Recklinghäuser Beiträge zu Recht und Wirtschaft

Westfälische Hochschule

ReWir

Nr. 15 / 2013

Fachbereich Wirtschaftsrecht

Hrsg. von Prof. Dr. Bernhard Bergmans und Prof. Dr. Ralf-Michael Marquardt

ISSN 2191-866X

Von der Finanzmarkt- über die Eurokrise hin zu einer neuen Finanzmarktregulierung[1]

Prof. Dr. Ralf-M. Marquardt

A. Finanzmarktkrise

Die Finanzmärkte befinden sich derzeit weltweit in einem regulatorischen Umbruch, dem sich auch der „Finanzplatz Emscher-Lippe“ nicht verschließen kann. Katalysator der Änderungen war die im Jahr 2007 in den Vereinigten Staaten von Amerika ausgebrochene Finanzmarktkrise.

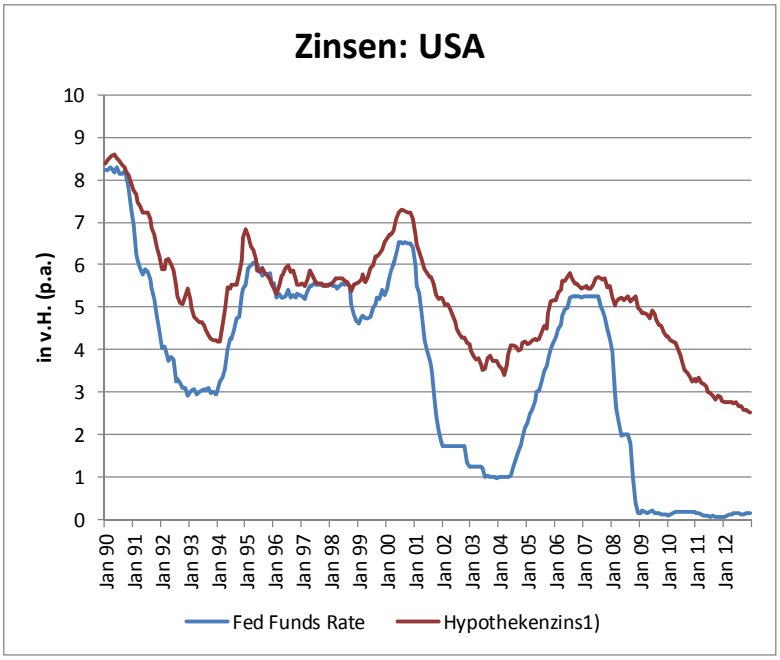
Nach dem Platzen der sogenannten „New-Economy-Blase“ an der Börse und der „9/11-Krise“ sowie vor dem Hintergrund einer stark defizitären Leistungsbilanz kämpfte die US-Zentralbank (Fed) im Vorfeld der Finanzmarktkrise mit einer überaus expansiven Geldpolitik gegen die Rezession an (vgl. Abb. 1 nächste Seite).

In mehreren, kurz aufeinander folgenden Schritten führte sie die amerikanischen Leitzinsen von 6,5 % Ende 2001 auf 1 % bis Mitte 2003 zurück. Die großzügige Geldversorgung versetzte die amerikanischen Banken in die Lage, den seit längerem schon aufwärtsgerichteten Trend beim Erwerb von Wohneigentum mit Hypothekendarlehen weiter durch sinkende Hypothekenzinsen anzufachen. Von Anfang 1990 bis 2001 war der Anteil des Hauseigentums an den Wohnimmobilien bereits von 64 % auf 67,5 % angestiegen. Bis Ende 2004 nahm diese Rate weiter auf rund 69,2 % zu.[2]

Die Hypothekenbanken finanzierten den Kauf durch Kredite, die in den USA traditionell kurzfristige Zinsbindungsfristen hatten oder von vornherein mit einer variablen Verzinsung ausgestattet waren. Mit der steigenden Nachfrage nach Wohneigentum legten die Immobilienpreise kontinuierlich zu (vgl. Abb. 2 nächste Seite). Von 2001 bis 2004 waren in den US-Großstadtregionen jährliche Wertsteigerungen von etwa 10 % bis 15 % zu verzeichnen.

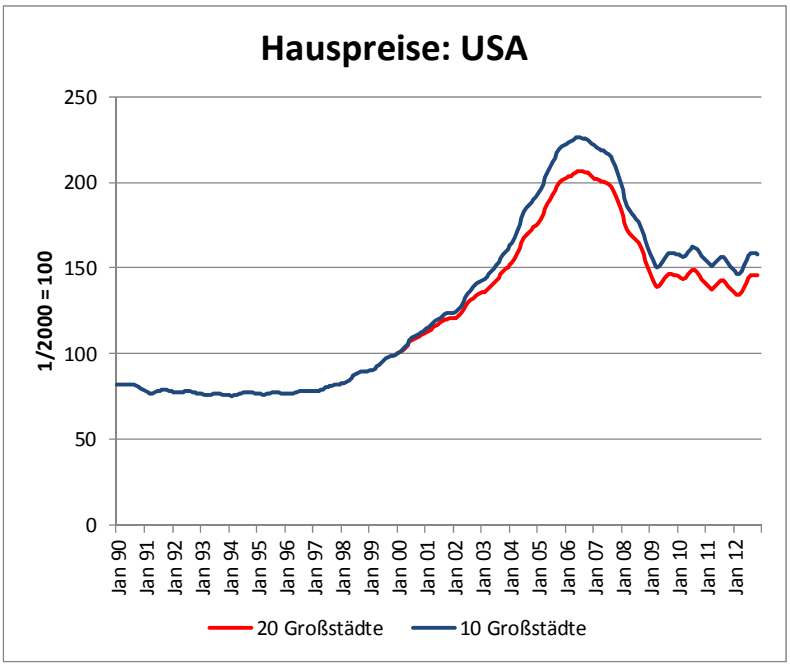
[1] Erweiterte Fassung des Einleitungsvortrags im Rahmen der Recklinghäuser Hochschulgespräche zum Finanzplatz Emscher-Lippe am 30. Januar 2013.

[2] Vgl. http://www.census.gov/housing/hvs/data/histtabs.html.



Quelle: http://www.federalreserve.gov und Freddie Mac
1) Treasury-Indexed 1-Year Adjustable Rate Mortgage (Primary Mortgage Market)

Abb. 1



Quelle: Standard & Poors
1) S&P Case-Shiller-Home-Price-Index
2) Composite 10 bzw. 20: gewogener Durchschnitt von 10 bzw. 20 Großstadtregionen

Abb. 2

Die Vergabe von Hypothekendarlehen erwies sich somit aus Sicht der Kreditinstitute zunächst als vergleichsweise sicheres Geschäft: Aufgrund der bis 2004 fallenden Zinsen nahm die Belastung für die Schuldner kontinuierlich ab. Obendrein belebte die Baukonjunktur die amerikanische Wirtschaft, so dass die weiteren Einkommens-perspektiven sich aufhellten. Infolgedessen kam es kaum zu Zahlungsausfällen, zumal vorrangig Kunden mit einer hohen Bonität Darlehen erhielten. Wenn es dann doch noch zu Ausfällen kam, hatten die Immobilien als Kreditsicherheit auch noch deutlich an Wert zugelegt.

Nach der ersten Marktsättigung unter den soliden Kreditnehmern wandten sich die Banken verstärkt dem Segment der sogenannten „Subprime-Kredite“ zu. Nun wurden auch Kunden mit eher zweifelhafter Bonität Hypothekendarlehen „aufgeschwatzt“. Maßgeblich für das Zustandekommen der Verträge war eine unverantwortliche Sorglosigkeit auf beiden Seiten des Marktes.

Auf der einen Seite wurden weitgehend unerfahrene Kreditnehmer mit niedrigen Zinsen geködert. Teilweise wurde die Anfangstilgung in der Hoffnung ausgesetzt, nach einer weiteren Zinssenkung bei unveränderter Annuität mit der Tilgung beginnen zu können. Teilweise wurde sogar zunächst eine negative Tilgung vereinbart, wobei die tatsächlichen Zinszahlungen hinter dem rechnerischen Zinsendienst zurückblieben, so dass die Verschuldung anstieg.[3] Die Darlehensverkäufer lieferten als Rechtfertigung für ihre Kunden das Argument, dass deren Vermögen netto sogar zunehme, wenn die Immobilie schneller als der Kredit im Wert steige. Hinzu kam die Erfahrung, dass angesichts steigender Mieten, diejenigen, die vorher schon kreditfinanziert Immobilien erworben hatten, eigentlich gut damit beraten waren.

Auf der anderen Seite wurde von den Banken das Risiko zunehmend ausgeblendet. Statt risikoadäquate und dann eben abschreckend hohe Zinsaufschläge zu verlangen oder gar von Vornherein von der Kreditvergabe an unsolide Kunden abzusehen, sollten primär Umsätze generiert werden. Dazu wurde auch die Vergabe von „Lügendarlehen“ forciert.[4] Bei vielen Darlehensanträgen mussten keine Einkommensnachweise mehr vorgelegt werden bzw. die Einkommen der Antragsteller wurden eigenhändig von den Kreditsachbearbeitern geschönt, um übermäßig hohe Darlehen zu rechtfertigen.

