

In seinem Kommentar setzt sich Wernhard Möschel, Universität Tübingen, mit den staatlichen Verantwortlichkeiten für die Finanzkrise auseinander und diskutiert die staatlichen Maßnahmen bzw. Vorschläge zu ihrer Behebung.



Wernhard Möschel\*

Eine staatliche Verantwortung innerhalb der Finanzmarktkrise kann in die Vergangenheit gerichtet sein. Dann gehört sie zur Analyse der Ursachen. Sie kann in die Zukunft gerichtet sein. Das ist die Frage nach den zu ergreifenden Reformmaßnahmen. Zwischen beiden besteht ein Zusammenhang. Er kann von eng bis zu scheinbar reichen. Der Zusammenhang ist eng, wenn mit Reformen auf sichtbar gewordene Defizite geantwortet werden soll. Er ist nur scheinbar, wenn die Krise zum Anlass genommen wird, Absichten durchzusetzen, die mit der Finanzmarktkrise nichts zu tun haben. Auf dieser Linie fordert z.B. die Projektgruppe des SPD-Parteivorstandes in ihrem Bericht zur Transparenz und Stabilität auf den Finanzmärkten vom 27. Oktober 2008, die Beteiligungsrechte für Arbeitnehmer zu stärken, Steueroasen auszutrocknen und das dreisäulige deutsche Bankenmodell aus Geschäftsbanken, Genossenschaftsbanken und Sparkassen zu bewahren (vgl. Projektgruppe 2008). Methodisch ähnlich, wenngleich auf einer anderen Ebene und mit mehr »panache«, versucht der französische Staatspräsident, Ideen von einer »europäischen Wirtschaftsregierung« wiederzubeleben. Auch der verbreitete zu hörende Ruf nach einer stärkeren Regulierung von Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften hat mit der Finanzkrise wenig zu tun. Diese waren keine Verursacher der Krise, sondern prominente Opfer derselben. In dieser Rolle konnten sie freilich prozyklische Effekte auslösen (sog. Deleveraging-Effekt, vgl. Sachverständigenrat 2008b, Tz. 183 f.). Die genaue Erfassung solcher Zusammenhänge ist wichtig, da alle Beteiligten ihr politisches »Süppchen« kochen mögen. Der Bundesfinanzminister kann die Frage nach einer eventuellen politischen Verantwortlichkeit für das Debakel bei der Kreditanstalt für Wiederaufbau in Vergessenheit geraten lassen. Sie wird von seiner Rolle als »Ritter in stählerner Rüstung« überlagert. Für die Bundestagswahl im Herbst 2009 mag

diese Rolle hilfreich sein. Die Kanzlerin will sich nicht allzu sehr in den Schatten gedrängt sehen. Das in Aussicht genommene Wahlkampfkonzept – Kanzlerin des Aufschwungs und der Arbeitsplätze – dürfte in der sich entwickelnden Konjunkturkrise untergehen. Ein Ersatz muss her: Jeanne d'Arc des deutschen Sparerers oder der sozialen Marktwirtschaft – mit Akzent auf dem Adjektiv – bieten sich an.

## Zu den Entstehungsgründen

Die Stellungnahme zu den Entstehungsgründen darf knapp ausfallen. Zu diesem Thema ist bereits sehr viel gesagt worden, zuletzt im Jahresgutachten 2008/09 des Sachverständigenrates unter dem Titel »Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken« (vgl. Sachverständigenrat 2008b; Möschel 2008a; 2008b). Wenn ich darauf noch einmal eingehe, dann, um einiges zurechtzurücken, was in der öffentlichen Debatte verzeichnet oder unterdrückt wird.

## Makroökonomische Ursachen

Fundamental sind makroökonomische Ursachen.

- An erster Stelle ist das langjährige Ungleichgewicht in der amerikanischen Zahlungsbilanz und die sich darin spiegelnde Verschuldung der USA gegenüber dem Rest der Welt zu nennen. Die USA behandeln das mit »benign neglect« Eine Änderung ist nicht erkennbar.
- Die Geldpolitik der jüngeren Vergangenheit hat zu einer enormen Ausweitung der Geldmenge geführt. Dass sich

\* Prof. Dr. Wernhard Möschel ist Inhaber des Lehrstuhls für Bürgerliches Recht, Handels- und Wirtschaftsrecht, Europarecht und Rechtsvergleichung an der Universität Tübingen sowie Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie.

dies nicht umgehend in Inflation niederschlug, lag an einer »besonderen Hinterlist der Weltgeschichte«, einem gleichzeitigen Technologieschub ohne Gleichen und – im Zuge der Globalisierung – einer Ausweitung der Märkte. »So konnte, als Folge der immens großen Lücke zwischen effektiver und potentieller Kapazität («Output Gap») zu keinem Zeitpunkt Teuerungsdruck entstehen« (vgl. Hummler 2008). Der Schweizer Bankier spricht weiter von einer »Riesenkloake von übermäßiger Verschuldung, die über die letzten fünf Jahre entstand«. Er schätzt diese Überkapazität im Finanzsystem auf 30 bis 50%.

