Instituten entwickelt haben. Übergeordnete oder übergreifende Defizite, die außerhalb der eigenen Kernkompetenzen liegen, geraten so schnell aus dem Blickfeld, da sich keiner verantwortlich fühlt (Stein/Wiedemann 2016, S. 819). Zukünftig gilt es, wieder stärker den Zusammenhalt innerhalb der Organisation zu fördern. Es muss eine neue netzwerkorientierte Haltung entstehen, die in der Lage ist, auch solche Risiken adäquat abzubilden (Power 2009, S. 853).

Diesen Herausforderungen widmet sich in besonderem Maße der an der Universität Siegen federführend entwickelte Ansatz der Risk Governance (www.riskgovernance.de). Das Konzept der Risk Governance versteht sich als Brücke zwischen Corporate Governance und Risikomanagement und will die Interaktion zwischen den Elementen fördern und eine proaktive Steuerung der Risiken gewährleisten (Stein/Wiedemann/Wilhelms 2018, S. 65). Das Konzept zeichnet sich in besonderem Maße durch seinen engen Bezug zum Geschäftsmodell aus. Aus einer strategischen Perspektive werden die Risiken stakeholderorientiert gesteuert. So gelingt ein Abgleich zwischen den Interessen der verschiedenen Anforderungsgruppen und dem Institut selbst (Stein/Wiedemann 2016, S. 829). In diesem Sinne erscheint die Risk Governance als ein geeignetes Konzept, um Falschberatung als eine entscheidende Risikoquelle der Berater des Institutes einzugrenzen.

4. Aktuelle Entwicklungen

4.1 Verstärkter Anlegerschutz durch MiFID II

Die Verbesserung des Anlegerschutzes ist auch ein (Teil-)Ziel der »Markets in Financial Instruments Directive« (MiFID II), auf Deutsch Wertpapierdienstleistungsrichtlinie. Generelles Ziel dieser Richtlinie ist es, den Wettbewerb unter den Wertpapierhäusern zu stärken und die Integration des europäischen Finanzmarktes durch eine Harmonisierung der Regeln voranzutreiben. Die Richtlinie musste bis Januar 2018 umgesetzt werden. Sie weist den Berater an, den Kunden ausführlich über die geplanten Geschäfte aufzuklären. Im Rahmen des neu definierten Anlegerschutzes müssen auch die anfallenden Kosten eines Geschäftes eindeutig offengelegt werden. Des Weiteren muss für den Kunden ersichtlich sein, wie sich die Gesamtkosten auf die mögliche Rendite auswirken. Ebenso dürfen Banken bei einer unabhängigen Anlageberatung keine Zuwendungen von Dritten erhalten. Mit der Richtlinie sollen also unter anderem die typischen Anreize von Boiler-Room-Taktiken wie bei Stratton Oakmont eingegrenzt werden. Um den Kunden ausreichend zu informieren, muss der Berater dem Kunden Produktinformationsblätter beziehungsweise für Investmentfonds die sogenannten wesentlichen Anlegerinformationen zur Verfügung stellen. Eine weitere Anforderung der Richtlinie ist es, den Zielmarkt bereits bei der Finanzproduktstellung genau zu definieren. Dadurch soll sichergestellt werden, dass sich die Produkte für die angedachten Investoren(gruppen) eignen und ihre Kenntnisse, Erfahrungen und finanzielle Situation berücksichtigen.

Zur Abwicklung von Transaktionen ist neu neben den schon bestehenden Segmenten des regulierten Marktes (die klassischen Börsen) und den multilateralen Handelssystemen (Multilateral Trading Facilities, MTF) das neue Segment der organisierten Handelssysteme (Organised Trading Facilities, OTF) eingeführt worden. Dies soll mehr Transparenz gegenüber den reinen bilateralen OTC-Geschäften schaffen und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einen Überblick über die laufenden Transaktionen auf den Plattformen ermöglichen (BaFin 2018a). Gerade die Abwicklung der Geschäfte »over the counter« war eine weitere Stellschraube, die Stratton Oakmont für ihre Zwecke zu nutzen wusste.