Bei dieser hemmungslosen Form der Umsatzmaximierung ging es den Bankmanagern und ihren Angestellten darum, auch weiterhin Provisionen für die Banken zu kassieren, zumal die Vergütungssysteme dies auch individuell honorierten. Zudem hatte man ja bislang durchweg positive Erfahrungen mit Prime-Krediten gemacht und beim Zahlungsausfall konnte man immerhin noch auf im Wert gestiegene Immobilien als Sicherheit durchgreifen. Überdies begannen die Hypothekenbanken Risiken auszulagern. Dazu nutzten sie Credit-Default Swaps oder – noch verbreiteter – die Verschiebung ihrer Hypothekenforderungen an eigens zu diesem Zweck von ihr gegründete und nicht in der Bankbilanz zu konsolidierende Gesellschaften. Im Gegenzug für diese Auslagerung erhielten die Banken „frisches Geld“ von der Zweckgesellschaft und die Kredite waren nicht mehr bei ihr bilanziert, so dass sie auch nicht mehr nach dem Basel-II-Abkommen mit ausreichend viel Eigenkapital unterlegt werden mussten. Zwar wurden die Forderungen nun in der Bilanz der Zweckgesell-schaft erfasst, diese wurden aber weder aufsichtsrechtlich noch durch Basel-II reguliert. Die Möglichkeit, Risiken so jederzeit kurzfristig weiterreichen zu können, unterlief nicht nur die Eigenkapitalbremse bei der Kreditvergabe durch Basel-II, sondern ermunterte die Bankmanager, neue Risiken einzugehen.

---

[3] Vgl. Stiglitz, J. (2010), Im freien Fall, München, S. 125f.

[4] Vgl. Stiglitz, J. (2010), Im freien Fall, München, S.126.

Die Zweckgesellschaften refinanzierten ihren Kapitalbedarf über Investment- und Pensionsfonds sowie über nicht regulierte Investmentbanken oder Hedge-Fonds. Dazu legten die Zweckgesellschaften zinsbringende, durch die Zahlungsverpflichtungen der Hypothekenschuldner bzw. die Immobilie besicherte Wertpapiere, sogenannte „Residential Mortgage Backed Securities“ (RMBS), auf. Die Zinsen und die Rückzahlung sollten durch die regelmäßigen Zahlungen der Hypothekenschuldner bedient werden. Je größer aber dabei das von der Bedienung des Hypothekenschuldendienstes abhängige Risiko des Ausfalls von Zahlungen durch die Zweckgesellschaft erschien, umso höher musste die Zinsprämie für die Wertpapierkäufer ausfallen. Um diesen Aufschlag für die Zweckgesellschaft möglichst gering zu halten, wurden zwei Wege gewählt: Einerseits gaben die Banken für ihre Zweckgesellschaften Liquiditätszusagen und Garantien ab, um deren Bonität als Emittent zu erhöhen.[5] Andererseits wurde versucht, Risiken hinweg zu diversifizieren, indem Tausende von Einzelkrediten als Wertgrundlage für einzelne Wertpapiere gebündelt wurden. Der Ausfall einzelner Schuldner könnte dann ja immer noch durch die Zahlungen der solventen Schuldner kompensiert werden.

Dabei wurde der Prozess der Risikodiversifikation durch „Tranchierung“ und ein „Kaskadensystem“ bei der Bedienung der Zinsverpflichtungen nahezu unendlich verfeinert und auf die Bedürfnisse unterschiedlicher Anlegerklassen zugeschnitten. Wertpapiere, hinter denen erstklassige Sicherheiten standen und die bei der Zinsausschüttung von der Zweckgesellschaft auch zuerst bedient wurden, erhielten von den Ratingagenturen höchste Bonitätsnoten, wurden vorrangig von anderen Banken erworben und mit vergleichsweise niedrigen Risikoprämien ausgestattet. Kritisch geratete Wertpapiere, deren Zinsendienst beim Zahlungsausfall seitens der Eigenheimkäufer im Zweifelsfall nicht bedient wurde, gingen hauptsächlich an Hedge-Fonds, denen für das erhöhte Risiko auch höhere Renditen zugesagt wurden.

Im Zuge des „financial-engineering“ wurden aufbauend auf diesen Derivaten weitere Derivate konstruiert. Sogenannte „Collateral Debt Obilgations“, deren Wertgrundlage ein Pool diversifizierter RMBS war, wurden als neue Wertpapiere herausgegeben. Auf diesem Weg der Bündelung, Verpackung und Umverpackung von Risiken entstanden Finanzkonstrukte, deren inneren Wert keiner mehr ernsthaft einschätzen konnte. Insider nannten sie selbst vielsagend „Blackboxes“. Gleichwohl wähnten sich alle in einer trügerischen Sicherheit: Am Anfang der Kreditkette hatten die Banken die Risiken ausgelagert, am Ende der Kette stand neben halbwegs attraktiven Renditen die vermeintliche Gewissheit, bei einem Zahlungsausfall auf die werthaltigen Immobilien durchgreifen zu können. Obendrein hatte Ratingagenturen für die Wertpapiere – allerdings im Auftrag der Emittenten – oftmals wohlwollende Bonitätsnoten vergeben.

In Anbetracht der wirtschaftlichen Belebung nahmen dann ab Ende 2004 die Inflationsgefahren zu, so dass die Fed die Leitzinsen ebenso rasch erhöhte, wie sie sie zuvor herunterschleuste (vgl. Abb. 1). Zwischen 2004 und Mitte 2006 stiegen die Schlüsselzinsen von 1% auf 5,25 % an. Dies war der Auslöser für das eigendynamisch verstärkte Platzen der Immobilienblase: Wegen der kurzfristigen bzw. variabel gestalteten Zinsbindung nahmen die Zahlungsverpflichtungen der Hypothekenschuldner zu, wobei insbesondere die Nehmer von Subprime-Krediten, für die die Kalkulation „auf Kante genäht war“, schnell überfordert waren.

[5] Zwar mussten derartige Verpflichtungen für die Banken nach Basel-II auch wieder mit Eigenkapital hinterlegt werden, allerdings mit weniger Eigenkapital als stünden die Kredite komplett in der eigenen Bilanz.

Angesichts ausbleibender Zahlungen wurden ihre Häuser versteigert. Mit wachsendem Angebot auf dem Immobilienmarkt verfielen die Preise (vgl. Abb. 2). Infolgedessen verloren die Sicherheiten ab etwa 2006/2007 schnell an Wert. Die vorherige Belebung im Wohnungsbau wurde jäh abgewürgt, die Stimmung in der Wirtschaft verschlechterte sich rapide, so dass die US-Konjunktur einen drastischen Einbruch erlitt, wodurch sich die Einkommenssituation und damit auch die Rückzahlungsmöglichkeiten von Darlehen weiter verschlechterten.

Der ausbleibende Schuldendienst belastete die Banken, sofern Sie die Risiken nicht weitergereicht hatten und sofern Sie Garantien für Zweckgesellschaften ausgesprochen hatten, er belastete die Zweckgesellschaften, da die Zuflüsse ausblieben, um den eigenen Zinsverpflichtungen nachzukommen, und er belastetet die RMBS- und CDO-Käufer, wobei die Immobilien als letzte Sicherheit nun - nach ihrem Preisverfall - nicht mehr ausreichten.

Der risikomindernde Diversifikationseffekt ist offenbar nachhaltig überschätzt worden. Kreditrisiken lassen sich durch Umstrukturieren bei Gläubigern zwar diversifizieren, nicht aber komplett beseitigen. Entscheidender als der Insichausgleich individueller Risiken innerhalb eines Kreditportfolios war das systemische Risiko im Gesamtmarkt, die Tatsache also, dass eben viele Kredite gleichzeitig in gleicher Weise gefährdet waren.

Im Zuge der Krise erwiesen sich einzelne Finanzinstitute rasch als zahlungsunfähig und wurden zunächst durch den amerikanischen Staat gerettet. Vor diesem Hintergrund ließ das Vertrauen unter den Geschäftsbanken nach. Zahlungsausfälle – wegen der Verflechtungen des Finanzsektors auch solche, die unmittelbar nichts mit Hypothekenkrediten zu tun hatten, – häuften sich. Als dann die viertgrößte amerikanische Investment-Bank, Lehman-Brothers, ein altehrwürdiges Bankhaus mit über 100-jähriger Geschichte, im September 2008 ein Liquiditätsproblem aufwies, besann sich die US-Regierung auf ein ureigenes marktwirtschaftliches Prinzip zurück und meinte ein Exempel statuieren zu müssen: wer in der Vergangenheit wie selbstverständlich Gewinne mit riskanten Geschäften an seine Shareholder weiterleitete, muss dann im Fall des Scheiterns einer unsoliden Geschäftsstrategie auch voll die Verluste tragen. Lehman wurde die Staatshilfe verweigert und musste in das Insolvenzverfahren. Damit fiel zugleich eine Gegenpartei in zahlreichen OTC-Termingeschäften und OTC-Kreditausfallgeschäften aus, so dass auch hier bei den Kontraktpartnern von Lehman scheinbar abgesicherte Risiken plötzlich wieder offen waren.[6]

Das intendierte Signal, Moral-Hazard von Seiten des Staates werde nicht mehr toleriert, so dass Finanzmarktakteure Risiken eben zukünftig eigenverantwortlich managen müssen, erwies sich in dieser aufgeladen Situation als verheerend. Denn die Märkte beschäftigten sich weniger mit der angestrebten Lektion für zukünftige Bankstrategien als mit der Botschaft, dass durch die Lehman-Insolvenz nun auch Kontraktpartner von Lehman in eine Schieflage geraten werden. Und wenn selbst Lehman pleitegehen konnte, auf wen konnte man sich dann in der Finanzwelt überhaupt noch verlassen? Folgerichtig brach das gegenseitige Vertrauen in der Finanzbranche vollends zusammen. Der Interbankenmarkt, auf dem sich Banken gegenseitig Kredite einräumen, war ausgetrocknet.