- Die Notenbanken vermittelten allüberall den Eindruck, ein globales Liquiditätsproblem könne es nicht mehr geben. Die Marktteilnehmer wiegten sich in dieser Sicherheit.
- Schließlich mag man eine Mentalität in Erinnerung rufen, die offenbar in den USA verbreitet ist: »Über Schulden wird man reich.«

Wie komplex hier die Zusammenhänge in ihrem Für und Wider sein können, wird in diesen Tagen deutlich. Die Notenbanken um den Globus pumpen riesige Mengen von Liquidität in die Märkte. Robert Zoellick, der Präsident der Weltbank, fürchtet, »dass wir ein noch viel größeres Problem schaffen, wenn das Geld nicht rechtzeitig dem System wieder entzogen wird« (vgl. Zoellick 2008).

### Mikroökonomische Ursachen

In mikroökonomischer Sicht soll der Ursprung der Finanzkrise in den US-amerikanischen Immobilienmärkten liegen, einer verfehlten Förderpolitik der Regierung, der Duldung fehlerhafter Anreizstrukturen und generell in einer zu laschen Aufsicht. Diese Facetten sind nicht unrichtig. Sie verzerren indes das reale Bild.

### Verbriefungsgeschäft

Als Teufelswerkzeug ist das Verbriefungsgeschäft ausgemacht (Securitization). Es ist aus den USA zu uns herübergekommen. Die staatliche Aufsicht hätte dieses unterbinden, mindestens stärker kontrollieren sollen. Kreditverbriefungen sind hochintelligente strukturierte Produkte. Sie stellen die Überführung des komplizierten und kostenintensiven Kreditgeschäfts in ein leicht handhabbares Wertpapiergeschäft dar. Intransparent ist an ihm zunächst nichts. Mit ihm verknüpft sind ebenso genaue wie umfangreiche Regelwerke. Sie ordnen Zahlungsströme und das gesamte Handling der Transaktion für den problemlosen Fall wie für den Krisenfall. Intransparenzen können erst dann entstehen, wenn bereits verbrieft Kredite noch einmal in einen Korb eingebracht werden und dieser Korb für sich erneut verbrieft wird. Man rechnet damit, dass solche mehrfach verschachtelten Produkte vom Markt verschwinden wer-

den. Ein Insolvenzrisiko im Kreise der Kreditschuldner sucht man zu eliminieren: Wenn im Wege einer Trustkonstruktion ein Bündel von Forderungen zusammengefasst wird in Höhe von beispielsweise 100 Mill. US-Dollar, so werden in diesen Korb real Forderungen in Höhe von 105 Mill. US-Dollar eingebracht. Der Überschuss stellt eine Art Schwundquote dar. Sie richtet sich an historischen Erfahrungen aus. Die Ratingagenturen werden nach Art eines TÜV um ihre Prüfung gebeten. Vorgebliche Interessenkonflikte sind kaum größer, als wenn ein Unternehmen einen Wirtschaftsprüfer bestellt. Bankaufsichtlich gesehen, ist eine Verbriefung von Krediten von Vorteil: Das Ausfallrisiko wird auf mehrere Gläubigerschultern verteilt. Der Reiz für das verbiefende Kreditinstitut liegt im Rückfluss des Kapitals. Es kann zur Grundlage neuer Geschäfte gemacht werden. Dabei werden indes keine falschen Anreize gesetzt. Fannie Mae und Freddy Mac, die beiden riesigen US-amerikanischen Förderbanken, statteten die verbrieften, mit Hypotheken gesicherten Forderungen mit einer Garantie der pünktlichen Rückzahlung aus. Das wirkt wie ein Selbstbehalt von 100%. Soweit das Verbriefungsgeschäft von Special Purpose Vehicles betrieben wurde – dies sind kleine Einheiten in der Nachbarschaft von Briefkastenfirmen an meist steuergünstigen und wenig regulierten Bankplätzen –, arbeiteten diese unter einer Garantie der dahinterstehenden Bank. Andernfalls hätte niemand mit ihnen Geschäfte gemacht. Gleiches gilt auf der Investorensseite für die sog. Special Investment Vehicles. Deshalb haftete z.B. die Sächsische Landesbank für die Verluste, welche ihre SIVs eingefahren hatten.

