

FRAGEN UND ANTWORTEN
ZUR FINANZ- UND
WIRTSCHAFTSKRISE



INHALT

7 | VORWORT

9 | 1. ÖKONOMISCHE UND ORDNUNGSPOLITISCHE GRUNDLAGEN

1.1. Hat die Soziale Marktwirtschaft versagt?.....	9
1.2. Werden die USA jetzt auch die Soziale Marktwirtschaft einführen?.....	11
1.3. Wurde im Zuge der Krise tatsächlich Geld bzw. Werte vernichtet?	12
1.4. Warum sind Banken so wichtig für die Wirtschaft?.....	13
1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für Banken?	15
1.6. Kann man die Finanzwirtschaft tatsächlich von der Realwirtschaft trennen?	16
1.7. Wäre die Krise auch entstanden, wenn wir noch die D-Mark hätten, oder hilft uns der Euro aus der Krise?.....	18

STAND: JUNI 2009

Das Symbol ► ist als Verweis auf die Begriffserklärung im Glossar zu verstehen. Das Glossar befindet sich auf den letzten Seiten dieser Publikation. Des Weiteren weist dieses Symbol auf themenverwandte und weiterführende Fragen hin.

19 | 2. KRISENURSACHEN UND VERANTWORTLICHKEITEN

2.1. Wo liegt der Ursprung der Finanzkrise?.....	19
2.2. Warum konnte sich die Krise global ausbreiten?.....	22
2.3. Warum hat im Vorfeld der Krise niemand die potenzielle Gefahr erkannt?	24
2.4. Inwieweit war die Politik bzw. der Staat für den Ausbruch der Finanzmarktkrise verantwortlich?	25
2.5. Liegt die Krisenursache in der „Gier“ der Finanzmanager?	27
2.6. Welche Rolle spielten die Ratingagenturen bei der Entstehung der Finanzkrise?	28

30 | 3. AUSWIRKUNGEN DER FINANZKRISE

3.1. Wie hoch sind die volkswirtschaftlichen Verluste, die durch die Krise verursacht wurden?	30
3.2. Warum sind die weiteren Auswirkungen der Krise so schwer absehbar?.....	32
3.3. Warum sind gerade Landesbanken so stark betroffen?.....	33
3.4. Können Staaten pleite gehen?	34
3.5. Wie stark sind die Schwellenländer von der Krise betroffen?	36
3.6. Wie stark sind die Entwicklungsländer von der Krise betroffen?	38
3.7. Droht die Europäische Währungsunion an der Krise zu zerbrechen?.....	39
3.8. Wie wird die weitere ökonomische Entwicklung in Deutschland aussehen?	41

Das Werk ist in allen seinen Teilen urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V. unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung in und Verarbeitung durch elektronische Systeme.

© 2009, Konrad-Adenauer-Stiftung e.V., Sankt Augustin/Berlin

Gestaltung: SWITSCH Kommunikationsdesign, Köln.
Druck: Druckerei Franz Paffenholz GmbH, Bornheim.
Printed in Germany.
Gedruckt mit finanzieller Unterstützung der Bundesrepublik Deutschland.

43| 4. KRISENBEWÄLTIGUNG UND KRISENMANAGEMENT

4.1. Warum musste der Staat in der Finanzkrise handeln?.....	43
4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?.....	44
4.3. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung ergriffen, um künftige Finanzkrisen zu verhindern?.....	46
4.4. Werden die Verantwortlichen der Krise zur Rechenschaft gezogen?	47
4.5. Warum wird über eine Enteignung der Hypo Real Estate (HRE) diskutiert?.....	50
4.6. Ist der Staat der bessere Banker?	51
4.7. Nimmt der Staat Einfluss auf Banken, die er mit staatlichen Hilfen bzw. Bürgschaften gerettet oder unterstützt hat?	52
4.8. Wie und wann kann sich der Staat aus den Banken wieder zurückziehen?.....	54
4.9. Woher nimmt der Staat das Geld zur Unterstützung der Banken bzw. Unternehmen?	54
4.10. Warum werden Banken bei den Hilfsaktionen anders behandelt als Unternehmen?.....	55
4.11. Warum trauen sich die Banken trotz Staatsgarantien untereinander immer noch nicht?.....	56
4.12. Wie wirksam sind die Konjunkturpakete, die die Bundesregierung beschlossen hat?.....	57
4.13. Kann eine Steuer auf Finanztransaktionen (wie z. B. die Tobin-Steuer) künftige Krisen vermeiden?	59
4.14. Sollte sich Deutschland vom globalen Finanzmarkt abschotten, um künftig nicht mehr in derartige Krisen verwickelt zu werden?	60