---

[6] OTC steht für Over-The-Counter-Geschäfte, die außerhalb der Börse stattfinden und zumeist stark auf die individuellen Ansprüche der Vertragsparteien zugeschnitten sind. Angesichts der geringen Transparenz des dynamisch gewachsenen OTC-Marktes wurde von der US-Regierung der Aspekt der gegenseitigen Verflechtungen bei dem Nicht-Rettungsbeschluss offenbar signifikant unterschätzt.

Mit dem Quasi-Zusammenbruch des Bankensystems griff die Krise auf die Realwirtschaft über. Bereits die krisengeschwängerte Stimmung und der Einbruch im Baugewerbe hatten hier zuvor ausgereicht, die US-Produktion auf Talfahrt zu schicken. Die nun einsetzende Zurückhaltung bei der Kreditvergabe verschärfte den konjunkturellen Einbruch.

Angesichts der engen Verflechtungen in der Finanzbranche beschränkte sich die Krise nicht auf die Vereinigten Staaten, sondern breitete sich sehr rasch auf den Rest der Welt und damit auch auf Europa aus.

Europäische Banken, die unmittelbar auf dem amerikanischen Markt mitgezockt hatten, wurden ebenso in Mitleidenschaft gezogen, wie Institute, die nun auf ihren Forderungen sitzen blieben, weil sie Geschäfte mit zwischenzeitlich maroden Instituten gemacht hatten.

Nach der bitteren Erkenntnis aus dem Lehman-Desaster, dass es Banken gibt, die systemrelevant und so bedeutend sind, dass man sie trotz Missmanagements nicht scheitern lassen kann („too-big-to fail“), sind viele Kreditinstitute – wie etwa in Deutschland die Hypo-Real-Estate und die Commerzbank – vom Staat gerettet worden.

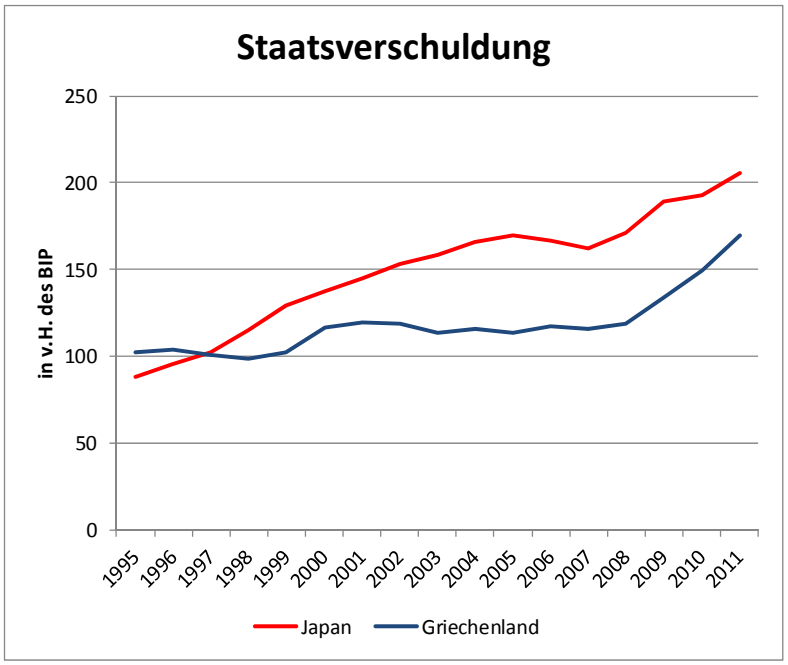
B. Eurokrise

In Europa pflanzte sich die Finanzmarktkrise auf unterschiedlichen Wegen bis hin zum Ausbruch der Eurokrise fort.

Das inzwischen wiederbelebte Bewusstsein, Risiken genauer beachten und differenzierter einschätzen zu müssen, veranlasste die Finanzmärkte dazu, den Euroraum weniger als bis dahin als homogene Währungsgemeinschaft denn als heterogenes Gebilde wahrzunehmen. Zwar hatten auch die Rating-Agenturen bis dato zu der Einschätzung homogener Verhältnisse beigetragen, aber die Agenturen lagen auch bei der Bewertung der RMBS und CDOs schon daneben. Angesichts dessen wurde hinterfragt, ob bei der Angleichung der nationalen Zinsen in der EWWU nicht zu sehr die in Wirklichkeit noch vorhandenen, nur im Rating nicht mehr hinreichend zum Ausdruck kommenden unterschiedlichen Länderbonitäten ausgeblendet wurden. Infrage gestellt wurde dabei in Anbetracht der ohnehin schon hohen Belastung der Staatshaushalte durch die Finanzmarktkrise auch die Wahrnehmung der Märkte, am Ende sei die Währungsunion eine Schicksalsgemeinschaft, in der – trotz der sogenannten No-Bailing-Out-Klausel im EU-Vertrag – jeder für jeden uneingeschränkt einstehen werde.

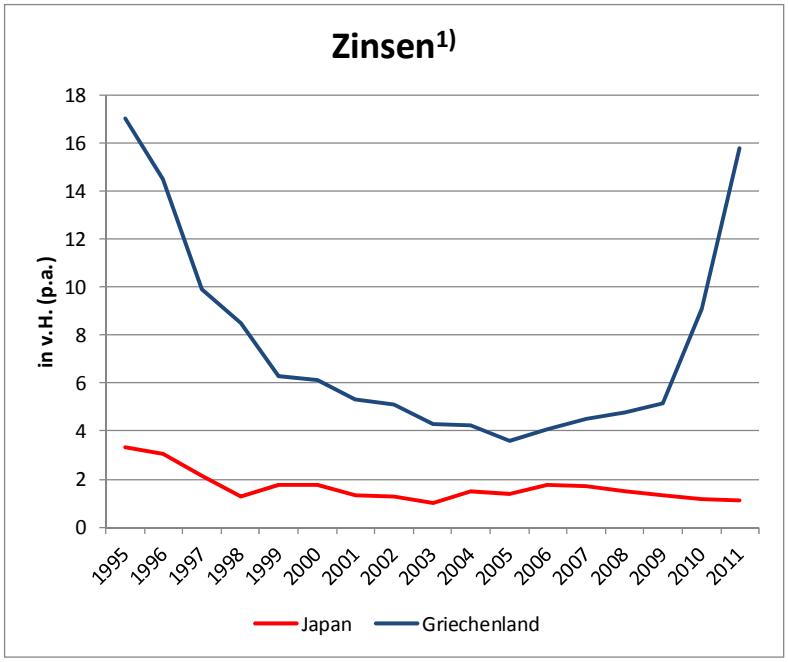
Diese Neueinschätzung wirkte wie eine sich selbst erfüllende Vorhersage: das vorsichtsbedingte Abziehen von Finanzmitteln aus den Peripherieländern der Währungsunion erhöhte dort die Zinsen und belastetet die wirtschaftliche und fiskalische Situation noch stärker, so dass sich die Anleger im Nachhinein bestätigt fühlen konnten und nun erst recht sich von diesen Finanzplätzen fernhielten. Dadurch verloren insbesondere die Regierungen dieser Länder – und hier allen voran die in Griechenland – ihre traditionelle Möglichkeit der Haushaltsfinanzierung durch Kredite. Bis dahin wurden alte Kredite durch neue Kredite zu vertretbaren Zinsen beglichen. Dieses Schneeballsystem funktioniert – wie beispielsweise in Deutschland – aber nur so lange, wie das Vertrauen in den Fortbestand dieses Weges einer Anschlussfinanzierung besteht.

Gerade mit Blick auf Griechenland fehlte aber von den Fundamentaldaten her eine solche Vertrauensbasis, da das Land aus eigener Kraft kaum in der Lage sein wird, aus seiner Verschuldung heraus zu kommen. Dabei wird die Griechenlandproblematik zu Unrecht auf das Thema der Haushaltsverschuldung zugespitzt. Wenn nur der marode Staatshaushalt das Problem wäre, müsste eigentlich Japan mit einer viel höheren Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt als Griechenland schon seit über 10 Jahren das Vertrauen an den Finanzmärkten verloren haben (vgl. Abb. 3). Dies ist aber nicht der Fall. Im Gegenteil, die japanische Regierung zahlt seit jeher deutlich niedriger Zinsen als der griechische Staat. Selbst das Überschreiten der 200-%-Marke bei der Staatsverschuldung hat in Japan keinen zinstreibenden Vertrauenseinbruch bewirkt.



