

# Finanzmärkte im Umbruch: Krise und Neugestaltung

von Dorothea Schäfer

## 1 Vorbemerkung – Status quo der Finanzmarktkrise

Seit im Sommer 2007 zwei Hedgefonds der mittlerweile untergegangenen Investmentbank Bear Stearns geschlossen wurden und die akute Phase der US-Hypothekenkrise begann, herrscht auf den Finanzmärkten eine Situation unkalkulierbarer Entscheidungsrisiken. Das zeigte sich in aller Deutlichkeit als sich die US-amerikanische Regierung im September 2008 entschloss, die Investmentbank Lehman Brothers in die Insolvenz gehen zu lassen. Die Folgen dieser ordnungspolitisch eigentlich korrekten Entscheidung kamen für viele Marktteilnehmer überraschend. Für die Systemstabilität waren sie verheerend.

Der wachsende Vertrauensverlust zwang die Regierungen zur Ankündigung groß angelegter Rettungsaktionen. Die Umsetzung kam jedoch zunächst nur zögerlich und ohne internationale Abstimmung in Gang. So annoncierte die amerikanische Regierung einen 700 Milliarden Dollar Rettungsplan für die einheimischen Banken, brachte diesen aber erst im zweiten Anlauf durch den Kongress. Irland breitete einen „Rettungsschirm“ über sein Kreditgewerbe aus, nahm aber ausländische Zweckgesellschaften ausdrücklich davon aus. Die britische Regierung startete eine Zwangskapitalisierung der wichtigsten eigenen Banken, konnte diese aber nur bei wenigen Banken durchsetzen. In Deutschland verkündete die Regierung Anfang Oktober die Garantie aller Spareinlagen. Knapp zwei Wochen später, am 17. Oktober wurde das knapp 500 Milliarden Euro umfassende Paket aus Bürgschaften für die Banken, Beteiligungen und Aufkäufen von „Problemwertpapieren“ verabschiedet. Weitere nationale „Rettungsschirme“ wurden in fast allen europäischen Ländern gespannt. Erst die negativen externen Effekte der Alleingänge erzwangen ein koordiniertes internationales Krisenmanagement.

Trotz der vielfältigen Banken-Rettungspakete hat sich der Bankensektor von dem Dominoeffekt der Lehmann-Insolvenz bislang nicht erholt. Auf den Vermögensmärkten ist weltweit eine Abwärtsspirale mit starken Preisausschlägen in Gang gekommen. Kurze Phasen der Erholung werden regelmäßig abgelöst durch solche mit Krisen verschärfenden Symptomen.

Viele Banken haben nicht nur Kapital, sondern auch ihr Geschäftsmodell verloren. Dauert diese Situation weiter an, droht auch in Deutschland eine krisenbedingte Einschränkung der Kreditvergabe. In den USA herrscht bereits seit geraumer Zeit extreme Kreditknappheit. In Europa ist zwar bislang lediglich das Wachstum der Kreditvergabe zum Stillstand

gekommen.<sup>1</sup> Die Gefahr, dass es zu ineffizienten Finanzierungsbeschränkungen für Unternehmen und Haushalte kommt, ist jedoch evident.

Unverkennbar haben die international aufs Engste vernetzten Finanzmärkte den Herausforderungen der Hypothekenkrise in den USA nicht standgehalten. Die selbst verursachte Krise hat den Reformbedarf auf den Finanzmärkten offen zutage treten lassen. Die G20-Staaten haben am 15. November 2008 auf dem Finanzgipfel in Washington beschlossen, „alle Finanzmärkte, Finanzprodukte und Finanzmarktteilnehmer einer Regulierung oder angemessenen Überwachung“ zu unterwerfen. Wie ein konsistentes und zielkonformes Konzept für eine neue Finanzmarktarchitektur aussehen soll, ist jedoch nach wie vor offen. Ebenso steht die Fixierung inhaltlicher Prinzipien, die Zielkonformität und Konsistenz bei der Auswahl von Einzelvorschlägen garantieren, noch aus. Es sollte zweitrangig sein, welcher Einzelvorschlag umgesetzt wird, solange das finale Ziel erreicht wird. Lässt sich das Ziel mit zwei unterschiedlichen Maßnahmen erreichen, sollte der Gesetzgeber zwischen beiden indifferent sein. Die oft in den Mittelpunkt gestellte Forderung nach mehr Transparenz auf den Finanzmärkten kann kein Selbstzweck sein, sondern lediglich ein Mittel, um ein übergeordnetes Ziel wie die *Vermeidung von Koordinationsversagen* zu erreichen. Andernfalls droht pure Informationsüberflutung mit den ihr eigenen Risiken.