63| 5. NEUE FINANZMARKTARCHITEKTUR UND REGULIERUNGSBEDARF

5.1. Werden jetzt Frühwarnmechanismen entwickelt, die künftige Fehl- entwicklungen auf den Finanzmärkten besser vorhersehen können?	63
5.2. Wie kann die deutsche Bankenaufsicht verbessert werden?	64
5.3. Sollte die internationale Finanzmarktaufsicht harmonisiert werden?.....	66
5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?	68
5.5. Werden Ratingagenturen künftig strengeren Regeln unterstellt?.....	69
5.6. Müssen Führungskräfte für ihr Tun künftig stärker haften?	70
5.7. Werden Kreditverbriefungen jetzt verboten?.....	73
5.8. Ist sich die Politik auch der Gefahr einer „Überregulierung“ bewusst?.....	74
5.9. Wie sieht die zukünftige Bankenlandschaft aus?.....	75

77| 6. PERSPEKTIVEN DER UNTERNEHMER UND VERBRAUCHER

6.1. Was können Anleger aus der Finanzkrise lernen?	77
6.2. Ist Gold heute eine gute Geldanlage?	79
6.3. Warum bekommen Bankmanager Boni, wenn deren Finanzinstitut gleichzeitig Geld vom Staat beantragen muss?	79
6.4. Bekommen die Unternehmen noch ausreichend Kredite oder leiden sie unter einer „Kreditklemme“?	80
6.5. Gibt es eigentlich auch Unternehmen, die man als Gewinner der Finanzkrise bezeichnen kann?	82

84| GLOSSAR

Abschreibungen	84
Bad Bank.....	84
Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)	84
Basel II	85
Bilanzierungsregeln	85
Börsenumsatzsteuer.....	86
Eigenkapital	86
Forum für Finanzstabilität (FSF).....	86
Geldpolitik: restriktive bzw. expansive	87
Gewährträgerhaftung	87
G20-Staaten	87
Hedge-Fonds.....	88
Internationaler Währungsfonds (IWF).....	88
Leistungsbilanzdefizit/Leistungsbilanzüberschuss.....	88
Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD).....	89
Pfandbriefe	89
Ratingagenturen	89
Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)	90
Subprime-Hypotheken/Supprime-Segment	90
Toxische Wertpapiere	91
Verbriefte und strukturierte Wertpapiere.....	91
Zweckgesellschaften	92

93| ANSPRECHPARTNER IN DER KONRAD-ADENAUER-STIFTUNG

VORWORT

Noch ist nicht absehbar, wann die Finanz- und Wirtschaftskrise ein Ende finden wird. Die Folgen der globalen Auswirkungen sind noch längst nicht in ihrem vollen Ausmaß sichtbar. Auch die Ursachen der Krise und das fatale Zusammenwirken sehr unterschiedlicher Faktoren werden noch immer sehr kontrovers diskutiert. Nach aktuellen Umfragen befürchten die Bürgerinnen und Bürger allerdings zunehmend von den Auswirkungen dieser Krise persönlich betroffen zu sein.

Die politisch Verantwortlichen werden in diesen Zeiten mit einer Fülle von neuen Herausforderungen konfrontiert: Sie müssen nicht nur geeignete Maßnahmen finden, um die gegenwärtigen Krisensymptome zu mildern und eine drastische Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Zugleich ist die Politik gefragt, im Sinne einer erfolgreichen Prävention potentielle Auslöser künftiger Krisen einzudämmen. Aufgrund der enormen Dimension der Krise müssen für den Erhalt des freien Marktes oftmals ungewohnte und neue Wege beschritten werden. Umso schwerer verständlich ist die Situation für die Bürgerinnen und Bürger: Nicht immer ist sofort die Brücke sichtbar, die von der ergriffenen Maßnahme zur Krisenbewältigung geschlagen werden kann – und darüber hinaus zu den Grundlagen der Sozialen Marktwirtschaft. Die Ursachen der Krise, ihre Auswirkungen und die politischen Schlussfolgerungen müssen erklärt und nachvollziehbar gemacht werden.

Mit dem vorliegenden Fragenkatalog möchte die Konrad-Adenauer-Stiftung diese „Übersetzungsarbeit“ leisten und die komplexe Materie „Finanz- und Wirtschaftskrise“ in ihren vielen Facetten zugänglich und verständlich machen. Der Katalog bietet eine verständliche und umfassende Aufarbeitung der Ursachen, Verantwortlichkeiten und Handlungsoptionen für die Zukunft.