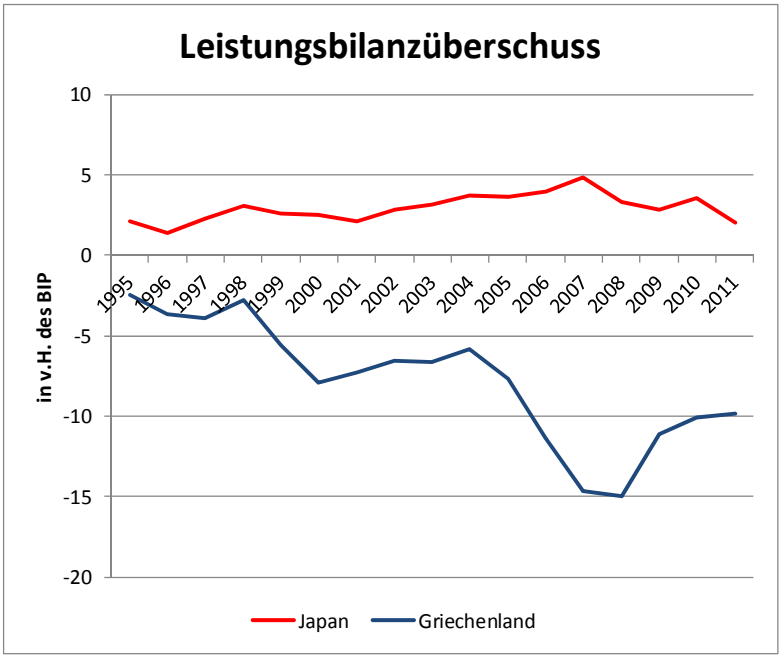
Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage

Abb. 3



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage
1) Umlaufsrendite festverzinslicher Staatsschuldpapiere
mit einer Restlaufzeit von mindestens drei Jahren.

Abb. 4



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage

Abb. 5

Entscheidender als die Höhe der Staatsverschuldung ist demnach für das Vertrauen der Kapitalgeber die Verschuldungsstruktur. Der zentrale Unterschied zwischen beiden Ländern und damit die eigentliche Ursache der Griechenlandproblematik lässt sich in dieser Hinsicht an der Leistungsbilanz ablesen. Während Japan hier traditionell Überschüsse aufweist und deswegen per Saldo nicht im Ausland verschuldet ist, ist die griechische Leistungsbilanz mit dem Eintritt in den Euro deutlich ins Minus gerutscht (vgl. Abb. 5). Damit hat die gesamte griechische Volkswirtschaft Jahr für Jahr mehr Leistungen vom Ausland bezogen als abgegeben, was sich spiegelbildlich in der Kapitalbilanz niederschlägt. Sie weist aus, dass Griechenland in der Schuld des Auslands steht. Und das gilt im Saldo für alle drei Sektoren, also für den Unternehmens-, den privaten Haushalts- und den Staatssektor. Wenn sich nun der griechische Staat intern entschulden will, geht das nur, wenn er die anderen beiden Inlandssektoren, die ja auch schon verschuldet sind, noch stärker belastet. Insofern bleibt hier realistischer Weise nur der Weg der Entschuldung über die außenwirtschaftliche Flanke.

Griechenland müsste demnach wieder Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaften, um seine Auslandsverschuldung abzubauen. Nur, wie dies ohne die Möglichkeit einer Abwertung innerhalb des Euros gelingen soll, ist vollkommen unklar. Die auferlegte Austeritätspolitik setzt in dieser Beziehung jedenfalls einen falschen Schwerpunkt, weil sie nur auf die Frage fokussiert, wie der Staat mehr Einnahmen bei weniger Ausgaben erzielen kann und weil die Wirtschaft dadurch zumindest kurz- und mittelfristig nur noch weiter abrutscht, so dass angesichts der Perspektiven junge, und für ein Erstarken dringend benötigte Hoffnungsträger eher auswandern.

Auch für dieses Dilemma tragen die Finanzmärkte eine Mitverantwortung. Vom Beitritt zur Währungsunion erhoffte sich Griechenland – nach dem Wegfall des Wechselkursrisikos für ausländische Kapitalanleger – einen leichteren Zugang zu Krediten. Dazu gehört aber auch die Bereitschaft der Anleger, diese Kredite zu vergeben. Gelockt von Zinsaufschlägen, die im Laufe der Zeit zwar stetig kleiner wurden aber letztlich für gierige Renditejäger auf der Suche nach noch so kleinen Zinsaufschlägen immer noch ausreichten, floss das Geld dann tatsächlich in Strömen. Erstmals konnten sich so auch die griechischen Privathaushalte in nennenswertem Umfang verschulden. Das Geld wurde primär eingesetzt, um - mit der oben skizzierten Leistungsbilanzwirkung – ausländische Konsumgüter zu erwerben, die sich ja nun nach Wegfall der Abwertung einer eigenen Währung auch nicht mehr ständig umrechnungsbedingt verteuerten. Solange die Rechnung aufging und Griechenland über das Schneeballsystem immer weiter Kredite bekam, profitierten vom griechischen Euro-Beitritt auch internationale – und damit auch deutsche – Banken und Fonds sowie die internationale – und damit auch die deutsche – Exportwirtschaft. Das Risiko, dass Griechenland seine Auslandsverschuldung nicht ohne Leistungsbilanzüberschüsse wird begleichen können, hatten die Kreditgeber auf der Suche nach höheren Zinsen dabei aber scheinbar vollkommen vernachlässigt.

Der mit dem Vertrauensverlust einsetzende Kapitalabfluss u. a. aus Griechenland führte dazu, dass das Geld auf der Suche nach „sicheren Häfen“ verstärkt in Deutschland angelegt wurde und zu den niedrigsten Zinssätzen in der bundesdeutschen Geschichte führte. Zuletzt erhielt der deutsche Staat als Kapitalnehmer sogar Zinsen – quasi als Gebühr, sein Geld in einer der wenigen verbliebenen sicheren Anlagemöglichkeiten zwischenparken zu dürfen. Mit der Zinssenkung in Deutschland belebte sich die Wirtschaft hierzulande, womit aber auch das Gefälle zu den schwächelnden EWWU-Ländern weiter zunahm, während die schwachen Länder der Eurozone bei steigenden Zinsen mittelfristig noch schwächer wurden. Innerhalb der

Währungsunion akzentuierten sich die Disparitäten in der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit so noch stärker.

Überdies schauten die aufgeschreckten internationalen Finanzinvestoren mit Sorge auf die Sondersituation in Spanien. Dort zeichnete sich auf dem Immobilienmarkt ein ähnliches Bedrohungsmuster wie in den USA ab. Durch den immigrationsbedingten Anstieg der Wohnbevölkerung in Verbindung mit hohen internationalen Kapitalzuflüssen infolge eines geringen Zinsvorteils und einer allzu sorglosen, die individuellen Risiken unterschätzende Kreditvergabe hatte sich hier ebenfalls eine Immobilienblase gebildet. Aufgeschreckt durch die Entwicklung in Amerika platze die Blase dann ebenfalls 2007: Die Immobilienpreise brachen ein, Kreditsicherheiten verloren ihren Wert, der Bauboom ebbte schlagartig ab, der Konjunktur ging eigendynamisch die Luft aus, die Arbeitslosigkeit nahm drastisch zu, während die Einkommen zurückgingen und damit Zahlungsverpflichtungen aus Hypothekendarlehen nicht mehr bedient werden konnten. Banken gerieten infolgedessen immer mehr in die Schieflage, der Staat musste rettend eingreifen. Die spanischen Staatsfinanzen, die bis zum Ausbruch der Immobilienkrise übrigens solider aufgestellt waren als die in Deutschland, verschlechterten sich rapide, so dass die Ratingagenturen Spanien abwerteten, wodurch sich die Zinssätze für neue Kredite erhöhten, was wiederum den Staatshaushalt neu belastete.

Darüber hinaus waren in den einzelnen EWWU-Ländern die Banken unterschiedlich stark von der Finanzmarktkrise betroffen. Am härtesten hat es Irland getroffen. Ein überdimensionierter Bankensektor hatte hier zuvor wie in Spanien an der Überbewertung heimischer Immobilien mitgewirkt und mitverdient, aber auch im großen Stile an den internationalen Märkten „gezockt“. Dabei hat sich Brache übernommen und musste nun wegen der drohenden Rückwirkungen auf die Gesamtwirtschaft im Insolvenzfall gerettet werden. Insgesamt musste der irische Staat seinen beiden größten Banken 64 Mrd. EUR an Zahlungen zusichern, was rund 40 % des Bruttoinlandsproduktes ausmachte.[7]

3. Krisenmanagement

Trotz der Schwere des Einbruchs mehren sich gegenwärtig die Zeichen für eine Beruhigung:

- Der US-Immobilienmarkt, von dem die Krise ausging, erfährt seit 2009 eine deutliche Stabilisierung (vgl. Abb. 2).
- In den USA sprudeln die Bankgewinne wieder. JP Morgan beispielsweise verzeichnete für 2012 einen Gewinn von 20 Mrd. $, die Citigroup immerhin noch von 10 Mrd. $. Bei den deutschen Banken sieht es nicht ganz so rosig aus. Während Sparkassen und Genossenschaftsbanken aufgrund ihrer stark eingeschränkten Geschäftsfelder ohnehin recht ungeschoren durch die Krise kamen, erweisen sich die deutschen Privatbanken zumindest als halbwegs stabil, wenn auch die Deutsche Bank und die Commerzbank aufgrund von aktuellen Sondereinflüssen die Notwendigkeit weiterer Anpassungen verkündeten.
- Auch die Aktienmärkte setzen auf eine Beruhigung. Dow-Jones und Dax erklimmen immer weitere Höchststände und nähern sich allmählich sogar den historischen Höchstwerten.