Alle größeren deutschen Banken betreiben seit rund 20 Jahren ein eigenes Kreditverbriefungsgeschäft. Die Vorstellung, sie hätten die damit verbundenen Risiken nicht erkannt oder gar nicht erkennen können, gehört in die Kategorie der Märchen. Bei einem eigenen Verbriefungsgeschäft werden in Deutschland regelmäßig keine Garantien gegeben. Dafür praktiziert der sog. Originator einen Selbstbehalt. Er macht das aus eigenem Interesse: Die Papiere lassen sich dann leichter absetzen. Garantie oder Selbstbehalt, der Markt hat meist entweder für das eine oder für das andere gesorgt. Dies gilt nicht für die SPVs. Die dort vorhandene Garantie betraf die Gesellschaft, nicht notwendigerweise die von ihr vertriebenen Produkte.

### Fannie Mae und Freddy Mac

Als Beleg für eine staatliche Verantwortung wird häufig die Rolle beschworen, die Fannie Mae und Freddy Mac als halbstaatliche Förderbanken in den USA gespielt haben. In der Tat: Sie haben sich dem Willen von Kongress und Regierung, auch den Beziehern kleinster Einkommen den Erwerb der eigenen vier Wände zu ermöglichen, bereitwillig untergeordnet. Im Subprime-Geschäft waren sie indes nicht

tätig. Im Gegenteil, nach ihren Standards definierte sich die Kategorie der sog. »prime mortgages«. Erst mit Ausbruch der Krise im Jahr 2007 halfen sie auf politischen Druck hin bei der Konsolidierung von »subprime mortgage-backed securities«. Sie drehten aber, von einer latenten Staatsgarantie gedeckt, insgesamt ein viel zu großes Rad. Als sie am 7. September 2008 von der zuständigen Bundesaufsichtsbehörde, der Federal Housing Finance Agency, übernommen werden mussten, hatten sie zusammen Anleihen in Höhe von 2 400 Mrd. US-Dollar zu bedienen. Sie gehörten damit zu den größten Schuldnern weltweit. Doch dieser Eindruck ist für Europa zu relativieren: Fannie Mae und Freddy Mac sind auf dieser Seite des Ozeans kaum in Erscheinung getreten. Als Folge ihrer Verstaatlichung blieben Schuldner wie abgegebene Garantien unverändert. Mit anderen Worten: Kein Gläubiger hat einen Dollar verloren. Die Bedeutung dieser beiden Institute für die weltweite Finanzkrise wird namentlich in Deutschland übertrieben.

### Die Insolvenz von Lehman Brothers

Entscheidend war vielmehr der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008. Dafür gibt es drei Gründe:

- Es handelte sich um ein Institut von höchster Reputation, seit 158 Jahren im Geschäft und in dieser Zeit noch in jedem Quartal in den schwarzen Zahlen.
- Der Zusammenbruch erfolgte blitzschnell in einer Zeitspanne von Donnerstag auf Sonntag. Banken misstrauten jetzt einander, der Partner könne aufgrund von gefährdeten Forderungen gegen im Einzelnen unbekannte Drittbanken in Schwierigkeiten geraten.
- Ausschlaggebend war der Schock, dass Lehman Brothers als systemrelevante Bank, wie man heute sagen würde, nicht mit staatlicher Hilfe aufgefangen wurde. Böse Zungen behaupten, dies sei geschehen, weil die hauptsächlichlichen Gläubiger im Ausland saßen und deshalb innerhalb der amerikanischen Politik keine Rolle spielten.

Für unsere Fragestellung sind zwei Punkte erheblich:

- Die Insolvenz von Lehman Brothers hatte nichts mit der Krise an den amerikanischen Immobilienmärkten und damit verbundenen staatlichen Verantwortlichkeiten zu tun. Lehman Brothers scheiterte im Kreditabsicherungsgeschäft (Credit Default Swaps).
- Lehman Brothers war eine selbständige Investmentbank. Das ist keine Bank im Sinne des amerikanischen Bankenaufsichtsrechts. Sie wurde von der SEC, der Securities Exchange Commission, kontrolliert und das mit einem Focus im Kapitalmarkt- und Börsengeschehen. Man kann deshalb schlecht von einem Versagen der

allgemeinen staatlichen Bankenaufsicht sprechen. Die Insolvenz von Lehman Brothers war vielmehr – aus heutiger Sicht – ein Versagen des amerikanischen Krisenmanagements.

Wenn die Bedeutung von Lehman Brothers innerhalb der Finanzkrise beiseite geschoben wird, um eine staatliche Verantwortlichkeit leichter nachweisen zu können, so mag man ideologischen Eifer am Werke sehen. Dem Bundesfinanzminister kann man diesen Vorwurf nicht machen. Er sieht im Zusammenbruch von Lehman Brothers die »Wasserscheide« in der Entwicklung (vgl. Steinbrück 2008b). Ebenso ist dem Sachverständigenrat klar, dass erst die Möglichkeit, eine Bank dieser Größenordnung könne fallengelassen werden, »panische Reaktionen (verursachte) und Banken weltweit dazu (veranlasste), Geschäfte untereinander fast vollständig einzustellen« (vgl. Sachverständigenrat 2008b, Tz. 188).