Die Turbulenzen nach der Insolvenz von Lehmann Brothers auf den internationalen Finanzmärkten haben die Einsicht erzwungen, dass Banken, die stark mit dem nationalen und internationalen Finanzsystem verflochten sind, nicht einfach in die Insolvenz entlassen werden können. Die Staatengemeinschaft hat sich darauf verständigt, drohende Insolvenzen mit Staatshilfen und Verstaatlichung abzuwenden. Langfristig erzeugt der implizite Schutz vor Insolvenz aber Fehlanreize für Bankmanager und Anteilseigner und setzt die disziplinierende Kraft des Scheiterns außer Kraft. Will man das ordnungspolitische Dilemma auflösen, kommt man nicht umhin, das geltende Insolvenzrecht auf den Prüfstand zu stellen.

Auch in der Insolvenz sollte die ordentliche Weiterführung einer systemrelevanten Bank möglich sein. Stellt ein bankrottes Institut nämlich seine Operationen zeitweilig ein, werden fällige Rückzahlungen an andere Kreditgeber gestoppt. Unerwartete und vielfach Existenz bedrohende Liquiditätsengpässe bei den Gläubigerbanken wären die Folge. In Märkten, die auf Basis von Just-in-time-Liquidität funktionieren, bedroht allein eine zeitliche Verzögerung von Rückzahlungen die Solvenz der Adressaten, selbst wenn deren Ansprüche nach Abschluss des Insolvenzverfahrens vollständig bedient werden können. Vermeidbar ist der Dominoeffekt nur, wenn die Bank auch nach Insolvenzbeantragung voll funktionsfähig bleibt und die Abwicklung zeitlich gestreckt erfolgen kann.<sup>2</sup> Wie ein Insolvenzrecht auszusehen hat, das die System gefährdenden Auswirkungen einer Bankinsolvenz vermeidet, Aktionäre, Manager und Gläubiger aber dennoch diszipliniert, ist eine weitere offene Frage, die in nächster Zukunft von der Wirtschaftspolitik beantwortet werden muss.

**1** Keynote address by Jean-Claude Trichet, President of the ECB at the Committee of European Securities Regulators (CESR) Paris, 23 February 2009

**2** Insolvenzverfahren sind sehr langwierig. Noch sind beispielsweise keine Quoten für die Nichtdepositengläubiger der Investmentbank Lehmann Brothers bekannt. Die Bank hatte im September 2008 Gläubigerschutz im Rahmen des reorganisationsfreundlichen Kapitels 11 der amerikanischen Insolvenzordnung beantragt. Mehr als sechs Jahre hat es gedauert, bis die Gläubiger aus der Konkursmasse des im Jahre 2002 in Insolvenz gegangenen Baukonzerns Philipp Holzmann bedient werden konnten.

Die Diskussion um die Frage der Durchsetzung der neuen Regeln einer Weltfinanzarchitektur steht ebenfalls noch am Anfang. Welcher Voraussetzungen bedarf es auf den nach gelagerten Ebenen (Europa, USA, Asien), um das „enforcing“ einer internationalen Finanzmarktarchitektur sicherzustellen? Die Aufsicht in den USA liegt bei einer Vielzahl von Behörden mit jeweils segmentspezifischen Aufgaben. Längst aber ist die Einteilung der Finanzmärkte in klar abgegrenzte Geschäftsfelder beseitigt. Die Aufsichtsorgane in Europa sind noch immer vorwiegend national organisiert. Auch die Integrationsbemühungen im Rahmen von Financial Sector Action Plan (FSAP) und Lamfalussy-Verfahren können darüber nicht hinwegtäuschen. Große Geschäftsbanken, Hedgefonds und Versicherungskonzerne agieren hingegen längst supranational. Diese nicht mehr zeitgemäßen Strukturen schaffen zusätzliche Unsicherheit. Dies und die regelmäßige Korrektur der Bankbilanzen nach unten sorgen weiterhin für Unruhe und behindern die Rückkehr des Vertrauens in die Märkte.