[7] Vgl. Welt (2012), Irland nahe am Ende des ‚schwärzesten Tages‘ bei der Bankenrettung, 18.12.2012.

- Bei der Eurokrise ist nach Auffassung vieler Beobachter zumindest „relative Ruhe“ eingetreten. Bundesfinanzminister Schäuble etwa ließ in einem Arbeitspapier verkünden: *„Die Lage an den Finanzmärkten hat sich beruhigt […] und das Vertrauen in den Banksektor ist zurückgekehrt.“*[8]
- Nach einer vorübergehenden Schwächephase an den Devisenmärkten, hat der Euro wieder an Stärke gewonnen.
- Für eine relative Beruhigung im europäischen Bankensektor spricht die Tatsache, dass die Geschäftsbanken Teile der EZB-Kredite aus dem Sonderprogramm frühzeitig zurückzahlen wollen. Sie hatten dieses Geld damals infolge des zusammengebrochenen Interbankenmarktes vorsorglich aufgenommen und benötigen diesen Puffer nun offenbar nicht mehr komplett.

Das Krisenmanagement bei der Bewältigung der unmittelbaren Folgen der Subprime-Krise hätte ohne Zweifel besser laufen können.[9] Es hätte aber auch schlechter laufen können. Dass dies nicht der Fall war, lag daran, dass man aus den Fehlern in der Bekämpfung der Weltwirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts gelernt hatte. Statt mit Brünning’scher Deflationspolitik zu reagieren wurde der Keynesianismus selbst von denjenigen wiederentdeckt, die ihn schon längst abgeschrieben hatten. Groß angelegte Konjunkturprogramme haben so den Abschwung bremsen können. Die Bereitschaft, Banken zur Systemstabilisierung auch gegen ordnungspolitische Überzeugungen und unter Hinnahme steigender Staatsverschuldung zu retten und teilweise sogar zu verstaatlichen (z. B. Hypo-Real-Estate, Commerzbank), hat Schlimmeres verhindert. Überdies hat die Geldpolitik beherzt expansiv und nicht wie damals zu zaghaft gegengehalten. Zudem verzichteten die Staaten im Außenhandel weitgehend auf protektionistische Maßnahmen.

Weitaus weniger befriedigend sieht das Management der Eurokrise aus. Hier haben insbesondere die Regierungen versagt. So zeugt beispielsweise das Zaudern der deutschen Entscheidungsträger von einer Fehleinschätzung der Verhältnisse an den Finanzmärkten. Intention war es, durch Hartnäckigkeit in den Verhandlungen den deutschen Interventionsbedarf möglichst gering zu halten. Strategisch gestärkt wurde die deutsche Verhandlungsposition noch durch vereinzelte Hinweise, man müsse ja nicht um jeden Preis an Griechenland als Euro-Mitglied festhalten. Dieses Verhalten verstanden die Finanzmärkte jedoch als willkommene Einladung, nun erst recht auf den Zerfall der Währungsunion zu spekulieren, wodurch letztlich der Interventionsbedarf erst richtig gestiegen ist.

Statt die Probleme beherzt und solidarisch anzupacken, hat man sich beim Aufbau der Rettungsschirme in nationalen Alleingängen und Egoismen verstrickt. Dabei ist oftmals die gegenseitige Abhängigkeit bei der Krisenbewältigung des Problems unterschätzt worden. In Deutschland stand immer im politischen Mittelpunkt der Schutz der deutschen Steuergelder, was per se ja zu begrüßen ist. Übersehen wurde aber, dass so oder so der deutsche Steuerzahler der Dumme sein wird, nachdem zuvor deutsche Banken und die deutsche Exportwirtschaft prächtig im Sinne ihrer Shareholder verdient und den Aufbau der griechischen Leistungsbilanzdefizite mitherbeigeführt hatten. Denn entweder werden deutsche Steuergelder eingesetzt, um die Zahlungsfähigkeit u.a. Griechenlands wenigstens zum Großteil aufrecht zu erhalten oder die internationalen und damit auch die deutschen Kapitalgeber schauen vollends „in die Röhre“. Dann

---

8 Schäuble, W. (2013), zitiert in: Handelsblatt vom 28.1.2013, Schäuble sieht keine Gefahr mehr für den Euro, S.7.

9 Vgl. Stiglitz, J. (2010), Im freien Fall, München, S. 94ff.

hätten aber die deutschen Kapitalgeber, die zuvor schon durch die Finanzmarktkrise in Mitleidenschaft gezogen waren, erneut vom Steuerzahler gerettet werden müssen.

Allenfalls begrenzt überzeugend ist auch die Koppelung von Kreditzusagen an die „GIPSI“[10]-Länder an eine strikte Konsolidierung ihrer Staatshaushalte. Denn ursächlich für die Schwäche von Spanien und Irland waren nicht die Staatshaushalte. Und auch mit Blick auf Griechenland ist das Kernproblem weniger der marode Staatshaushalt, als das mit dem EWWU-Beitritt und dem Verzicht auf die Abwertungsmöglichkeit forcierte Leistungsbilanzdefizit, das eine Lösung des Haushaltsproblems aus interner Kraft auf absehbare Zeit verhindert.

Zudem erinnert die auferlegte Austeritätspolitik in fataler Weise an Brünnings Deflationspolitik, welche damals die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise nur akzentuierte. Wenn der Staat in einer Krise zur Konsolidierung des Haushaltes höhere Steuern erheben soll und zugleich seine Ausgaben und damit die Nachfrage nach Gütern kürzt, verschärft er den Abwärtsprozess. Mit der Verschärfung verschlechtert sich die Einnahmebasis für die Staatshaushalte automatisch weiter, während die Ausgaben für die Arbeitslosigkeit steigen.

Ähnlich widersprüchlich erscheint das Verhalten der Rating-Agenturen. Die Drohung, wegen der ihrer Meinung nach zu zaghaften Konsolidierung der Staatshaushalte öffentliche Anleihen herabzustufen, ginge bei Ausbleiben der Konsolidierung einher mit höheren Anleihezinsen. Der höhere Zinsendienst steigerte zum einen die Staatsausgaben und verschlechterte die Haushaltssituation erneut. Zum anderen würden die höheren Zinsen die Wirtschaft und damit automatisch die Einnahmen-Ausgabenbasis des Staatshaushaltes belasten. Wenn hingegen ein Staat die Drohung zum Anlass für eine Austeritätspolitik nimmt, verschlechtert sich die Haushaltssituation über den ausgelösten Wirtschaftsabschwung ebenfalls. Am Ende reagieren die Rating-Agenturen so oder so mit einem Herabstufen der Kreditwürdigkeit.

Obendrein hat der Verlauf der Auseinandersetzung unter den Regierungen dem europäischen Integrationsprozess – einer der wichtigsten Errungenschaften der letzten 60 Jahre und zu Recht mit dem Friedensnobelpreis geadelt – ungeheuer geschadet. Alte, längst verschüttet geglaubte Gräben sind so wieder aufgerissen und haben EU-weit dem Wiedererstarken eines tumben Nationalismus Vorschub geleistet. Hier wurde die historische Dimension des Erreichten komplett verkannt. Die Wahrung des Friedens innerhalb Europas wird als zu selbstverständlich hingenommen, dabei waren die verheerenden ökonomischen Folgen der Weltwirtschaftskrise ein Auslöser für Hitlers Aufstieg.

Dass in der Eurokrise zwischenzeitlich dennoch erste Entspannungssignale zu erkennen sind, ist primär dem Krisenmanagement der EZB geschuldet. Lange Zeit von einer über die Ausgestaltung der Rettungsschirme heftig zerstrittenen Regierungspolitik allein gelassen, hat sie die Hauptlast des Krisenmanagements geschultert. Den Zusammenbruch des Interbankenhandels und des darauf aufbauenden Sekundärgeldschöpfungsprozesses hat sie durch eine nachhaltige Ausweitung der Primärgeldschöpfung ausgeglichen. Obendrein hat sie in nennenswertem Umfang auf dem Sekundärmarkt Anleihen der schwachen EWWU-Staaten angekauft. Im Grunde genommen ist sie an dieser Stelle indirekt für die privaten Anleger eingesprungen, die den Anleihen ihr Vertrauen entzogen hatten. Besonders zur Beruhigung der Märkte beigetragen hat im vergangenen Sommer die Ankündigung der EZB, notfalls in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen maroder Länder anzukaufen. Die Ankündigung reichte aus, um den Glauben in den Fortbestand des Euro zu wecken. Das Vertrauen

[10] „GIPSI“ steht despektierlich für Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien.

kehrte zurück, private Anleger engagierten sich wieder, so dass die Ankündigung gar nicht erst wahr gemacht werden musste.