Auch der Berater selbst wird neben der Bank stärker reglementiert. Insbesondere das Schlagwort der Transparenz steht im Rahmen der Neuregelungen im Mittelpunkt. So ist ein Berater dazu verpflichtet, eine Geeignetheitsprüfung durchzuführen, um sicherzustellen, dass die Empfehlung im Einklang mit den Anlagezielen, der Risikotoleranz und der Risikotragfähigkeit des Kunden steht. Der Kunde muss in der Lage sein, mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen das Risiko des empfohlenen Finanzinstruments zu verstehen. Darüber

hinaus müssen sämtliche Gespräche dokumentiert werden. Dies bedeutet auch die Aufnahme von Telefongesprächen. Widerspricht dem ein Kunde, kann die Transaktion auf diese Art nicht durchgeführt werden. Die Berater müssen zudem über geeignete Qualifikationen verfügen. Eine unsachgemäße Beratung kann im Beschwerderegister der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht angezeigt werden (BaFin 2017b).

Schon seit langem forderten Verbraucherschützer verbesserte Regelungen für den Anlegerschutz. Eine Studie aus Deutschland der Stiftung Warentest aus dem Jahr 2010 zeigte, dass damals viele Berater weder die finanzielle Situation ihrer Kunden ausreichend berücksichtigten noch das damals gesetzlich vorgeschriebene Beratungsprotokoll an ihre Kunden aushändigten. Zudem wählten sie im Vergleich zum Risikoprofil des Kunden ein zu riskantes Anlageportfolio (Stiftung Warentest 2010). Eine Neuregelung im Sinne von MiFID II schien also angezeigt.

So sinnvoll und wünschenswert die aktuellen Regelungen auf der einen Seite im Einzelnen sein mögen, so problematisch sind sie aber auf der anderen Seite. Ein sehr umfassend definierter Anlegerschutz ist für Berater und Investoren Fluch und Segen zugleich. Eine opportunistische und bewusst angelegte Falschberatung erscheint unter den gegebenen Reglementierungen heutzutage nur noch schwer vorstellbar. Boiler-Room-Taktiken wie bei Stratton Oakmont sind nicht mehr möglich. Dennoch weisen die neuen Regeln genau aus diesem Grund auch Schwächen auf. Der Finanzberater wird in eine sehr defensive Rolle gedrängt. Die Bürokratie nimmt zu. Viele Kunden wünschen zwar eine telefonische Ausführung ihrer Transaktion, sehen aber die Aufzeichnung des Gesprächs als Eingriff in ihre Persönlichkeitsrechte (Wagner 2019, S. 27).

Auch die erforderliche Übermittlung der Produkt- und Kosteninformationen vor dem Handel des Finanzinstrumentes führt zwangsläufig zu zeitlichen Verzögerungen, die sich negativ auf die Rendite auswirken können. Insbesondere bei Investitionen in volatilere Finanzprodukte kann die Zeit ein kritischer Erfolgsfaktor sein. Allerdings dürfte dieser Aspekt für die meisten Produkte keine wesentliche Einschränkung bedeuten.

In der Folge dürften die Kosten der Anlageberatung steigen, denn die Institute müssen ihre IT-Systeme entsprechend programmieren, mehr Compliance-Experten einstellen und ihre Berater schulen (Wagner 2019, S. 27). Auf die Welle der Regulierung könnte also in absehbarer Zeit wieder eine Phase der Deregulierung folgen. Aktuell scheint die Beziehung zwischen Berater und Kunden zu stark von Gesetzen und Verpflichtungen eingeschnürt. Zumindest sollte in Erwägung gezogen werden, das Ausmaß der Vorschriften an die Kenntnisse der Anleger zu koppeln. Je professioneller ein Anleger ist, desto geringer können die Regulierungsvorschriften ausfallen.

4.2 Gefahren durch Künstliche Intelligenz

Die Künstliche Intelligenz (KI) zählt zu den schillerndsten und einflussreichsten Themen der heutigen Zeit. Dabei ist das Forschungsgebiet noch relativ jung. Die ersten wissenschaftlichen Beiträge liegen gerade einmal 60 Jahre zurück. In ihrem Ursprung bezog sich KI darauf, Maschinen die Fähigkeit zu geben, wie Menschen zu denken, zu lernen und zu verstehen. Seit ca. 1970 weitete sich das Begriffsverständnis auf Themengebiete wie die Robotik, die Erkennung von Mustern, die Spieltheorie oder die intelligente Steuerung aus (Pan 2016, S. 410). Mittlerweile gibt es schon den Begriff der KI 2.0. Immer mehr wird ihr Anwendungsbereich ausgebaut. Aktuell liegt der Fokus darauf, intelligente Fahrzeuge, intelligente Häuser, intelligente Medizin, intelligente Fertigungen oder eben eine intelligente Ökonomie zu entwickeln (Pan 2016, S. 412).