Die Publikation fasst den Stand der Dinge bis Ende Mai 2009 zusammen. Aufgrund der Schnelllebigkeit des Themas bieten wir Ihnen auf unserem Internetportal www.kas.de/soziale-marktwirtschaft eine ständige Aktualisierung. Wir laden Sie herzlich ein, alle Fortentwicklungen der „Fragen und Antworten zur Finanz- und Wirtschaftskrise“ dort zu verfolgen.

Berlin, im Juni 2009

Dr. Michael Borchard
Leiter der Hauptabteilung Politik und Beratung
der Konrad-Adenauer-Stiftung e.V.

1. ÖKONOMISCHE UND ORDNUNGS- POLITISCHE GRUNDLAGEN

1.1. HAT DIE SOZIALE MARKTWIRTSCHAFT VERSAGT?

Nein, es war nicht das Wirtschaftsmodell der Sozialen Marktwirtschaft, das versagt hat. Vielmehr führte die Missachtung ihrer grundlegenden Prinzipien in die Krise – daher bleibt ihre Vorbildfunktion unangetastet.

Die aktuelle Krise macht deutlich, dass eine marktwirtschaftliche Ordnung nicht ohne Regeln funktionieren kann. Das spezifisch deutsche Modell der Sozialen Marktwirtschaft sieht solche „Leitplanken“ explizit vor. Die Väter dieses Modells verwiesen auf diese unverzichtbaren Prinzipien, um die Effektivität einer Marktwirtschaft zu sichern. Vordenker wie Walter Eucken oder Alfred Müller-Armack stellten das Prinzip der Geldwertstabilität und der Haftung für unternehmerische Entscheidungen ins Zentrum einer stabilen, funktionsfähigen Wirtschaftsordnung. Ebenso sollten eine schlagkräftige Wettbewerbsbehörde und eine entschiedene Fusionskontrolle Machtkonzentration und den Einfluss von Partikularinteressen verhindern. Diese wichtigen Hinweise wurden in der Vergangenheit insbesondere auf der globalen Ebene nur unzureichend berücksichtigt.

Tatsächlich sind die heutigen Marktübertreibungen auch eine Folge verfehlter Politik von gestern. Es wurde gegen die ordnungspolitischen Prinzipien der Sozialen Marktwirtschaft verstoßen: In den USA versuchte man, die Konjunktur durch niedrige Zinsen und übermäßige Staatsverschuldung auf hohem Niveau zu halten und gab auch staatliche Anreize zur privaten Verschuldung. Darin lag eine Ursache der enormen Geldmengenausweitung. Geraten Geld- und Gütermenge in ein Missverhältnis, sind stabile Preise gefährdet. Es kam in den USA zwar nicht zu einer überbordenden Inflation, die immense Liquidität aber trug zu einer übermäßigen Aufblähung der Immobilienpreise bei.

Außerdem entledigten sich viele Banken ihres Kreditausfallrisikos und damit der Haftung für bestimmte Geschäfte, indem sie viele Kreditforderungen zusammenschnürten und am Markt verkauften (► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere*), ohne von der Aufsicht zu einem Selbstbehalt gezwungen zu werden. Die direkte Gläubiger-Schuldner-Beziehung wurde zu Lasten einer anonymen, intransparenten Haftungsstruktur aufgegeben, die sich letztlich als nicht tragfähig erwies. Zudem verschärfte der kaum kontrollierte globale Fusionsprozess wichtiger Banken die Konzentration in dieser Branche, mit der Folge, dass jetzt viele Banken als relevant für die Stabilität des gesamten Finanzsystems eingestuft werden (► *Frage 4.10. Warum werden Banken bei den Hilfsaktionen anders behandelt als Unternehmen?*).

Die jetzige Krise eröffnet also in zweierlei Hinsicht ein Zeitfenster: Es geht darum, die konzeptionellen Grundlagen der Sozialen Marktwirtschaft in Deutschland zu revitalisieren, und um das Bemühen, ihren Prinzipien auf globaler Ebene Gehör zu verschaffen.

Die große Stärke der Sozialen Marktwirtschaft bleibt unverändert: Sie versteht sich als eine auf den Menschen ausgerichtete Wirtschaftsordnung, die die Effektivität des marktwirtschaftlichen Mechanismus anerkennt, ihn aber durch klare, transparente Regeln umgrenzt und den sozialen Ausgleich nicht aus dem Auge verliert. Insbesondere unterstreicht die Soziale Marktwirtschaft die wertgebundenen Voraussetzungen funktionierender Märkte. Wenn es gelingt, diese Grundsätze auch international zu vermitteln, könnte die Soziale Marktwirtschaft gestärkt aus der Krise hervorgehen.