Allerdings ist das Vorgehen der EZB wegen der Nähe zur unmittelbaren Staatsfinanzierung und der Frage, inwieweit die Zentralbank wirklich noch ihre politische Unabhängigkeit gewahrt hat, ordnungspolitisch heftig umstritten. Prozesspolitisch kommt hinzu, dass mit dem Fluten der Märkte mit Liquidität – und zwar nicht nur von Seiten der europäischen Notenbank – zumindest Potenzial für einen Inflationsprozess in den Wirtschaftskreislauf eingespeist wurde. Dabei wird nicht nur das Problem der Güterpreisinflation sondern auch das der „Asset-Price-Inflation“ zu beachten sein. Gelangt die Liquidität nicht in den Gütermarkt, zirkuliert sie ja in den Finanzmärkten weiter und könnte dort zu einer spekulativen Überbewertung führen, so dass sich infolge des Krisenmanagements zur Bewältigung der geplatzten Finanzmarktblasen erneut spekulative Übertreibungen einstellen. Insofern ist wichtig, dass die Zentralbankliquidität beim Anspringen des Sekundärgeldschöpfungsprozesses durch die Geschäftsbanken rechtzeitig wieder abgezogen wird. Zwar verfügt die EZB über das erforderliche Instrumentarium. Notfalls könnte sie schließlich über eine aggressive Mindestreservepolitik das Geld aus dem Bankensektor abschöpfen. Technisch schwierig dürften aber das Timing und die Dosierung der erforderlichen Maßnahmen werden.

D. Bankenregulierung

Die Finanzmarkt- und die Eurokrise sind Paradebeispiele dafür, wie ungezügelte Finanzmärkte in ihrer Gier nach Renditevorteilen – auch wenn sie teilweise noch so gering sind – Risiken ihres Verhaltens für sich, aber vor allem auch für das Finanzsystem als Ganzes ausblenden. Es kann infolgedessen zu massiven Fehlbewertungen von Aktiva kommen, so dass ein Platzen dieser Blasen nur eine Frage der Zeit ist. Kommt es dann zu einer Korrektur, fällt sie angesichts der Schnelllebigkeit und der hohen Verflechtung an den Märkten massiv aus, greift blitzschnell weltweit auf das Finanzsystem und mit zeitlicher Verzögerung auch auf die Realwirtschaft über.

Allerdings sind diese Erfahrungen nicht neu. Insbesondere weist die Finanzmarktkrise große Ähnlichkeiten zur Weltwirtschaftskrise der 1920er/30er Jahre auf. Auch hier hatten die US-Banken in Ihren Kreditabteilungen bedenkenlos Kredite vergeben, welche die Empfänger dazu nutzten, um über die Handelsabteilungen der Banken Aktien zu erwerben und so auf ein Anhalten des Börsenaufschwungs zu setzen. Solange die Kurse weiter stiegen, waren die Kredite gut besichert. Als am „schwarzen Freitag“ die Blase platzte, pflanzte sich die Krise in ähnlicher Form fort: Kredite fielen aus, Banken gerieten zunehmend in die Schieflage, die Konjunktur brach ein, die Krise griff international über.

Die Ereignisse führten damals zu einer scharfen Regulierung. U. a. wurde in den USA das Trennbankensystem eingeführt, um einerseits die Einlagen im klassischen Einlagen-Kredit-Geschäft vor den Risiken aus dem Geschäftsbereich des Investment-Banking zu schützen und um andererseits das Kreditgeschäft nicht innerhalb desselben Hauses für Spekulationen über das Investment-Banking instrumentalisieren zu können.

Die Finanzbranche nutzte im Laufe der nachfolgenden Jahrzehnte aber zunehmend Regulierungslücken, die teilweise auch bewusst durch die Politik einzelner Länder eröffnet wurden. Diese Länder verhielten sich wie Trittbrettfahrer. Sie profitierten davon, dass im Rest der Welt eine noch starke Regulierung für Finanzstabilität sorgte,

während sie selbst durch die Lücken in den Genuss einer Stärkung des eigenen Finanzplatzes kamen. Letztlich war dieses Verhalten der Anstoß für das Entstehen und den nachfolgenden dynamischen Aufstieg der sogenannten „Euromärkte“.[11] Internationale Akteure schließen sich hier an fremden Finanzplätzen zu Geschäften zusammen, um nationale Regulierungen zu umgehen.

Vor diesem Hintergrund machten immer mehr Länder Zugeständnisse: ihre Finanzplätze sollten nicht wegen einer Regulierung ins Hintertreffen geraten, die immer wirkungsloser wurde, weil immer mehr Länder bewusst Regulierungslücken offenließen. In ähnlicher Weise erklärt sich beispielsweise die Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland mit dem Finanzmarktliberalisierungsgesetz von 2004.

Obendrein nahm mit dem Siegeszug des Neoliberalismus das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte des Marktes immer stärker zu. Die Finanzmärkte wurden international liberalisiert, um den Wettbewerb anzufachen und das Spielfeld der Akteure zu vergrößern. Um dabei die Kreativität in der Branche nicht zu beinträchtigen, wurde dereguliert bzw. allenfalls vorsichtig – vielfach offenbar zu vorsichtig – reguliert. Gerade die anglo-amerikanische Regulierungspolitik setzte dabei verstärkt auf die disziplinierende Wirkung des Wettbewerbs: wenn ein Akteur zu hohe Risiken eingeht, wird seine Zinsbelastung in der Refinanzierung ständig erhöht, so dass er auf diesem Wege in seinem Risikoverhalten gedeckelt wird. Dazu – so die neoliberale Sichtweise – bedürfe es weniger einer nur die Kreativität störenden und die Banken aufwandsseitig belastenden staatlichen Regulierung als der Stärkung der Markttransparenz, so dass Fehlverhalten erkannt und entsprechend abgestraft werden kann.

Zugleich nahm die Gier der Akteure zu. Dies wurde einerseits begünstigt durch die zunehmende Vorherrschaft der Shareholder-Value-Mentalität. Um die Manager im Sinne der Shareholder agieren zu lassen, wurden die Vergütungssysteme in den Finanzinstituten übermäßig stark am Unternehmenserfolg orientiert. Dabei stand aber im Mittelpunkt der kurzfristige Erfolg, selbst wenn die Strategie mit langfristigen Risiken einherging. Andererseits waren im Zuge der Liberalisierung mittlerweile Geschäfte möglich, die im Erfolgsfall aufgrund ihrer Hebelwirkung überdurchschnittliche hohe Renditen ermöglichten.

In Anbetracht dessen wurde das klassische Einlagen-Kredit-Geschäft der Commercial-Banks mit ihren stabilen aber moderaten Renditen vielfach als zu hausbacken empfunden. Stattdessen wurde allerorten das Investment-Banking forciert. Das Eigengeschäft mit Wertpapieren und Derivaten sowie das Provisionsgeschäft bei der Erfüllung von Finanzdienstleistungen unterschiedlichster Art sollten dazu dienen, in ganz neue Renditedimensionen vorzustoßen. Stellvertretend dafür steht der Anspruch des ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Deutschen Bank, Josef Ackermann, der als selbstverständliches Unternehmensziel eine Eigenkapitalrendite von 25 % ausrief. In den USA kam mit Blick auf das Investment-Banking im Jahr 1999 die Aufhebung des Glass-Stegall-Acts hinzu, die dafür sorgte, das im Zuge der Weltwirtschaftskrise eingeführte Trennbankensystem wieder abzuschaffen. Investmentbanken kamen nun leichter an Passiva, um damit ein noch größeres Rad im Aktivgeschäft zu bewegen.

---

[11] Sie leiten ihren Namen nicht von Gemeinschaftswährung Euro ab, sondern von den europäischen Abwicklungsorten, da sie zunächst stark in London und Luxemburg, später aber auch in anderen „Offshore-Zentren“ betrieben wurden. Sie entstanden ursprünglich zur Umgehung einer Zinsausgleichssteuer, die Ausländer in den USA erstatten mussten, wenn sie wegen der niedrigen Zinsen dort Dollar-Anleihen auflegten und das Kapital anschließend in das Ausland transferierten. Die Steuer wurde umgangen, indem die Dollaranleihen nun am Finanzplatz London, an dem die amerikanische Steuerhoheit nicht gilt, emittiert wurden. Die eingesparte Steuer konnte dann in einer Win-Win-Situation auf Anleger und Emittent verteilt werden.

In diesem Umfeld hat sich letztlich ein verhängnisvolles Ungleichgewicht zwischen dem Ausmaß der Marktliberalisierung und der Marktregulierung eingestellt. Die Marktteilnehmer nutzten auf der einen Seite die neuen Freiheiten, indem stetig neue Produkte, Geschäftsfelder und Institutsformen entwickelt wurden. Zusammen mit dem Anwachsen des weltweiten Finanzkapitals – auch infolge zunehmender Vermögensdisparitäten[12] – legte die Branche so ein rasantes Wachstum hin. Gleichzeitig blieb auf der anderen Seite die Regulierung aber hinter dem Tempo der Liberalisierung zurück.