Anwendungsfelder für KI finden sich auch im Bereich der Anlageberatung. Auf den ersten Blick liegen die Chancen und Möglichkeiten in der Anlageberatung auf der Hand. KI kann den Berater bei der Bearbeitung und Prüfung von Mails, der Beobachtung von Marktgegebenheiten im Hinblick auf eine Anlage oder als allwissendes Lexikon für Produktinformationen unterstützen. Mit KI können im Unternehmen Arbeitsprozesse verkürzt, Qualität gesteigert und Kosten gesenkt werden (Hildesheim/Michelsen 2019, S. 126).

Die disruptiven Kräfte von durch KI getriebenen Innovationen bedeuten aber auch Risiken und lösen Ängste aus. Gefahren können von intransparenten Entscheidungsprozessen oder der schlichten Angst vor dem Verlust von Arbeitsplätzen ausgehen. Mit Blick auf die Geschichte des Wolf of Wall Street stellt sich die Frage, ob mit Hilfe von KI nicht eine moderne Form des Pump-and-Dump-Schemas von Stratton Oakmont entwickelt werden kann, um den Markt zu sabotieren (Hildesheim/Michelsen 2019, S. 128). Die Gefahr könnte explizit darin bestehen, dass KI-Systeme schneller und effizienter denken und handeln als Menschen, so dass Preismanipulationen oder ganze Marktmanipulationen für den Menschen nicht oder nur sehr schwer wahrnehmbar sind. Hier wird insbesondere der Punkt der Intransparenz von KI deutlich.

In diesen Diskurs ist bereits die BaFin eingestiegen. Bei einem verantwortungsbewussten Umgang mit KI sieht die Aufsicht Potenzial für eine mögliche Effizienz- und Effektivitätssteigerung der Kapitalmärkte. Insbesondere im Zusammenhang mit besseren Datensicherungsmöglichkeiten erhoffen sie sich unterstützende Impulse für alle Geschäftsbereiche eines Finanzinstitutes. Allerdings führen die neuen Verflechtungen auch zu komplexeren Marktstrukturen (BaFin 2018b, S. 11). Gerade die Komplexität verhindert es, dass der Anleger die Datenverwendung und -auswertung noch nachvollziehen kann. Es müssen daher klare Strukturen geschaffen werden, um die neu entstehenden Informationsasymmetrien zu reduzieren (BaFin 2018b, S. 50). Dies gilt in besonderem

Maße für die Aufsicht selbst, denn nur, wenn diese über die geeigneten Fähigkeiten und das Wissen verfügt, kann einer möglichen Finanzkriminalität frühzeitig entgegengetreten werden. Dies zeigt sich schon jetzt in Verschiebungen im Berufsprofil eines Aufsichtsmitarbeiters hin zu mehr mathematisch-analytischen Fähigkeiten (BaFin 2018b, S. 58).

Welche Auswirkungen KI auf die Finanzmärkte und ihre Effizienz haben wird, kann heute noch nicht abschließend beurteilt werden. Ein Bild des Wandels kann aber heute schon auf den Finanzmärkten und an den Jobbörsen beobachtet werden. Insbesondere für aufsichtsrechtliche Institutionen wird es entscheidend sein, Strukturen zu schaffen, um die Marktteilnehmer vor dem Hintergrund eines zunehmenden Einsatzes von KI adäquat überwachen und kontrollieren zu können. Dies gilt besonders in Bezug auf den Anlegerschutz, damit eine Wiederholung der Geschichte im Sinne eines modernen Wolf of Wall Street nicht möglich ist.