Die durch die Finanzmarktkrise aufgeworfenen Probleme sind äußerst vielfältig und komplex. Es bedarf keiner hellseherischen Fähigkeiten um zu prognostizieren, dass die Aufarbeitung der Krise mehrere Forschergenerationen beschäftigen wird. Dieser Band kann weder alle damit zusammenhängenden Fragen stellen, noch kann sie die aufgegriffenen Problembereiche vollständig und abschließend behandeln. Aber er kann einen Anfang machen und erste Antworten auf einige drängende Fragen geben. Das ist das Ziel dieses *Vierteljahrsheftes zur Wirtschaftsforschung*.

Das Heft ist dreigliedrig angelegt. Auf diesen einleitenden Beitrag folgt der Hauptteil mit den Autorenbeiträgen. Abgeschlossen wird das Heft mit zwei Dokumentationen. Drei thematische Schwerpunkte strukturieren die vorliegenden Forschungsarbeiten. Im ersten Kapitel liegt der Fokus auf der Ursachenforschung. Im zweiten Teil wird die Leistung und Widerstandskraft von wichtigen Akteuren und Institutionen in der Krise untersucht. Das dritte Kapitel widmet sich spezifischen Feldern der Finanzmarktforschung, die Bedeutung für die Neugestaltung des Finanzsektors haben.

## 2 Überblick über die Beiträge

### 2.1 Ursachenforschung

Am Anfang der angestrebten Auseinandersetzung mit der Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten steht der Überblicksartikel von *Andreas Pfingsten*. Der Autor zeichnet den Weg von den problematischen Immobilienfinanzierungen in den USA zu einer weltweiten Finanzmarktkrise nach. Insbesondere wird nach den auslösenden Faktoren und Produkten gefragt und mögliche Folgen für die Wirtschaft herausgearbeitet. Kursierende Schuldvorwürfe an Manager („Gier“) und an Rating-Agenturen werden dabei ebenso diskutiert wie die Zinssenkungspolitik der US-Notenbank.

Dem Zusammenbruch auf dem US-Immobilienmarkt und der Abwärtsspirale auf den Vermögensmärkten sind starke Übertreibungen vorausgegangen. Die Arbeit von *Thorsten Klug, Hermann Locarek-Junge* und *Max Mihm* forscht nach den Triebkräften. Unter Rückgriff auf Konzepte der verhaltensorientierten Kapitalmarktforschung wird das Zustandekommen von Marktübertreibungen analysiert und Lösungsansätze zur Vermeidung von Marktübertreibungen abgeleitet. So plädieren die Autoren für eine Verbesserung der Infor-

mationsbasis der Marktteilnehmer und eine stärkere Berücksichtigung des Abschwungrisikos bei der Kreditvergabe.

Während Subprime-Kredite in der öffentlichen Wahrnehmung Auswüchse des Finanzmarktes symbolisieren, stehen Mikrokredite für das Soziale in der Finanzwelt. *Eva Terberger* arbeitet in ihrem Beitrag die Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen diesen Finanzmarktsegmenten heraus. US-Hypothekarkredite und Mikrokredite entsprängen einer ähnlichen Motivation, nämlich der Verbesserung des Kreditzugangs für breite Bevölkerungsschichten. Zentrale Unterschiede bestehen allerdings laut *Terberger* in der Umsetzung des Fördergedankens und der Wirkung auf die Stabilität des Finanzsystems. Während knappe Fördermittel den Erwerb von Nachrangtranchen bei verbrieften Mikrofinanzinvestitionen wirkungsvoll begrenzen und damit eine unkontrollierte Ausweitung von Kreditvergabe und Risiken verhindern, forcierten die impliziten staatlichen Garantien bei den US-Hypothekarkrediten die Kreditschwemme und erhöhten die systemischen Risiken.