Die vom neoliberalen Lager vielfach beschworene Selbstregulierung über den Wettbewerb hat vollends versagt, weil schon die erste notwendige Bedingung für die Wirksamkeit dieses Disziplinierungsinstrumentes nicht vorlag. Den Akteuren fehlte schlichtweg die hinreichende Transparenz, um die Risiken richtig einschätzen zu können. Der Nobelpreisträger Stiglitz kritisiert in diesem Zusammenhang: *„Zudem waren viele derjenigen, die für Markttransaktionen zuständig waren, nicht in der Lage die Güte der Modelle zu beurteilen, obgleich sie sich für ihren geschäftlichen Weitblick und ihre Fähigkeit, Risiken angemessen zu bewerten, rühmten. Viel waren Juristen, die sich in den kniffeligen mathematischen Grundlagen der Modelle nicht auskannten.“*[13] Und diejenigen, welche die Risiken noch erkannt hatten, sind sie in der Erwartung eingegangen, sie rechtzeitig gewinnbringend weiterreichen zu können bzw. sich entsprechend abgesichert zu haben. Hinzu kam ein Unterlaufen des Disziplinierungsinstrumentes durch das Moral-Hazard-Problem: Viele Institute waren inzwischen zu bedeutend geworden, als dass man sie als Bestrafung für riskantes Fehlverhalten hätte Pleite gehen lassen dürfen. In Antizipation dessen sind ihre Manager bewusst hohe Risiken eingegangen. Denn gehen die Geschäfte auf, winken hohe Renditen für das Institut und entsprechend exorbitante Boni für die Banker. Gehen sie nicht auf, wird der Staat mit Hilfe des Steuerzahlers die „Suppe schon auslöffeln“.

Offenbar reichte aber auch die Regulierung über rechtliche Vorschriften nicht aus. Einzelne Finanzinstitute, wie etwa Hedge-Fonds oder die im Zuge der Verbriefung von Risiken gegründeten Zweckgesellschaften, konnten sich der Regulierung fast komplett entziehen. Zahlreiche Geschäfte erweisen sich mit Blick auf die tatsächlichen Risiken als unterreguliert. Die Sicherheiten, das zu hinterlegende Eigenkapital als Haftungsmasse für den Fall einer Schieflage und die einzuhaltenden Liquiditätsreserven waren angesichts der eingegangenen Risiken unterdimensioniert. Gerade bei den zuletzt dynamisch gewachsenen OTC-Geschäften entpuppte sich so manche Risikoabsicherung im Nachhinein als wertlos. Da für sie eben keine Börsenregulierung gilt, fand auch kein laufender Ausgleich von Verlustpositionen über ein börsenorganisiertes Clearing- und Margin-System statt. Wenn dann die Gegenpartei ausfällt, kehrt das vermeintlich weitergereichte Risiko vollkommen überraschend wieder zurück.

Im Rahmen der vorhandenen Regulierung haben mithin die Märkte mit verheerenden Folgen für die Realwirtschaft weltweit versagt.[14] Der Wettbewerb war nicht in der Lage zu disziplinieren, infolgedessen sind Risiken nicht adäquat gemanagt worden. Die

---

[12] Vermögende Haushalte haben eine vergleichsweise geringe marginale Konsumquote. Ihr zusätzliches Einkommen wird daher (prozentual) weniger stark in den Güterkonsum fließen als in Anlageformen an den Finanzmärkten.

[13] Stiglitz, J. (2010), Im freien Fall, München, S. 123.

[14] Der Hinweis, es seien doch auch die Landebanken gewesen, die gescheitert sind, so dass das Versagen auch Politikversagen war, kann an dieser Stelle nicht gelten. Ohne Zweifel haben die Politiker in den Verwaltungsräten ein schwaches Bild abgeben. Politiker haben somit im Zusammenwirken mit dem Management der Landebanken zwar als Person versagt, aber in ihrer Rolle als Marktteilnehmer. Das ist etwas anderes als Politikversagen, bei dem die Politik durch ihre rechtlichen Vorgaben und Eingriffe den Markt als Ganzes unzureichend aussteuert.

Hoffnungen der Protagonisten marktwirtschaftlicher Lösungen haben sich zerschlagen. Dies zeigt auch die Erklärung zum Entstehen der Finanzmarktkrise, welche führende britische Ökonomen der Queen gaben: *„[…] most were convinced that banks knew what they were doing. They believed that the financial wizards had found new and clever ways of managing risks. Indeed, some claimed to have so dispersed them through an array of novel financial instruments that they had virtually removed them. It is difficult to recall a greater example of wishful thinking combined with hubris. There was a firm belief, too, that financial markets had changed. And politicians of all types were charmed by the market. […] So in summary, Your Majesty, the failure […], was principally a failure of the collective imagination of many bright people […] to understand the risks to the system as a whole.“*[15]

All dies hatte zuvor aber die Politik durch ihr ordnungspolitisches Versagen möglich gemacht. Sie hat einen Rahmen zugelassen, bei dem ein expandierender Casino-Kapitalismus auf eine Unterregulierung der Finanzmärkte mit obendrein zu wenig systemorientierten und zersplitterten Regulierungsbehörden getroffen ist. Oftmals fühlten sich Politiker dabei in einem Dumping-Wettbewerb nationaler Regulierungen. Wer bei der Liberalisierung und Deregulierung an anderen Finanzmärkten nicht mitzieht, verhindert letztlich keine Risiken, sie werden mit der unveränderten Gefahr der internationalen Rückwirkung nur woanders und damit nicht mehr am eigenen Finanzplatz eingegangen. Politiker reagieren dann nicht mehr als Gestalter sondern als Getriebene der Märkte,[16] obwohl die Liberalisierung und der Deregulierungsprozess nicht vom Himmel gefallen ist, sondern eigentlich politisch initiiert wurde.

Die Erkenntnis lautet mithin: Wer liberalisiert braucht eine starke Regulierung![17] Diese Erkenntnis ist übrigens auch im Ordoliberalismus,[18] der deutschen Ausprägung des Neoliberalismus, schon seit langem bekannt. Durch eine zunehmende anglo-amerikanische Dominanz neoliberalen Denkens mit einem größeren Hang zum Laissez-faire und viel Marktvertrauen scheint das Bewusstsein dafür aber vielfach verloren gegangen zu sein.

Allmählich greift diese Auffassung auch im Mainstream um sich. Ex-Bundespräsident Köhler, der noch zu seinen Zeiten als IWF-Direktor massiver Verfechter liberaler Finanzmärkte war,[19] fordert etwa: *"Jetzt muss jedem verantwortlich Denkenden in der Branche selbst klar geworden sein, dass sich die internationalen Finanzmärkte zu einem Monster entwickelt haben, das in die Schranken gewiesen werden muss!“*[20] *„Die Politik muss ihr Primat über die Finanzmärkte zurückgewinnen. Sie hat den Interessen der Finanzmarktakteure zu viel Raum ohne Regeln überlassen. Das war ein Grund*

---

15 Besley, T. und Hennessy (2009), P., Letter to the Queen, sent on behalf of the British Academy, July 22th, 2009.

16 Dies wird beispielsweise bei der halbherzigen Zulassung von Hedge-Fonds in Deutschland deutlich. Vgl. Marquardt, R.-M. (2007), Hedge-Fonds: Heuschrecken des internationalen Finanzsystems?, in: Wirtschaftsdienst, 87. Jg. Heft 4/2007. S. 211 – 215.

17 Das gilt z.B. auch für die Elektrizitätswirtschaft. Vgl. Bontrup, H-J. und Marquardt, R.-M. (2011), Kritisches Handbuch der deutschen Elektrizitätswirtschaft: Branchenentwicklung, Unternehmens-strategien, Arbeitsbeziehungen, 2. Auflage, Berlin.

18 Vgl. z.B. die Gallionsfigur des Ordoliberalismus, Walter Eucken:“ Die Bildung der Wirtschaftsordnung sollte nicht sich selbst überlassen werden. […] Hier liegt eine große Chance der Wirtschaftspolitik, wenn sie es unternimmt, Bedingungen herzustellen, unter denen sich funktionsfähige Marktformen […entwickeln können.“ (Eucken, W. (2004), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 7. Aufl., Tübingen: Mohr, S. 55.)