1.2. WERDEN DIE USA JETZT AUCH DIE SOZIALE MARKTWIRTSCHAFT EINFÜHREN?

Inwieweit Amerika sein Wirtschaftsmodell, das eher einer freien als einer Sozialen Marktwirtschaft gleicht, überdenken und ändern wird, bleibt abzuwarten. Im bisherigen amerikanischen System nimmt sich der Staat sehr weit zurück, überlässt Unternehmen und Markt große Handlungsspielräume und vertraut darauf, dass sich der Einzelne vor großen Lebensrisiken z. B. durch Versicherungen oder Ersparnisse zu einem großen Teil selbst schützt. Die Staats- und auch die Ausgabenquote sind niedrig. Dieses Grundverständnis hat die wirtschaftliche Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft begünstigt, gleichzeitig aber soziale Verwerfungen (als Folge struktureller Wandlungsprozesse) nicht verhindert.

Die Finanzkrise – einhergehend mit einem politischen Wandel durch den neuen Präsidenten – hat in den USA die Einsicht gestärkt, dass der Markt ohne Aufsicht außer Kontrolle gerät und dass ein Land nur dann auf Dauer nachhaltig wachsen kann, wenn es über ein leistungsfähiges System zur sozialen Sicherung verfügt. Dies sind Erkenntnisse, die auch im Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell der Sozialen Marktwirtschaft verankert sind.

Führende US-amerikanische Ökonomen (u.a. Kenneth Arrow, Robert M. Solow, Jagdish Bhagwati, Jeffrey Sachs) sprechen sich zudem für eine Stärkung der Gewerkschaften aus. Die verfassungsmäßige Verankerung von Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretungen ist elementarer Bestandteil der Sozialen Marktwirtschaft. Bemerkenswert ist, dass Barack Obama während seiner ersten Rede als US-Präsident von einer „neue[n] Ära der Verantwortung“ sprach und Werte des Wirtschaftens (Ehrlichkeit, Mut, Fairness) betonte. Auch diese Äußerung kommt einem Grundsatz der Sozialen Marktwirtschaft recht nahe: Eigentum verpflichtet, d. h. wer etwas besitzt, trägt auch stets die Verantwortung dafür.

Jedoch stehen nicht alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen der amerikanischen Regierung zur Krisenbewältigung im Einklang mit der Sozialen Marktwirtschaft. Ebenso wie die europäischen Staaten hat die US-Regierung eine Vielzahl von Programmen und Instrumenten entwickelt, um die drohende Welle an Insolvenzen und die damit verbundene Rezession abzuwenden. Besonders herauszuheben sind hier die umfangreichen Subventionen für die Automobilindustrie oder die Bevorzugung amerika-

nischer Produzenten bei geplanten Infrastrukturprojekten (durch die sogenannte „Buy American-Klausel“). Sie widersprechen fairen Wettbewerbsbedingungen wie sie die Soziale Marktwirtschaft fordert. Hinter diesem Krisenmanagement bleiben umfangreiche ordnungspolitische Reformen bislang zurück. Unklar bleibt auch, wie ein Rückzug des amerikanischen Staates aus seinem umfassenden Engagement für Banken und die Konjunktur nach der Krise aussehen wird.

Die amerikanische Regierung bewegt sich also nicht immer zielstrebig auf das Modell der Sozialen Marktwirtschaft zu. Werden die Erkenntnisse, die im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise gewonnen und mit der politischen Wende zunehmend betont werden, tatsächlich realisiert, so wird sich das US-amerikanische Wirtschaftsmodell ein Stück weit in Richtung Soziale Marktwirtschaft bewegen – vor allem bei Regulierungsfragen und in der Sozialpolitik. Trotz allem ist zu erwarten, dass die USA auch in Zukunft einen stärker marktorientierten Kurs fahren werden, verbunden mit einem gewissen Pragmatismus Instrumente, die nicht markt- bzw. ordnungspolitisch konform sind, stärker zu nutzen als beispielsweise Deutschland.

1.3. WURDE IM ZUGE DER KRISE TATSÄCHLICH GELD BZW. WERTE VERNICHTET?

Anders als bei tiefgreifenden Währungskrisen, ist es bei der aktuellen Finanzkrise nicht zu realer Geld- bzw. Wertvernichtung durch Hyperinflation gekommen. Vielmehr sind Vermögenswerte geschrumpft. Was bedeutet das? Während sich der Vermögensgegenstand (Häuser, Wertpapiere) im Zeitverlauf physisch nicht änderte, hat sich seine monetäre Bewertung (Preis als Ergebnis des Ausgleichs von Angebot und Nachfrage) am Markt geändert.