*Christian Dreger* und *Jiirgen Wolters* setzen sich mit der Frage auseinander, ob die starke Ausweitung der Liquidität in den letzten Jahren zu den Preisübertreibungen an den Finanzmärkten beigetragen hat. Zu diesem Zweck untersuchen sie die Wirkungen monetärer Schocks auf die realen Aktien- und Immobilienpreise für die USA, den Euroraum, Japan und Großbritannien. Der Befund zeigt keinen Einfluss der Geldpolitik auf die Entwicklung an den Aktienmärkten. Demgegenüber ist ein signifikanter Effekt der Geldpolitik auf die Immobilienmärkte nachweisbar. Die Autoren sehen zwar den positiven Effekt einer restriktiven Geldpolitik bei nicht fundamental begründeten Preisseigerungen, warnen aber vor der kontraktiven Wirkung auf Produktion und Beschäftigung vor allem in Großbritannien und im Euroraum.

## 2.2 Leistung und Widerstandskraft von Akteuren und Institutionen

Die EZB hat eine zentrale Rolle im Krisenmanagement inne. *Andreas Bley* analysiert die diesbezüglichen Entscheidungen der EZB. Sich en detail mit dem eingesetzten geldpolitischen Instrumentarium auseinandersetzend, stellt der Autor der EZB ein positives Zeugnis aus. Die Zentralbank sei den Folgen des ausfallenden Interbankenmarktes wirksam begegnet und habe mit einem deutlich expansiveren geldpolitischen Kurs seit September 2008 den Zugang der Banken zur Refinanzierung erleichtert.

*Joachim Gassen* untersucht die Rolle der Rechnungslegung für das Zustandekommen und den Verlauf der Finanzmarktkrise. Unter Berücksichtigung der prinzipiellen Aufgaben der Rechnungslegung und ihres institutionellen Rahmens zeigt der Autor, dass die Rechnungslegung während der Finanzmarktkrise ihren prinzipiellen Funktionen – Bewertung und Koordination – nur unzureichend nachgekommen ist. Vor dem Hintergrund des aufgespannten theoretischen Rahmens werden die aktuellen Reformbestrebungen in der Rechnungslegung analysiert und ein regulatorisch-normativer Ausblick gegeben.

Aus der Sicht der privaten Banken analysieren *Manfred Weber* und *Mathias Brehe*, welche Rolle der Wettbewerb im deutschen Bankensektor für die Bewältigung der Finanzmarktkrise spielt. Sie argumentieren, dass die optimale Kombination von Stabilität und volkswirtschaftlicher Leistungsfähigkeit des Finanzsektors zurzeit durch vermeidbare struktu-

relle Ineffizienzen und falsche ordnungspolitische Rahmenbedingungen erschwert und so die Bewältigung der Krise behindert wird.

*Elisabetta Fiorentino* und *Heinz Herrmann* setzen sich konzeptionell mit dem Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Effizienz im deutschen Bankensektor auseinander. Das deutsche Bankensystem sei durch monopolistische Konkurrenz und durch moderate Kosteneffizienz gekennzeichnet. Die herangezogenen empirischen Befunde deuteten auf eine tendenziell positive Verknüpfung von Wettbewerb und Effizienz hin.

*Oleg Badunenko, Nataliya Barasinska* und *Dorothea Schäfer* untersuchen, ob die Haushalte in Deutschland genügend Kapital- und Finanzpuffer besitzen, um ökonomische Schocks abfedern zu können. Vor dem Hintergrund unterschiedlicher Immobilienfinanzierungsregime wird die finanzielle Situation der privaten Haushalte in Deutschland mit der von Haushalten in Großbritannien, den Niederlanden und den USA verglichen. Die „Achillesferse“ der Haushalte hierzulande ist ein hoher laufender Schuldendienst, der vermutlich auf eine vergleichsweise rasche Tilgung der Immobilienkredite zurückzuführen ist. Die mikroökonomischen Daten zeigen eine relativ hohe Kapitalisierung der privaten Haushalte in Deutschland und damit ein geringes Überschuldungsrisiko. Das größte Insolvenzrisiko tragen der Untersuchung nach die US-Haushalte.