19 Vgl. Handelsblatt (2010), Die Verwandlung des Horst Köhler, 30.04.2010, S.1.

20 Köhler, H. (2008), zitiert in: Spiegel Online, Köhler bezeichnet die Finanzmärkte als Monster, 14.5.2008.

dafür, dass die Finanzkrise überhaupt entstehen konnte. […] Das gebietet einfache und harte Regeln für die ‚Finanzindustrie'. Sie muss Grenzen gesetzt bekommen, damit sie sich nicht selbst zerstört."[21] Die Finanzmärkte müssten sich wieder zurückbesinnen auf ihre *„dienende Rolle […] als Mittler zwischen Sparer und Investor".*[22] *Das sei schließlich ihre „eigentliche Existenzberechtigung."*[23]

Die Konturen der neuen Finanzarchitektur zeichnen sich dabei immer klarer ab. Mit Blick auf die deutschen Banken stehen u. a. im Mittelpunkt[24]:

- Das Bankenregulierungssystem Basel-II soll durch eine Nachfolgeregelung, Basel-III, ab 2019 vollständig abgelöst werden. Die Anforderungen hinsichtlich der Hinterlegung von Risiken durch Eigenkapital werden in mehrerlei Hinsicht unter Berücksichtigen von antizyklischen Puffern verschärft. Risiken werden umfassender und differenzierter berücksichtigt. Die rechtliche Abgrenzung der Haftungsmasse wird stärker eingegrenzt. Zudem erhalten die Anforderungen an die Liquiditätsausstattung einen höheren Stellenwert. Grob gesprochen müssen Banken über ihr Liquiditätspolster in der Lage sein, ihren Zahlungsverpflichtungen über den kommenden Monat hinweg auch ohne einen Zugang zum Finanzmarkt nachzukommen. Des Weiteren ist eine Verschuldungsobergrenze angedacht, über deren endgültigen Einsatz nach einer Überprüfungsphase entschieden werden soll.
- Die Bedeutung der Systemrelevanz einzelner Banken soll verringert werden. Für systemrelevante Banken soll der vorzuhaltende Eigenkapitalpuffer über Basel-III hinaus höher ausfallen. Banken sollen außerdem ein „Testament" machen, mit dem sie regeln, wie im Fall von Schieflagen eine Sanierung oder im Zweifelsfall eine geordnete Abwicklung aus eigener Kraft erfolgen kann. Des Weiteren sollen die Einlagen aus dem Passivgeschäft gegenüber den Risiken aus Geschäften des Investment-Banking abgesichert werden, um eine Ansteckungsgefahr für das realwirtschaftliche Kreditgeschäft des Commercial-Bankings zu verringern. Auf der Ebene der EU schlägt die Liikanen-Kommission zu diesem Zweck vor, ein Trennbankensystem einzuführen. Ab einem bestimmten größenabhängigen Schwellenwert soll das Investmentbanking vom Einlagengeschäft rechtlich getrennt werden. Für Verluste in diesem Bereich soll in Zukunft eine stärkere Gläubigerbeteiligung erfolgen und der Zugang zu Einlagensicherungssystemen unterbunden werden. Die Handelssparte einer Bank soll sich dann eigenständig refinanzieren und hätte so eine geringer Verwendungsmasse im Aktivgeschäft. Dieser Weg ist hierzulande allerdings heftig umstritten, weil sich gerade das deutsche Universalbankensystem mit den drei Säulen von Privatbanken, öffentlich-rechtliche und genossenschaftlich organisierte Banken relativ gut bewährt hat, indem Synergie- und Diversifikationspotenziale aktiviert werden konnten.
- Gemäß dem Verursacherprinzip werden Finanzinstitute seit 2011 zu einer Bankenabgabe herangezogen. Sie soll weniger dazu dienen, die vergangen Aufwendungen des Staates zur Bankenrettung zu begleichen, sondern voraus-

[21] Köhler, H. (2010), Die Krise nicht verschwenden, Rede des Bundespräsidenten a.D. Horst Köhler beim IX. Munich Economic Summit am 29.4.2010 in München.

[22] Ebenda.

[23] Ebenda.

[24] Vgl. Deutsche Bundesbank (2012), Finanzstabilitätsbericht 2012: Fortschritte bei der Reform der Finanzmarktregulierung, S. 81ff.

schauend einen Puffer aufbauen, aus dem sich der Staat zukünftig zur Bankenrettung bedienen könnte.

- Die Bankenaufsicht soll systemische Risiken im Rahmen einer makroprudenziellen Überwachung sowie die Risiken aus Markttransaktionen stärker berücksichtigen. Außerdem soll sie neu geordnet werden. Die Europäische Bankenaufsicht (EBA) soll bereits jetzt zu einer besseren Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden und einem verbesserten Überblick über die Aktivitäten grenzüberschreitender Institute beitragen. Die endgültigen Zuständigkeiten verbleiben aber noch in nationaler Hoheit. Mitte letzten Jahres hatten die EU-Kommission und die EZB eine weitergehende Bankenunion für Institute des Euroraumes unter Wahrung des Subsidiaritätsprinzips vorgeschlagen. Diskutiert wird, längerfristig die Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB zu konzentrieren und zu vereinheitlichen sowie – nach erfolgreicher Institutionalisierung dieser Aufsicht – Banken bei Schieflagen unter Auflagen einen Zugang zum ESM-Rettungsschirm zu ermöglichen. Ferner wird eine europäische Einlagensicherung erwogen. Hier sind aber noch zahlreiche politische und rechtliche Details zu klären.
- Die Anreizsysteme in den Banken sollen u.a. durch die Instituts-Vergütungsverordnung aus dem Jahr 2010 verstärkt auf Nachhaltigkeit ausgerichtet werden. Die Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank regt in diesem Rahmen an „[…], dass Banken einen noch größeren Teil der Bonusansprüche über einen noch längeren Zeitraum zurückhalten.“[25] In den unterschiedlichen Entscheidungsgremien der EU wird derzeit noch über eine Regelung zur Begrenzung der Bonuszahlungen gestritten. Für Führungskräfte ist zudem nach einem aktuellen Gesetzesentwurf der Bundesregierung eine Haftungsverschärfung beim Risikomanagement bis hin zu Haftstrafen vorgesehen.
- Der OTC-Handel von EU-Banken mit standardisierten Derivaten muss nun nach einer EU-Verordnung über zentrale Gegenparteien abgesichert werden. In der Eigenkapitalhinterlegung werden diese Geschäfte weniger stark belastet und im Risikomanagement dieser Geschäfte sind die Anforderungen geringer als bei den weiterhin zulässigen nicht-standardisierten bilateralen OTC-Geschäfte, die keiner Clearingpflicht unterliegen. Zudem müssen alle Derivatetransaktionen von EU-Banken an ein zentrales Transaktionsregister gemeldet werden
- Die Anforderungen an die Ratingagenturen nehmen ab Frühjahr 2013 zu. Sie können in der EU bei absichtlich oder fahrlässig falscher Einschätzung haftbar gemacht und auf Schadenersatz verklagt werden.[26]

Während nach dem Ausbruch der Krise im Lager der Politik eine weltweite Aufbruchstimmung herrschte, gestaltet sich die Umsetzung der Re-Regulierung alles in allem aber als recht zäh. Zahlreiche Kompromisse verwässern die Regulierung und die Diskussionen mit den unterschiedlichsten Interessengruppen verzögern den Entscheidungsprozess. Als schwierig gestaltet sich, das Würdigen nationaler Besonderheiten. Insbesondere in Deutschland gilt es, das bewährte Drei-Säulen-System durch eine entsprechend differenzierte Regulierung zu erhalten und nicht „das Kind mit dem Bade auszuschütten.“ Derartige Differenzierungen erhöhen aber den Umfang der Regulierung und machen sie noch unübersichtlicher und teurer. Ohnehin wird es abschließend einer Konsistenzprüfung der über viele nationale und

[25] Vgl. Lautenschläger, S. (2013), zitiert in: Handelsblatt vom 5.2.2013, Kulturwandel von oben, S.1.

[26] Vgl. Zeit Online (2013), EU nimmt Rating-Agenturen an die Leine, http://www.zeit.de/wirtschaft/2013-01/ratingagenturen-eu-kontrolle.

internationale Akteure initiierten und vielfach aufeinander nicht abgestimmten Regelungen bedürfen. Darüber hinaus sollte das Bestreben, durch mehr Vorsicht im Aktivgeschäft der Kreditinstitute die Passiva zu schützen, nicht dazu führen, dass das klassische Kreditgeschäft mit der Wirtschaft und hier vor allem mit den kleinen und mittelständischen Unternehmen abgewürgt wird. Auch hier müssen im internationalen Abstimmungsprozess nationale Besonderheiten berücksichtigt werde. Während in den anglo-amerikanischen Ländern eine Refinanzierung über die Kapitalmärkte von großer Bedeutung ist, dominiert in Deutschland und Kontinentaleuropa nach wie vor der im Rahmen des Hausbankprinzips vergebene Bankkredit als wichtigste Finanzierungsquelle. Überdies kommt es darauf an, Trittbrettfahrertum unter den Finanzplätzen sowie Regulierungsarbitrage[27] zu unterbinden.

Abgeschlossen Mai 2013
www.logos-verlag.de unter ‚Zeitschriften'

Impressum: Westfälische Hochschule, Fachbereich Wirtschaftsrecht, August-Schmidt-Ring 10
D - 45665 Recklinghausen, www.wirtschaftsrecht.w-hs.de

Dieser Text steht unter der Lizenz ‚Namensnennung- Keine kommerzielle Nutzung - Keine Bearbeitung 3.0 Deutschland' (http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/de/)

λογος

Vertrieb: Logos Verlag Berlin GmbH
Comeniushof, Gubener Straße 47
10243 Berlin
http://www.logos-verlag.de

[27] Wenn Geschäfte gleichen Risikos international oder zwischen nationalen Finanzmarktsektoren unterschiedlich stark reguliert werden, droht eine Verlagerung und damit ein Unterlaufen der Regulierung in Verbindung mit Wettbewerbsverzerrungen.