Insgesamt ergab sich diese Situation aus einer zu optimistischen Sichtweise von Finanzmarktteilnehmern und aus der großen Unsicherheit bezüglich der Werte, die hinter den sehr komplexen (im Nachhinein als toxisch bezeichneten) hypothekenbesicherten ► *strukturierten Wertpapieren* standen.

Inzwischen werden US-amerikanische Häuser nach vormalig immensen und überzogenen Preissteigerungen als weniger werthaltig angesehen. Auch die Preise der an sie gekoppelten Wertpapiere sind in der Folge

stark gesunken. Ein Teil des vormaligen Vermögensanstiegs, der während der Finanzmarktkrise „vernichtet“ wurde, war offenbar fiktiv. Es ist durchaus denkbar, dass sich die Einschätzungen für einige Vermögenswerte – dazu zählen neben Immobilien z. B. auch Aktien – wieder aufhellen. Ob der Vermögensgegenstand aber solange gehalten werden kann, oder ob es etwa zu Zwangsversteigerungen kommt, weil Kredite nicht mehr bedient werden können, wird vom Einzelfall abhängen. Verluste entstehen erst dann, wenn Werte unter dem Einstandspreis verkauft werden. Dann sind sie tatsächlich real.

1.4. WARUM SIND BANKEN SO WICHTIG FÜR DIE WIRTSCHAFT?

Grundsätzlich nehmen Banken in modernen Volkswirtschaften eine zentrale Stellung ein, da sie Geld von Sparern verwalten und es anderen Akteuren wie Unternehmen und Privatpersonen, deren eigene Mittel nicht ausreichen, als Kredit zur Verfügung stellen. In dieser Funktion tragen Banken ganz wesentlich zur Funktionsfähigkeit des volkswirtschaftlichen Kreislaufs bei. Banken dienen also gewissermaßen als Mittler zwischen denjenigen, die sparen und denjenigen, die investieren. Dabei führen sie vor allem drei zentrale Funktionen aus: die Transformation von Beträgen, von Risiken und von Fristen.

Bei der Betragstransformation (auch als Losgrößentransformation bezeichnet) schaffen Banken einen Ausgleich zwischen dem Angebot vieler relativ kleiner Spareinlagen – die vor allem von Privatleuten getätigt werden – und der Nachfrage nach großen Krediten, die vor allem von Unternehmen ausgeht. Bei der Risikotransformation bringt die Bank ferner die unterschiedliche Risikobereitschaft von Investoren (Kreditnehmern) und Sparern zusammen. Im Ergebnis muss das von den Sparern akzeptierte Risiko einer Anlage dem Ausfallrisiko einer Investition entsprechen.

Die Fristentransformation besteht darin, dass die Bank unterschiedliche Laufzeitinteressen der Schuldner (Unternehmen, der Staat oder Privatpersonen) und der Sparer in Einklang bringt. Kredite sind oft langfristiger Natur, während Sparer eine jederzeitige Verfügbarkeit ihres angelegten Kapitals zu schätzen wissen. Es ist nun Aufgabe der Bank, dafür zu sorgen, dass beide Parteien zufriedengestellt werden, ohne dass sie selbst in Zahlungsnöte gerät. Die „Goldene Bankregel“ besagt, dass kurzfristig

aufgenommenes Geld nur kurzfristig ausgeliehen werden darf, während langfristig aufgenommenes Kapital auch langfristig ausgeliehen werden darf. Sie ist aber aufgrund der unterschiedlichen Präferenzen von Anlegern und Sparern nicht immer praktikabel. Mittels Fristentransformation nehmen Banken kurz- oder mittelfristige Gelder auf und leihen diese als langfristige Beträge wieder aus. In der Finanzkrise hat die Nichteinhaltung dieser goldenen Regel allerdings zu Problemen geführt, wie z. B. der Fall der US-amerikanischen Investmentbank Bear Stearns zeigt: Aus Panik zogen Anleger über Nacht ihr kurzfristig angelegtes Geld ab, während die Bank langfristig vergebene Kredite nicht schnell genug zu Geld machen konnte.