## 2.3 Ausgewählte Forschungsfelder im Lichte der Finanzmarktkrise

*Doris Neuberger* setzt sich mit den Strukturen der Unternehmensfinanzierung und -kontrolle auseinander. In dem konzeptionell angelegten Beitrag analysiert sie Vor- und Nachteile einer zunehmend arbeitsteilig organisierten Finanzierung des Unternehmenssektors. Mithilfe der Governance-Struktur-Theorie der Transaktionskostenökonomik wird gezeigt, dass beziehungsorientierte außerbörsliche Kreditfinanzierung durch Banken (Relationship Banking) und beziehungsorientierte außerbörsliche Eigenkapitalfinanzierung durch Private Equity Firmen (Relationship Investing) hybride Organisationsformen zwischen Markt und Hierarchie darstellen. Die wachsende Arbeitsteilung ist laut Neuberger produktiv, beinhaltet aber auch höhere Risiken für die Stabilität des Finanzsystems als der ausschließliche Rückgriff auf die beziehungsorientierte Kreditfinanzierung.

Der Beitrag von *Stefan Wagner* greift mit seiner Untersuchung zur Patentierung von Finanzinnovationen ein vergleichsweise wenig erforschtes Feld auf. Der Artikel gibt einen Überblick über die geltende Rechtslage in Europa und stellt sie den relevanten Regelungen in den USA gegenüber. Die Analyse der Patentierungsverfahren ergibt einen sehr restriktiven Umgang des Europäischen Patentamts (EPA) mit der Gewährung von „Finanzpatenten“. Nur 20 Prozent der Anträge führen auch zu einem Patent. Laut Wagner ist die Zurückhaltung des EPA im Sinne der Regulierungsinstanzen, könnte doch eine umfassende Patentierung die schnelle Verbreitung einer von den Regulierungsbehörden als notwendig erachteten Methode verhindern.

## 3 Prinzipien für die Neugestaltung der Finanzmarktarchitektur

Die vorausgegangenen Ausführungen zu den einzelnen Forschungsarbeiten haben deutlich gemacht, vor welch großen Herausforderungen die Wirtschaftspolitik im Augenblick

steht. Neben einem effizienten Krisenmanagement muss auch der Aufbau einer neuen Finanzmarktarchitektur bewerkstelligt werden. Das DIW Berlin hat dazu eine Agenda mit inhaltlichen Anforderungen fixiert. Ehe diese zum Abschluss dieses einleitenden Beitrages dargestellt werden, sei noch darauf hingewiesen, dass der Fokus auf den Zielen liegt.<sup>3</sup> Die Agenda ist damit offen gegenüber Alternativen zu den hier vorgeschlagenen Umsetzungsmaßnahmen, solange die fixierten Ziele erreicht werden können.

### *Ziel 1: Koordinationsversagen minimieren*

Koordinationsversagen, also die Unfähigkeit der Akteure, ihre Handlungen zum Nutzen aller abzustimmen, bewirkt ein suboptimales Gleichgewicht. In der gegenwärtigen Krise ist Koordinationsversagen ein zentrales Problem, und zwar sowohl auf einzelwirtschaftlicher als auch auf staatlicher Ebene. Die herrschende Praxis bei der Verbriefung ist eine schier unerschöpfliche Quelle für Koordinationsversagen. Mehrstufigkeit und mangelnde Dokumentation schließen die Identifikation von Ausgangsschuldner, Schuldenhöhe und Besicherung aus. Bemühungen, die Sanierung der Schuldner mittels Bildung von Gläubigerpools herbeizuführen, sind daher von vornherein zum Scheitern verurteilt. Hinzu kommt das Finanzgebaren der Käufer von verbrieften Wertpapieren. Die Fristeninkongruenz zwischen Investition und Finanzierung vervielfacht die Wahrscheinlichkeit eines unkoordinierten Rückzugs der Geldgeber.