Über vieles Akzidentelle hinweg mag man die letzten Ursprünge der Krise in den Finanzinnovationen der letzten beiden Jahrzehnte sehen. Sie haben mit großer Dynamik die Finanzmärkte revolutioniert, durchaus zum Wohle aller. Zugleich haben sie neue systemische Risiken mit sich gebracht. Möglicherweise war die Krise unvorhersehbar. Ein bekannter Ökonom schrieb mir: »Selbstverständlich ist sie von genialen Klugschneidern vorhergesehen worden. Aber es gab keine verbindlichen Kriterien, zu erkennen, ob diese eher genial oder eher Klugschneidern waren ... Aber lernen können die Menschen immerhin.«

### Zu den Reformvorschlägen

Das Stichwort »lernen« bringt uns zu den Reformvorschlägen als Ausprägung der in die Zukunft gerichteten Verantwortlichkeit des Staates. Die wichtigsten seien vorgestellt.

#### Verbesserte Transparenz

Transparenz ist ein positiv besetztes Wort, durchaus zu Unrecht. Erzwungene oder konsenterte Herstellung von Transparenz kann zum Ersatz für Wettbewerbsbeschränkungen werden. Im Rahmen der Bankenkrise macht sie sich vornehmlich an der Behandlung von Special Purpose Vehicles und Special Investment Vehicles fest. Deren Abschaffung wäre unverhältnismäßig. Diese Formen bankwirtschaftlicher Aktivität können nützlich sein. So ist z.B. die 50 Mrd. € schwere Sanierung der Hypo Real Estate Bank auf der Plattform einer Zweckgesellschaft organisiert, bekanntlich unter Beteiligung von Bundesbank, Bafin und Bundesfinanzministerium. Es reicht aus, wenn diese Gesellschaften auf die Bilanz der Muttergesellschaften genommen werden müssen. Doch ist das im Regelwerk von Basel II bereits enthalten.

### *Höhere Liquiditätsvorsorge und höhere Eigenkapitalausstattung*

Dies stößt ins Herz bankwirtschaftlicher Tätigkeit. Das Ausmaß des möglichen Geschäftsvolumens müsste sich zurückbilden. Das war vornehmlich ein Problem größerer, selbständiger Investmentbanken in den USA mit zum Teil abenteuerlichen Kredithebeln (vgl. Möschel 2008a; 2008b). Solche Investmentbanken gibt es mittlerweile nicht mehr. Die beiden letzten, Goldman Sachs und Morgan Stanley, haben sich im Zuge der Finanzkrise in Bank Holding Companies umgewandelt. Sie unterstehen jetzt der sehr viel strafferen Bankenaufsicht der Fed. Als Vorteil haben sie dafür unmittelbaren Zugang zu Krediten der Notenbank. Entsprechungen zu diesem Typus, der in den USA gar nicht unter die Bankenaufsicht gefallen war, gibt es in Europa nicht. In Deutschland beruhte die Schieflage der Hypo Real Estate bzw. ihrer Tochtergesellschaft Depfa auf dem Umstand, dass der Interbankenmarkt »nicht mehr stattfand«. Solche singulären Folgen lassen sich mit der genannten Verschärfung klassischer Aufsichtsinstrumente ohnehin nicht steuern.

### *Verschärfung der persönlichen Haftung*

Populär ist die Forderung nach einer Verschärfung der Haftungsregeln für Bankleitungen. Sinn hat sie nicht. Schon jetzt haftet jedes Mitglied eines Vorstandes oder eines Aufsichtsrates für jede schuldhaftige Pflichtverletzung, dies unter Umkehrung von Vortrags- und Beweislast. Das heißt, diese Organe müssen sich entlasten, dass sie keinerlei Verschulden trifft. In der Praxis ist es mit diesen Haftungsregeln nicht weit her. Das hat einen sachlichen Grund: Unternehmerisches Handeln lässt sich nicht sinnvoll normieren, wenigstens nicht die im Vordergrund stehenden duties of care in Abgrenzung zu den sog. duties of fidelity. Man mag die etwas umständlichen Verfahrensregeln ändern. Bewirken kann dies angesichts einer maßgeblichen business judgement rule kaum etwas. Auch ist darauf Bedacht zu nehmen, dass man nicht die sog. robbery shareholder, jene Erpressungsindustrie rund um Kapitalgesellschaften, begünstigt. Schließlich muss man sehen: Die endgültige Traglast bei solcher Haftung liegt letztlich ohnehin bei den Aktionären: Denn die Gesellschaften pflegen Haftpflichtversicherungen für ihre Manager abzuschließen (D&O-Versicherungen).