Eine weitere wichtige volkswirtschaftliche Funktion von Banken liegt darin, dass sie ihre Kreditnehmer in der Regel aus eigenem Interesse (nämlich an einer Rückzahlung der Schuld) gründlich auswählen. So sorgen sie dafür, dass Ersparnisse in eine möglichst produktive Verwendung fließen und beeinflussen damit auch die Durchführung zukunfts-trächtiger Investitionen. Voraussetzung dafür ist, dass Banken für eventuelle Fehlentscheidungen haften müssen. Am US-amerikanischen Immobilienmarkt – als besonders eklatantes Beispiel – war diese wichtige Bedingung nicht gegeben: Die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac hatten nicht nur den Staat als Sicherheit im Rücken, auch reichten sie die Risiken ihrer Schuldner als verbriefte Kredite an Investitionsbanken weiter (► *Frage 2.4. Inwieweit war die Politik bzw. der Staat für den Ausbruch der Finanzmarktkrise verantwortlich?*).

Die Finanzkrise hat auch die Problematik der „Systemrelevanz“ von Banken hervorgebracht. Aufgrund ihrer Größe bzw. ihres Kundenkreises würden viele Banken durch eine Pleite enorme Verwerfungen auf dem (globalen) Finanzmarkt auslösen. Ihr Niedergang würde die volkswirtschaftliche Kreditversorgung und auch Ersparnisse und Altersvorsorgemaßnahmen weiter Bevölkerungsschichten gefährden. Als erschreckendes Beispiel für die Folgen einer Bankenpleite im großen Stil wird oft auf die amerikanische Investitionsbank Lehman Brothers verwiesen. Ihre Insolvenz gab der Reichweite der Finanzkrise einen großen Schub, auch Deutschland bekam das zu spüren. Um dies in Zukunft zu vermeiden, sind die Maßnahmen der Regierungen zur Bankenstabilisierung so wichtig (► *Frage 4.10. Warum werden Banken bei den Hilfsaktionen anders behandelt als Unternehmen?*).

Sie sind auch wichtig, um den sogenannten Interbankenmarkt wieder in Schwung zu bringen. Im Normalfall stellen sich Finanzinstitute – national wie international – gegenseitig Kredite zur Verfügung, vor allem um kurzfristige Finanzierungsengpässe zu überbrücken oder vorübergehende Überschüsse gegen eine Gebühr zu verleihen. Dieser Prozess ist im Zuge der Finanzkrise erheblich eingeschränkt worden, da ein großes Misstrauen gegenüber der Zahlungsfähigkeit anderer Banken herrschte und zum Teil weiterhin herrscht (► *Frage 4.11. Warum trauen sich die Banken trotz Staatsgarantien untereinander immer noch nicht?*).

1.5. WELCHE ROLLE SPIELT EIGENKAPITAL FÜR BANKEN?

Banken benötigen – wie jedes Unternehmen – eigenes Kapital, um überhaupt Bankgeschäfte betreiben zu dürfen. Benötigt wird dieses Eigenkapital, um potentielle Verluste, die durch einen Kreditausfall entstehen können, abzufedern, die Zahlungsfähigkeit aufrecht zu erhalten und als Geschäftspartner von anderen Banken anerkannt zu werden.

Analog zu Unternehmen sind auch Banken bestrebt, ihren Umsatz zu maximieren. Das tun sie, indem sie ihr Kreditgeschäft ausweiten, so dass dem einzelnen Kredit immer weniger Eigenkapital gegenübersteht. Mit der zunehmenden Ausweitung der Kredite (und der sinkenden Eigenkapitalquote) steigt aber auch das Risiko, die Forderungen der Gläubiger nicht mehr bedienen zu können und in Zahlungsnotstände zu geraten. Schlimmstenfalls führt das zur Bankinsolvenz.

Um das zu verhindern und sicherzustellen, dass Banken die Forderungen ihrer Kunden bedienen können, müssen sie bestimmte Mindestanforderungen an Eigenkapital erfüllen. In welcher Höhe eine Bank Eigenmittel mindestens vorhalten muss, hängt von den Risiken ab, die sie eingeht. Freilich kann nicht jeder Kredit in vollständiger Höhe durch Eigenkapital gedeckt sein. Vielmehr geht es eben darum, eine adäquate Mindestmenge zu definieren, so dass die Einlagen der Gläubiger nicht gefährdet werden. So schreibt das zweite Baseler Abkommen (► *Basel II*) den Banken vor, dass sie mindestens acht Prozent der mit Risiken behafteten Forderungen mit Eigenkapital unterlegen müssen. Die verbleibenden 92 Prozent können sie über Verbindlichkeiten (z. B. Einlagen von Sparern) finanzieren.