Im Vorfeld der Krise war über Jahre hinweg ein Deregulierungswettlauf zu beobachten. Insbesondere die angelsächsischen Länder verweigerten sich der Koordination und setzten darauf, mittels niedriger Regulierungsstandards Wettbewerbsvorteile zu erlangen. Bei den ersten Rettungsaktionen nach der Insolvenz von Lehman Brothers zeigten sich ebenfalls Anzeichen für einen Wettkampf der Staaten um die beste Ausgangsposition.

Die Minimierung von Koordinationsversagen auf einzelwirtschaftlicher Ebene erfordert eine Reduktion der Komplexität der Verbriefungstechnologie und die Bestrafung von Fristeninkongruenz. Ersteres kann über einen Selbstbehalt auf jeder Stufe sichergestellt werden, letzteres durch eine Eigenkapitalunterlegung in Abhängigkeit vom Ausmaß des Auseinanderklaffens von Anlage- und Finanzierungshorizont.

Die Konsequenz aus dem Koordinationsversagen auf Staatenebene muss die Einrichtung eines Gremiums für die Etablierung von länderübergreifend bindenden Mindestregulierungsstandards sein. Ebenso gehört eine Institution, die in der Lage ist, eine internationale Abstimmung der Maßnahmen im Krisenfall herbeizuführen, zu den fundamentalen Bestandteilen einer neuen Architektur. Während die Festlegung von Mindeststandards eine quasinatürliche Aufgabe des Financial-Stability-Forums ist, könnte letzteres dem Internationalen Währungsfonds zu neuer Bedeutung und Autorität verhelfen.

Nationale Aufsichten sind mit dem Typ des grenzüberschreitend tätigen Finanzkonglomerats überfordert. Aktivitäten außerhalb der Bilanz sowie länder- und sektorenübergreifende Regulierungsarbitragen können nur entdeckt und geahndet werden, wenn ein einheitliches Vorgehen sichergestellt ist. Das Koordinationsversagen auf der Aufsichtsebene erfordert

<sup>3</sup> Dieser Abschnitt beruht auf Schäfer, D. (2008): Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. Wochbericht des DIW Berlin Nr. 51-52/2008.

ebenfalls ein länderübergreifendes Mandat. Dies kann in Europa nur über die Einrichtung einer europäischen Finanzmarktaufsicht hergestellt werden.

### *Ziel 2: Subsidiarität forcieren*

Gegen eine europäische Finanzmarktaufsicht wird häufig eingewandt, eine solche Struktur könne den nationalen Besonderheiten in den einzelnen Finanzsektoren nicht gerecht werden. Die Europäische Zentralbank und die angeschlossenen nationalen Zentralbanken beweisen jedoch, dass eine subsidiäre Arbeitsteilung unter einem gemeinsamen Dach funktionsfähig ist. Die Überwachung der Regionalbanken kann an nationale Organe delegiert werden, während die übergeordnete europäische Aufsicht für supranational tätige Finanzmarkakteure sowie die Überwachung der nationalen Aufsichten zuständig ist. Von der Institutionalisierung einer zweistufigen Allfinanzaufsicht ist ein sehr viel stärkerer Druck in Richtung Harmonisierung von Regulierung und Überwachung in Europa zu erwarten als von dem gegenwärtig laufenden Lamfalussy-Prozess.

### *Ziel 3: Die richtigen Anreize setzen*

Die tieferen Wurzeln der Krise sind in der mangelnden Kontrolle der im Finanzsektor allgegenwärtigen „moralischen Versuchung“ (moral hazard) zu suchen. Sofort fällige Gebühren, das Weiterreichen der Kreditausfallrisiken und die Undurchschaubarkeit der strukturierten Produkte haben einen hohen Anreiz erzeugt, Kreditvergabestandards auf Kosten der Investoren am Ende der Verbriefungskette abzusenken. Die Beteiligung der Erzeuger von Kreditportfolios an den Ausfallrisiken mittels Selbstbehalt am Einzelkredit würde dazu beitragen, diese Art von Anreiz zu unterbinden.