### *Beendigung des wahnsinnigen Strebens nach einer hohen Rendite*

Von einer Beendigung des wahnsinnigen Strebens nach einer höheren Rendite ist die Rede (vgl. Steinbrück 2008a). Das wird auf natürliche Grenzen stoßen. Die Menschen sind, wie sie sind. Andere gibt es nicht (Konrad Adenauer). Ein Gesetzgeber kann Einfluss nehmen, indem er die steuerliche Abzugsfähigkeit der Remuneration von Gesellschafts-

organen begrenzt. Die Ausgestaltung von Optionen kann er regeln, etwa derart, dass einem Bonusregime immer auch ein Malusregime zugeordnet sein soll. Solche Regelungen müssten generell getroffen werden. Sie auf den Sachverhalt Banken zu beschränken, macht keinen Sinn. Das wäre insgesamt ein massiver Eingriff in die Vertragsfreiheit. Im Kern ist das ein allgemeines Principle-Agent-Problem, welches sich nur in Publikumsgesellschaften stellt. Hier sollten die Gesellschaftsorgane gehindert sein, sich auf Kosten der »machtlosen« Anteilseigner zu bereichern. Bei einer Gesellschaft mit einem Großaktionär, was sehr verbreitet ist, entfällt das Problem. Warum sollte es den Familien Piëch und Porsche verwehrt sein, den Vorstandsvorsitzenden der Porsche AG fürstlich zu entlohnen, wenn sie das für wünschenswert halten? Die Frage gehört bestenfalls in einen unverbindlichen Verhaltenskodex. Auch sollte nicht vergessen werden, dass sich bei solchen Einkommensbegrenzungen ein weites Feld für Umgehungen öffnet. Der Rechtskultur im deutschen Gesellschaftsrecht wäre dann gewiss nicht gedient.

### *Selbstbehalt bei Kreditverbriefungen*

Mit den Ursachen der Finanzkrise hätte diese Maßnahme wenig zu tun. Entweder lagen Garantieerklärungen vor – diese wirken wie ein »100%iger Selbstbehalt« – oder der Markt brachte aus sich heraus einen Selbstbehalt hervor. Man könnte argumentieren: Dann schadet eine staatliche Regulierung gerade nicht. Doch wirkt jede Mindestangabe, zum Beispiel 5% von einem Kreditbetrag, in der Praxis meist wie ein Richtwert. Das befördert nicht gerade Flexibilität und Wettbewerb.

### *Verbot spekulativer Leerverkäufe*

Die Börsenaufsichtsbehörden einiger Länder haben dieses Instrument im Zuge der Finanzkrise eingesetzt, zeitlich und sachlich begrenzt (nur Finanztitel, nur ungedeckte Leerverkäufe). Das Instrument ist also bereits verfügbar. Ein Verbot von Dauer hat keinen Sinn: Spekulationen sind Arbitragegeschäfte in der Zeit, sie führen Angebot und Nachfrage zusammen. Zugleich teilen die Spekulanten mittelbar dem Markt ihre Erwartungen mit. Leerverkäufe werden überdies als Instrument der Kurssicherung eingesetzt. Schließlich erhöhen sie die Liquidität einer Börse. Je höher diese Liquidität, desto eher entspricht ein einzelner Transaktionspreis einem wirklichen Marktpreis. Zu beanstanden ist nur das Phänomen, dass Baisespekulanten durch das Streuen falscher Gerüchte Kurse nach unten sprechen. Der historisch berühmteste Fall spielte an der Börse von London, als nach der für England siegreichen Schlacht von Waterloo Einzelne davon mit Hilfe von Brieftauben vor dem allgemeinen Publikum Kenntnis erlangt hatten und an der Börse die Nachricht von einer bitteren Niederlage verbreiteten. Das sind Verhaltensweisen im Umfeld des Betrugs-



tatbestandes. Es wäre unverhältnismäßig, darauf mit einer Eliminierung des Problems zu reagieren, nämlich einem Verbot jeglicher Baissespekulation.

#### *Lockerungen von Bilanzierungsregeln*

Solche Änderungen sind bereits realisiert (erlaubte Verschiebung nicht derivativer Wertpapiere vom Handelsbestand in den Anlagenbestand). Auf diese Weise werden bei einem Kursverfall Abschreibungen als Folge einer Bewertung nach dem Fair-Value-Prinzip vermieden. Im Anlagenbestand ist eine Bewertung nach den sog. fortgeführten Anschaffungskosten vorgesehen (vgl. Sachverständigenrat 2008b, Tz. 234 Kasten 7).