Die Finanzmarktkrise hat die Eigenkapitalausstattung von Banken maßgeblich beeinflusst. Der Grund: Große kapitalmarktorientierte Finanzinstitute sind gesetzlich verpflichtet, Wertpapiere zu ihrem Marktwert (und nicht z. B. zu ihrem Kaufwert) in der Bilanz zu führen (► *Bilanzierungsregeln*). In der aktuellen Krisensituation sank die Nachfrage nach vielen Wertpapieren – und damit auch ihr Marktwert – rapide ab, da große Unsicherheit über mögliche toxische Inhalte herrschte (► *toxische Wertpapiere*). In der Konsequenz verbuchten die Finanzinstitute hohe Wertminderungen in ihren Bilanzen und mussten hohe Beträge abschreiben (► *Abschreibungen*). Da Abschreibungen den Gewinn verkleinern oder es zu möglicherweise großen bilanziellen Verlusten kommt, werden die Rücklagen bzw. das Eigenkapital aufgezehrt, d. h., Banken müssen ihre Kreditvergabe entsprechend einschränken, um weiterhin der Mindestanforderung von Basel II gerecht werden zu können.

Da dies eine bevorstehende Rezession verstärken kann, wird auch von der „prozyklischen Wirkung“ von Basel II gesprochen. Analog zur Rezession wird in Boomphasen eine Ausweitung der Kredite möglich, die die Wirtschaft zusätzlich anheizt: Bei Kursgewinnen steigen Bilanzwert und gegebenenfalls auch das Eigenkapital – selbst dann, wenn es sich bei den Kursgewinnen um das Ergebnis einer Spekulationsblase handelt. Wie in der gegenwärtigen Krise sind die Banken aber gezwungen, nach Kursverlusten ihre Wertpapierbestände neu zu bewerten. Das wiederum kann ihr Eigenkapital mindern, so dass sie – wie oben beschrieben – ihre Kreditvergabe reduzieren müssen.

1.6. KANN MAN DIE FINANZWIRTSCHAFT TATSÄCHLICH VON DER REALWIRTSCHAFT TRENNEN?

Die Bezeichnung „Realwirtschaft“ impliziert, dass neben einer wirklichen – also einer realen – eine vermeintlich fiktive (Finanz-)Wirtschaft existiert. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive dienen die Begrifflichkeiten lediglich zur Unterscheidung zwischen Güterströmen und Geldströmen, wobei das Geld quasi als „Schleier“ über der realwirtschaftlichen Sphäre liegt. Die Unterscheidung ist ein analytisches Hilfsmittel. Beide Teilwirtschaften sind für den Wirtschaftskreislauf essentiell und real. Man kann sie innerhalb einer Marktwirtschaft nicht trennen. Wirtschaftsakteure (private Haushalte, der Staat und die Unternehmen) sind innerhalb dieses Kreislaufs anzusiedeln und auf beiden Märkten aktiv. Während Haushalte ihre Ersparnisse dem Finanzmarkt (bzw. Banken als Teil dieser

Finanzwelt) übertragen, fragen Unternehmen und Konsumenten Kredite zur Finanzierung von Investitionsgütern und Käufen von Gebrauchsgütern oder Immobilien nach. Auch der Staat leiht sich an den Finanzmärkten – wenn nötig – Geld. Damit bezieht sich die „dienende Funktion der Finanzmärkte“ auf die reibungslose Abwicklung von Geldgeschäften, hinter denen letztlich der Tausch von Gütern und Dienstleistungen steht. Die Finanzwirtschaft ist in ihren Grundfunktionen also keineswegs irreal oder unwirklich. Vielmehr ist sie Voraussetzung für ein reibungsloses Funktionieren der Güterproduktion.

Im Vorfeld der Krise gab es jedoch einige Entwicklungen, die die enge Verbindung von Finanz- und Realwirtschaft auf die Probe stellten. Irreal – im Sinne von losgelöst von der realen Gütersphäre – waren z. B. manche Finanztransaktionen, die vor allem im Zuge von Spekulationsgeschäften nur noch im Finanzsystem stattfanden und Rendite für die reichlich vorhandene Liquidität suchten. Irreal im Sinne von unrealistisch waren darüber hinaus Bewertungen mancher Vermögensgegenstände (z. B. von Häusern oder Wertpapieren) und vermeintlich weitgehend risikolose Renditeansprüche. Sie waren ein Mitauslöser der Krise.