Vermeintlich billiges Fremdkapital hat Banken zur Anwendung extremer Hebel verleitet. Risikoliebe beim Investitionsverhalten und eine starke Gefährdung des Eigenkapitals waren die Folge. Viel Fremdkapital zehrt das Eigenkapital sehr schnell auf, wenn die Investitionsrendite geringer ist als der Zinssatz. Die Einrichtung eines Fonds, in dem Leistungsboni von Bankmanagern mit -mali verrechnet werden und der erst nach einigen Jahren den Differenzbetrag zur Auszahlung bringt, dämmt den Verschuldungsanreiz vermutlich wirksam ein. Mehr Transparenz und eine bessere Corporate Governance wären zudem gewährleistet, wenn die Aufsicht Kenntnis über die Bonussysteme für Bankmanager erhielte und die Aktionärsversammlung die Gesamtvergütung genehmigen müsste.

Das Urteil der Rating-Agenturen ist essenziell für das Funktionieren der Verbriefungstechnologie. Die Agenturen haben die Werthaltigkeit strukturierter Portfolios systematisch überschätzt. Dafür ist neben unzureichenden Bewertungsmodellen auch das Vergütungssystem verantwortlich. Die Bezahlung von Beratung und Ratings durch den Erzeuger der Portfolios generiert Kollusionsanreize. Mittels Teilanbindung der Vergütung an die Genauigkeit der Prognose, Registrierpflicht und Pflicht zur Offenlegung von Prognosen kann der Kollusionsanreiz zwar abgemildert werden. Der starke Verlust an Glaubwürdigkeit lässt jedoch Zweifel daran aufkommen, ob das alleinige Ansetzen an den bestehenden, privatwirtschaftlichen Strukturen ausreicht, das verlorene Vertrauen in die Ratings rasch wiederzugewinnen.

#### *Ziel 4: Glaubwürdigkeit des Staates bei Kreditbewertung nutzen*

Den zur schnellen Systemstabilisierung notwendigen Glaubwürdigkeitsvorrat besitzen zurzeit nur staatliche Organe. Mit der Etablierung einer nicht profitorientierten öffentlichen Rating-Agentur auf europäischer Ebene könnte dieser Vorrat für eine mehrjährige Übergangszeit genutzt werden. Die Erzeuger strukturierter, in Europa vertriebener Produkte sollten gezwungen werden, für eines von zwei notwendigen Ratings die öffentliche Agentur zu kontrahieren. Mehr Wettbewerb um das beste Ratingurteil wäre die Folge. Die Grundlagen für den Aufbau einer staatlichen Agentur sind innerhalb der Eurozone vorhanden. Unter dem Dach der EZB unterhalten die nationalen Zentralbanken bereits jetzt entsprechende Bewertungsabteilungen.

#### *Ziel 5: Staat nicht überfordern*

Die Erkenntnis, dass bei gravierender systemischer Unsicherheit nur die Volkswirtschaften als Ganzes die notwendige breite Absicherung garantieren können, birgt die Gefahr des „Überschießens“ bei der Neudeinition der Rolle des Staates im Finanzsektor. Deutschland mit seinen Landesbanken ist ein gutes Beispiel dafür, dass der Staat als Eigentümer von Finanzorganisationen mit massiven Governance-Problemen konfrontiert sein kann. Die Rolle des Staates als Regulierungsinstanz und Kontrolleur zu stärken, ist angemessen. Nicht angemessen ist dagegen, dem Staat langfristig zusätzliche operative Verantwortung im unmittelbaren Bankgeschäft aufzubürden. Staatliche Beteiligungen an den Banken im Zuge des Krisenmanagements sollten daher ebenso wie ein öffentliches Engagement in der Kreditbewertung mit einer glaubwürdigen Privatisierungsperspektive versehen sein.