5. Fazit

Fehler und Systemschwächen wird es immer geben. Und immer wird es auch Menschen geben, die versuchen werden, aus diesen Fehlern und Schwächen Profit zu schlagen. Dem Staat kommt die Aufgabe zu, ein faires Gleichgewicht und adäquate Anreize für alle Marktteilnehmer zu schaffen und insbesondere bei starken Asymmetrien einen Ausgleich zum Schutz der Schwächeren zu entwickeln. Der Wolf of Wall Street ist ein Paradebeispiel für die aggressive einseitige Ausnutzung eines Marktumfeldes, das solches Handeln (zumindest zeitweise) möglich machte. Die richtige Balance zu erreichen, ist dabei die besondere Herausforderung und Schwierigkeit. So kann auf der einen Seite mit den jetzigen Regelungen von MiFID II bereits eine Überregulierung gegeben sein, auf der anderen Seite bestehen vielleicht noch Defizitbereiche, wie die Ausführungen zur KI gezeigt haben. Auch auf die Institute selber kommen neue Herausforderungen zu, wie die Themen Risikokultur und Risk Governance gezeigt haben.

Für die Zukunft bleibt abzuwarten, inwiefern eine Deregulierung für alle Parteien von Vorteil sein könnte, aber auch, welche Bereiche neu hinzukommen werden. An einem sollten aber alle Beteiligten ein besonderes Interesse haben: Das Vertrauen der Anleger muss wieder wachsen. Dazu bedarf es eines Systems, das die Schutzbedürftigkeit von Anlegern aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrien mit den Interessen der Finanzindustrie vor überbordender Bürokratie, aber auch der Schutzbedürftigkeit der Anlageberater als Angestellte von Banken ausbalanciert.

Literatur

- Acharya, Viral V./Richardson, Matthew (2009): Causes of the Financial Crisis. *Critical Review* 21 (2–3), S. 195–210.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017a): Gemeinsames Informationsblatt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und der Deutschen Bundesbank zum Tatbestand der Anlageberatung. Bonn, Frankfurt am Main.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017b): MiFID II und MiFIR – Beitrag aus dem Jahresbericht 2017 der BaFin. www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/Jahresbericht2017/Kapitel5/Kapitel5_1/Kapitel5_1_1/kapitel5_1_1_node.html (zuletzt abgerufen am 27.02.2019).
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017c): Mindestanforderungen an das Risikomanagement.
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017d): Vergütung – Novelle der Institutsvergütungsverordnung in Kraft. www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2017/fa_bj_1708_Verguetung.html (zuletzt abgerufen am 10.04.2019).
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2018a): Anlegerschutz im Fokus: Neuerungen im Zuge der Umsetzung der MiFID II. www.bafin.de/DE/Verbraucher/Aktuelles/MiFID_II/MiFID_II_node.html (zuletzt abgerufen am 27.02.2019).
- BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2018b): Studie: Big Data trifft auf Künstliche Intelligenz. Bonn, Frankfurt am Main.
- Bai, Gang/Elyasiani, Elyas (2013): Bank Stability and Managerial Compensation. *Journal of Banking & Finance* 37 (3), S. 799–813.
- BCBS – Basel Committee on Banking Supervision (2012): Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht, September 2012. Basel.
- Bradley, Daniel J./Cooney Jr., John W./Dolvin, Steven D./Jordan, Bradford D. (2006): Penny Stock IPOs. *Financial Management* 35 (1), S. 5–29.
- Colesworthy, Rebecca (2014): Capital’s Abstractions. *Textual Practice* 28 (7), S. 1169–1179.
- Deutsche Bundesbank (2017): Monatsbericht Oktober: Der aufsichtliche Überprüfungs- und Bewertungsprozess für kleinere Institute und Überlegungen zur Proportionalität. Frankfurt am Main.
- Fama, Eugene F./Miller, Merton H. (1972): *The Theory of Finance*. New York.
- Feurle, Bettina (2015): *Die Finanzkrise 2008 und ihre Folgen: Eine Analyse des Krisenmanagements*. Hamburg.
- Hagendorff, Jens/Vallascas, Francesco (2011): CEO Pay Incentives and Risk-Taking: Evidence from Bank Acquisitions. *Journal of Corporate Finance* 17 (4), S. 1078–1095.
- Hildesheim, Wolfgang/Michelsen, Dirk (2019): Künstliche Intelligenz im Jahr 2018 – Aktueller Stand von branchenübergreifenden KI-Lösungen: Was ist möglich? Was nicht? Beispiele und Empfehlungen. In Buxmann, P./Schmidt, H. (Hrsg.), *Künstliche Intelligenz: Mit Algorithmen zum wirtschaftlichen Erfolg*. Berlin, Heidelberg, S. 119–142.
- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4), S. 305–360.