Es wird auf diese Weise die Bilanz geschönt. Das Publikum kann man dadurch nicht irreführen. Bei der Berichterstattung wird regelmäßig beides geliefert, die niedrigere Bewertung nach der alten Regel und die höhere nach der neuen. Dem Unternehmen wird ein Ausweis erst zukünftiger Gewinne ermöglicht. Diese können ausgeschüttet oder zur Ausdehnung des Geschäfts, namentlich des Kreditgeschäfts, verwandt werden. Für krisengefährdete Unternehmen empfiehlt sich beides eher nicht. Wohl auf Wolfgang Stützel geht die Metapher zurück: Zu hohen Druck in einem Kessel kann man nicht mit Änderungen am Thermometer bekämpfen. Bilanzwahrheit und -klarheit sollte man nicht aufs Spiel setzen, jedenfalls nicht auf Dauer.

Die hier gemachten Vorbehalte treffen nicht den Vorschlag, die an Zeitwerten orientierte Fair-Value-Methode durch die Ertragswertmethode der diskontierten Einnahmeüberschüsse zu ersetzen (Discounted Cash Flow, DCF). Doch ist diese Rechenmethode überaus kompliziert.

#### *Ratingagenturen*

Die Ratingagenturen, drei an der Zahl, haben ihren Geschäftssitz in New York. Unmittelbar regulieren kann sie der amerikanische Gesetzgeber. Andere Rechtsordnungen können es nur mittelbar, indem sie bestimmte Anforderungen an die Anerkennung von Testaten stellen. Das sachliche Gravamen ist gegenwärtig, dass diese Agenturen vielfach zu mechanistisch-mathematisch gearbeitet haben. Anzunehmen wäre eine stärkere Berücksichtigung des Marktumfeldes und des gesamtwirtschaftlichen Kontextes. Vorschläge der EU-Kommission reichen weiter: Beratungsdienstleistungen sollen zur Vermeidung von Interessenkonflikten untersagt werden. Mindestens drei unabhängige Mitglieder müssen in die Verwaltungsgremien aufgenommen werden. »Fundierte Informationen« sind als Grundlage für die Ratings nachzuweisen, die verwandten Methoden offenzulegen. Die Agenturen sollen jährlich einen Transparenzbericht veröffentlichen. Im Dezember 2008 hat die SEC neue Regularien erlassen. Die Agenturen dürfen keine strukturierten Anleihen

mehr bewerten, bei deren Zusammensetzung sie den Emittenten unterstützt haben. Ferner müssen sie Statistiken über ihre Ab- und Hochstufungen in den bewerteten Anlageklassen veröffentlichen. Ob das alles viel bewirken wird, ist offen.

#### *Das Kreditabsicherungsgeschäft*

Nach Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) belief sich der Nennbetrag der weltweit ausstehenden Derivate in der zweiten Jahreshälfte 2007 auf etwa 600 Bill. US-Dollar (vgl. Eggert 2008). Auf das Geschäft mit handelbaren Kreditabsicherungen, den sog. Credit Default Swaps, entfielen davon rund 10%. Im ersten Halbjahr 2008 waren es 54,6 Bill. US-Dollar. Zum Vergleich: Das weltweite Bruttosozialprodukt für 2007 belief sich nach Daten der Weltbank auf etwa 55 Bill. US-Dollar. (Wenn man die Forderungen der Marktteilnehmer gegenseitig aufrechnet, bleibt ein Nettovolumen von 1,6 Bill. US-Dollar.) Finanzinnovationen dieser Art, so nützlich sie sind, bringen zugleich Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte mit sich. Im Falle von Lehman Brothers und beim Beinahekollaps des amerikanischen Versicherungsunternehmens AIG haben sie sich realisiert.

Als Antwort darauf will man an etwa vier Börsen der Welt sog. zentrale Kontrahenten für CDSs einführen: Das sind zentrale Clearingstellen, wie sie von den Terminbörsen her bekannt sind. Verträge werden nicht mehr zwischen den Marktteilnehmern direkt geschlossen, sondern unter Zwischenschaltung der Clearingstelle. Diese selbst hat keine Solvenzprobleme. Bei Marktteilnehmern erzielte Gewinne oder Verluste werden taggleich ausgeglichen. Bei Risikopositionen sind entsprechende Sicherheiten zu stellen. Eine solche Clearingstelle hat marktstabilisierende Wirkung. Die EU-Kommission will bis Ende 2008 eine Roadmap für ihre Errichtung erarbeiten. Dies ist einer der wenigen Vorschläge, der direkt auf Ursachen der gegenwärtigen Finanzkrise einzugehen sucht.