#### *Ziel 6: Missbrauch der staatlichen Verantwortung verhindern*

Die amerikanischen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac waren gewinnorientierte private Finanzdienstleister mit einer impliziten Staatsgarantie. Eine solche Konstruktion vernichtet nicht nur den Anreiz zur Sorgfalt bei der Auswahl von Investitionsprojekten und Vertragspartnern, auch eine private Versicherung der Ausfallrisiken ist vor dem Hintergrund der impliziten (und damit kostenlosen) Staatsgarantie nicht rational. Es besteht vielmehr ein großer Anreiz, hochriskante Geschäftsmodelle zu betreiben. Diese Risikoliebe wird auf den Refinanzierungsmärkten nicht durch angemessene Risikoabschläge bestraft. Ein „Crowding Out“ von risiko-adäquaten privaten Geschäftsmodellen durch hochriskante, aber staatlich abgesicherte, ist die Folge. Will man „Charity Hazard“ im Finanzsektor ausschließen, darf es über das unmittelbare Krisenmanagement hinaus keine privaten Finanzdienstleister mit Staatsgarantien mehr geben.

#### *Ziel 7: Nachverhandlungsanfälligkeit berücksichtigen*

Mit Verträgen, die nicht nachverhandlungsresistent sind, kann das Vertragsziel nicht erreicht werden. Die Entfernung von Risiken aus der Bankbilanz mittels Auslagerung auf rechtlich selbständige Zweckgesellschaften oder auf Hedgefonds ist als Vertrag ohne Nachverhandlungsresistenz aufzufassen. Treten nämlich die Ausfallrisiken tatsächlich ein, wie in der jetzigen Krise geschehen, sind die Mutterhäuser regelmäßig gezwungen,

die vermeintlich weitergereichten Risiken wieder in die eigene Bilanz zu übernehmen. Ähnliche Unsicherheiten in Bezug auf die Entfernung von Risiken sind auch mit Ausfallversicherungen verbunden, insbesondere wenn die Unabhängigkeit der Erzeuger des Kreditportfolios von den Rating-Agenturen zweifelhaft ist. Treten Schadensfälle in einer Häufigkeit weit über dem zu erwartenden Wert auf, ist eine reibungslose Schadensregelung seitens des Anbieters wenig wahrscheinlich. Wegen der latenten Rückkehr der Risiken in die Bankbilanzen sollte die Aufsicht in Zukunft die Risiken so behandeln, als wären sie nie ausgelagert worden. Das setzt Registrierung und Genehmigung von Zweckgesellschaften durch die Aufsicht ebenso voraus wie die Kenntnis der Maßnahmen zur Portfolioabsicherung.

*Ziel 8: Keine „Breitbandregulierung“ zulassen*

Internationale Finanzkonglomerate brauchen andere Rahmenbedingungen als regional tätige Mittelstandsbanken. Staatliche Förderbanken müssen anders beaufsichtigt werden als private Geschäftsbanken. Hedgefonds lösen andere systemische Risiken als Private-Equity-Fonds aus und bedürfen anderer Regeln als diese. Trotz der Vielfältigkeit der Problemlagen im Finanzsektor muss Tendenzen zu einer zu groben Regulierung widerstanden werden.

*Ziel 9: Eigenkapitalfinanzierung stärker gewichten*

Die Krise hat in der Absenkung von Kreditvergabestandards und in der Aufhebung jeglicher Finanzierungsbeschränkungen ihren Ausgang genommen. Der allerorts praktizierten starken Hebefinanzierung ist die Dimension dieser Krise geschuldet. Nachhaltige Systemstabilisierung ist ohne die Rückkehr von privaten Wirtschaftssubjekten zu mehr Eigenkapitalfinanzierung nicht denkbar, unabhängig davon, ob es sich um hoch verschuldete Haushalte, um Unternehmen oder um Finanzintermediäre handelt. Das erfordert auch, dass Finanzierungsbeschränkungen für Private, die auf mangelnde Bonität zurückzuführen sind, von Politik und Öffentlichkeit als System schonend anerkannt und nicht als schädliche Kreditklemme interpretiert werden.