- Kantor, Brian/Holdsworth, Christopher (2014): 2013 Nobel Prize Revisited: Do Shiller's Models Really Have Predictive Power? *Journal of Applied Corporate Finance* 26 (2), S. 101–108.
- Kyle, Albert S./Viswanathan, Sathish (2008): How to Define Illegal Price Manipulation. *American Economic Review* 98 (2), S. 274–279.
- Marshall, John M. (1976): Moral Hazard. *American Economic Review* 66 (5), S. 880–890.
- Moyer, R. Charles (2012): *Contemporary Financial Management*. 12. Aufl. Mason.
- Pan, Yunhe (2016): Heading toward Artificial Intelligence 2.0. *Engineering* 2 (4), S. 409–413.
- Power, Michael (2009): The Risk Management of Nothing. *Accounting, Organizations and Society* 34 (6–7), S. 849–855.
- Rubin, Ronald L. (2014): How the 'Wolf of Wall Street' Really Did It. *The Wall Street Journal* 03.01.2014, S. A9.
- Sachs, Lothar (2004): *Angewandte Statistik. Anwendung statistischer Methoden*. 11. Aufl. Berlin, Heidelberg.
- Schmidt, Christoph/Reuse, Svend (2018): MaRisk 6.0: Ausgestaltung und Quantifizierung einer adäquaten Risikokultur. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 71 (5), S. 2–9.
- Schmielewski, Frank/Wein, Thomas (2015): Are Private Banks the Better Banks? An Insight into the Principal-Agent Structure and Risk-Taking Behavior of German Banks. *Journal of Economics and Finance* 39 (3), S. 518–540.
- Schmitz, Patrick W. (2001): The Hold-Up Problem and Incomplete Contracts: A Survey of Recent Topics in Contract Theory. *SSRN Electronic Journal*.
- SEC – Securities and Exchange Commission (2013): Penny Stock Rules. www.sec.gov/fast-answers/answerspennyhtm.html (zuletzt abgerufen am 28.01.2019).
- Shiller, Robert J. (2003): From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives* 17 (1), S. 83–104.
- Sinn, Hans-Werner (2012): Die Europäische Fiskalunion Gedanken zur Entwicklung der Eurozone. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 13 (3), S. 137–178.
- Stein, Volker/Wiedemann, Arnd (2016): Risk Governance: Conceptualization, Tasks, and Research Agenda. *Journal of Business Economics* 86 (8), S. 813–836.
- Stein, Volker/Wiedemann, Arnd/Wilhelms, Jan Hendrik (2018): Integrative Risikosteuerungsansätze für KMU: Enterprise Risk Management versus Risk Governance. *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship* 66 (1), S. 61–70.
- Stiftung Warentest (2010): Die Blamage geht weiter. www.test.de/Banken-im-Test-Die-Blamage-geht-weiter-4113924-0/ (zuletzt abgerufen am 21.03.2019).
- Wagner, Jan F. (2019): Schwache Beratung statt starkem Schutz. *Bankmagazin* 68 (1), S. 26–29.
- Wiedemann, Arnd/Wilhelms, Jan Hendrik (2019): Der Risikoappetit in Banken – Ansätze zu mehr Transparenz in den Geschäftsberichten. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 72 (4), S. 26–30.
- Wood, Anthony/Lewis, Anya (2018): Risk Culture Development and its Impact: The Case of the Caribbean Development Bank. *International Journal of Business and Economic Development* 6 (1), S. 18–37.
- Zahariadis, Nikolaos (2012): Complexity, Coupling and Policy Effectiveness: The European Response to the Greek Sovereign Debt Crisis. *Journal of Public Policy* 32 (2), S. 99–116.

Zaki, Mohamed/Diaz, David/Theodoulidis, Babis (2012): Financial Market Service Architectures: A »Pump and Dump« Case Study. Proceedings of the 2012 Annual SRII Global Conference, S. 554–563.

Zeier Roeschmann, Angela (2014): Risk Culture: What It Is and How It Affects an Insurer's Risk Management. Risk Management and Insurance Review 17 (2), S. 277–296.