## **Internationales**

#### *Internationaler Währungsfonds (IWF)*

Eine Aufwertung des Internationalen Währungsfonds steht an erster Stelle. Der Washingtoner Gipfel vom 15. November 2008 hat diese Idee aufgenommen (Reinforcing International Cooperation, Reforming International Financial Institutions). Doch ist dabei streng zu unterscheiden.

Von einer Funktion des IWF als Bankenaufsichtsbehörde ist dringend abzuraten. Solchen Vorstellungen von einem globalen Finanzmarktpolizisten scheint die französische Regierung anzuhängen. Der Sachverständigenrat spricht im-

merhin davon, für eine zu entwickelnde »Aufsicht über die größten international tätigen Finanzinstitute ... sei der IWF ... am ehesten geeignet« (vgl. Sachverständigenrat 2008b, Tz. 172, offenbar enger in Tz. 269).

- Eine solche Aufsicht durch eine in Washington D.C. belegene zentrale Behörde müsste angesichts deren Ferne vom lokalen Geschehen völlig ineffizient sein.
- Die durchaus unterschiedlichen Bankenmärkte und die ihnen zugeordneten nationalen Regulierungssysteme lassen sich nicht über einen Kamm scheren. Dies gilt namentlich für die Involvierung der jeweiligen Staaten in ihre Bankenordnung.
- Eine solche Aufsicht müsste sich in Richtung amerikanische Bankenaufsicht entwickeln (individuelle Institutsprüfung). Das wäre extrem teuer.

Weniger harsch ist ein Verdikt, wenn es um die Schaffung einer internationalen Plattform für die Ausarbeitung eines generellen Regelwerkes geht, eine verbesserte Kooperation zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden oder die Schaffung eines Kreditregisters oder einer Risiko-Weltkarte, wie das die Arbeitsgruppe um Otmar Issing vorgeschlagen hat (vgl. Issing 2008). Man mag darin Elemente eines Frühwarnsystems sehen. Dennoch überwiegen die Vorbehalte:

- Die Öffnung von Zuständigkeiten pflegt eine Eigendynamik zu entfalten, deren Ziel und Tempo kaum beherrschbar sind.
- Der IWF hat 187 Mitglieder. Es ist schwer vorstellbar, wie diese auf einen fruchtbaren, gemeinsamen Nenner gebracht werden können.
- Bislang wurde die Politik des IWF von den USA dominiert. In ihrem Kielwasser folgten die europäischen Staaten. Mit den USA als Hegemon könnte es zu Ende gehen. Mit der bequemen Lage der Europäer, die keine wirkliche Verantwortung tragen, wäre es dann vorbei, ohne dass sie selbst das entstehende Machtvakuum füllen könnten. Ein solches Dilemma vermeidet man besser.

Es gibt eine vorzugswürdige Option: Die internationale Kooperation sollte über die BIZ in Basel gestaltet werden. Das Forum für Finanzmarktstabilität (FSF), ein Arbeitskreis von Finanzministern, Notenbanken und Bankaufsichtsbehörden aus den G-7-Ländern, ließe sich dort integrieren.

### *Europäische Gemeinschaft*

Neben dem IWF richten sich viele Augen auf eine intensivierte Rolle der Europäischen Gemeinschaft in der Finanzmarktregulierung. Mit den Ursachen der gegenwärtigen Krise hat das nichts zu tun. Ein spezifisches Problem der EU war, dass ein Finanzinstitut einer Regulierung deshalb nicht

unterfiel, weil sich eine Aufsichtsbehörde in einem Mitgliedsland auf eine Aufsichtsbehörde in einem anderen Mitgliedsland verließ. Der Zusammenbruch des Banco Ambrosiano war der spektakuläre Fall. Doch das ist Jahrzehnte her und als Problem längst gelöst.

Grundlegend ist dagegen die Sinnsche Selektionsthese vom ruinösen Charakter des Wettbewerbs der Regulierungssysteme (vgl. Sinn 2003). Die Antwort darauf wäre dann eine Harmonisierung, u.a. im Rahmen der EU. Die intuitive Idee ist einfach: Wenn wir bestimmte Gegenstände dem Markt und damit dem Wettbewerb entziehen, sie vielmehr staatlicher Regulierung unterstellen, dann mache es keinen Sinn, diesen Wettbewerb durch die Hintertür über einen Wettbewerb der Regulierungssysteme wieder einzuführen. Das ist richtig auf der Prämisse eines benevolenten Staates. Wer dem Konzept eines Leviathan mehr abgewinnen kann, wird die Möglichkeit eines exit für segensreich halten. Etwa beim Wettbewerb der Steuersysteme, der bei den Special Purpose Vehicles seine Rolle gespielt hat, mag man einen begrenzenden Einfluss in Richtung Höhe und Struktur einer Besteuerung willkommen heißen.

Nicht erstrebenswert ist demgegenüber competition in laxity innerhalb der Bankenaufsicht. Auch das hatte bei den Special Purpose Vehicles eine Bedeutung. Doch muss man die Kirche im Dorf lassen. 50 Jahre EG belegen, dass es mit solcher competition in laxity nicht weit her ist. Dafür gibt es einen einleuchtenden Grund: Die Staaten, welche wesentlichere Bankenplätze beherbergen, haben selbst ein Interesse daran, die Stabilität von Finanzmärkten zu gewährleisten. Das schließt die Börsen mit ein. Spielräume, wie sie exotische Bankenplätze gewähren und wie sie von den Special Purpose Vehicles gesucht wurden, muss man im Auge behalten. Die Einbeziehung dieser SPVs in die Bankbilanzen, wie es Basel II vorsieht, ist ein Mittel dazu.

Die Unterdrückung des Regulierungswettbewerbs durch Harmonisierung der Regeln wäre demgegenüber gänzlich unverhältnismäßig.

Gegen eine Ausdehnung von EG-Kompetenzen sprechen zudem allgemeinere Erwägungen:

- Die rund 18 000 hochqualifizierten Beamten bei der Kommission in Brüssel, davon 6 200 im höheren Dienst, sind ständig auf der Suche nach anspruchsvoller Tätigkeit. Als edelste gilt die Rolle des Gesetzgebers. Dies löst einen strukturellen Trend zu einem ständigen Zuviel aus.
- Das gegenwärtige Demokratiedefizit auf der europäischen Ebene in dem Sinne, dass man einen missliebigen Entscheider nicht einfach abwählen kann, ließe sich nur in einer Bundesstaatsperspektive beseitigen. Ein politischer Wille in dieser Richtung ist nicht vorhanden.

- Im Laufe des Jahrhunderts wird es aufgrund der demographischen Entwicklung zum ersten Mal mehr Franzosen als Deutsche geben. Dies wird unvermeidlich zu einem deutschen Einflussverlust führen. Die Leichtigkeit, mit der sich gegenwärtig Ideen von einer europäischen Wirtschaftsregierung, von einer Wirtschaftspolitik aus einem Guss unter Einbeziehung der Geldpolitik der EZB, zurückweisen lassen, ist dann bedroht. Nationale Zuständigkeiten könnten sich als »sichere Häfen« erweisen.

In der Erklärung des Washingtoner Gipfels heißt es, alle Finanzmärkte, alle Produkte und alle Teilnehmer sollten reguliert werden oder einer Aufsicht unterworfen sein (vgl. Declaration 2008, Tz. 9). Ich hoffe, dies ist nur ein knackiger Politikerspruch ohne konkrete Folgen. Für weite Beurteilungsspielräume spricht die Einschränkung »as appropriate to their circumstances«. Wäre es anders, müssten in Zukunft Innovationen in der Finanzbranche erst den Zulassungstempel einer Behörde erhalten. Ein Alptraum!

## Literatur

- Bundesbank (2004), »Credit Default Swaps – Funktionen, Bedeutung und Informationsgehalt«, *Monatsbericht* (12), 43–58.
- Declaration (2008), *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2008/11/20081115-1.html>.
- Eggert, M. (2008), »Kommt ein zentrales Clearing?«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 12. November, B 11.
- Hummeler, K.H. (2008), »Die Wiedergeburt des Eigentums«, *Anlagekommentar*, 13. Oktober, 1–8.
- Issing, O. (2008), *New Financial Order. Recommendations by the Issing Committee*, 1–16.
- Möschel, W. (2008a), »Auch der Staat hat versagt«, *Neue Zürcher Zeitung*, 8./9. November, 15.
- Möschel, W. (2008b), »Finanzkrise und Marktwirtschaft«, *Wirtschaft und Wettbewerb* 58(12), 1283–1291.
- Projektgruppe des SPD-Parteivorstandes (2008), *Eine Neue Balance von Markt und Staat: Verkehrsregeln für die Internationalen Finanzmärkte*, Berlin.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008a), *Das deutsche Finanzsystem. Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*, Paderborn.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2008b), *Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken*, Jahresgutachten 2008/09, Paderborn.
- Sinn, H.-W. (2003), *The New Systems Competition*, Oxford 2003.
- Steinbrück (2008a), Zur Lage der Finanzmärkte, *Regierungserklärung am 25. September. 2008 im Deutschen Bundestag, BT-Plenarprotokoll 16/179, Stenographischer Bericht der 179. Sitzung*, 18968–18977.
- Steinbrück (2008b), »Die Lage ist noch schlechter geworden«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29. Oktober, 11.
- Zoellnick, R. (2008), »Finanzmarktreform mit Skalpell, nicht mit der Axt«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 20. November, 12.