Wenn in den Medien vom „Durchschlagen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft“ die Rede ist, bedeutet dies vereinfacht, dass die Finanzmärkte aufgrund der Finanzkrise ihre ursprüngliche Funktion innerhalb des Wirtschaftskreislaufs – d. h. Liquidität zur Verfügung zu stellen, Fristen zu transformieren und Risiken zu übernehmen und verteilen (► *Frage 1.4. Warum sind Banken so wichtig für die Wirtschaft?*) – derzeit nur noch unzureichend erfüllen, weil die Banken in ihrer Möglichkeit, Kredite zu vergeben, eingeschränkt sind (► *Frage 6.4. Bekommen die Unternehmen noch ausreichend Kredite oder leiden sie unter einer „Kreditklemme“?*). Das kann negative Konjunkturfolgen haben. So führt eine Kreditklemme über weniger Investitionen und Konsum zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der wiederum zur Freisetzung von Arbeitskräften führt. Da sich mit erhöhter Arbeitslosigkeit das verfügbare Einkommen verringert, geht der private Konsum weiter zurück. Das hat nochmals negativen Einfluss auf Produktion, Investitionen und Beschäftigung. Um aus diesem „Teufelskreis“ auszubrechen, verabschiedete die Bundesregierung zwei Konjunkturpakete.

1.7. WÄRE DIE KRISE AUCH ENTSTANDEN, WENN WIR NOCH DIE D-MARK HÄTTEN, ODER HILFT UNS DER EURO AUS DER KRISE?

Die gegenwärtige Krise hat nichts mit der Einführung der europäischen Gemeinschaftswährung zu tun. Ihr Ursprung liegt zu einem großen Teil in den USA, wenngleich auch in Europa Fehler gemacht wurden. Aus einer amerikanischen Immobilienkrise ist durch riskante grenzüberschreitende Geschäfte und fehlerhaft regulierte Finanzmärkte eine globale Finanzmarktkrise entstanden.

Um mit den Krisenerscheinungen fertig zu werden, mussten weltweit große Konjunkturpakete geschnürt und geldpolitische Maßnahmen (Leitzinssenkungen) – auch unter Inkaufnahme von Inflationsrisiken – getroffen werden. Die Verkettung von Ereignissen, und das ist ein historisches Novum in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte, trifft alle Wirtschaftsnationen gleichzeitig (wenn auch nicht gleich stark), da sie enger als je zuvor verflochten sind.

In dieser Situation zeigen sich für Deutschland viele Vorteile des gemeinsamen Euro-Währungsgebietes: In ähnlichen Krisen hat die D-Mark in der Vergangenheit häufig stark aufgewertet, weil sie Anlegern als „sicherer Hafen“ galt. Das hat die deutsche Exportindustrie immer wieder getroffen und ihre internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit auch in Europa verschlechtert. Das gemeinsame Zahlungsmittel schließt jetzt Währungsaufwertungen innerhalb der Eurozone vollständig aus.

Zudem schützt der gemeinsame Binnenmarkt tendenziell davor, dass europäische Staaten ihre Wirtschaft abschotten oder Absatzmärkte völlig „wegbrechen“. Die Europäische Kommission prüft mit einem scharfen Auge, ob nationalstaatliche Maßnahmen, die den Erhalt von Arbeitsplätzen bezwecken, mit den Nachbarländern abgestimmt werden und wirtschaftliche Probleme nicht auf Kosten anderer gelöst werden sollen.

Überdies leistet die Europäische Union zusammen mit dem ► *Internationalen Währungsfonds (IWF)* – an Auflagen geknüpfte – finanzielle Nothilfen, wenn einzelne Mitgliedsstaaten in Zahlungsschwierigkeiten geraten (beispielsweise an Ungarn, Lettland, Rumänien).

2. KRISENURSACHEN UND VERANTWORTLICHKEITEN

2.1. WO LIEGT DER URSPRUNG DER FINANZKRISE?

Die Finanzkrise ist das Ergebnis des Zusammenwirkens von Fehlentwicklungen in unterschiedlichen Bereichen. Ihren Ursprung nahm die Finanzkrise in einem recht kleinen Segment für riskante Kredite am US-amerikanischen Hypothekenmarkt (dem ► *Subprime-Segment*). Mit der staatlichen Förderung der Finanzierung von Eigenheimen – sogar für Käufer mit geringer Bonität – wurde der Grundstein für einen großen Immobilienboom gelegt. Immer mehr Amerikaner verwirklichten ihren Traum vom Eigenheim auf Kredit. Durch die größere Nachfrage nach Häusern stiegen die Immobilienpreise stetig an. Es herrschte die weitverbreitete Auffassung, der Wertzuwachs würde niemals enden. Folgt man dem Case-Shiller-Index, einem Indikator für die Immobilienpreisentwicklung, verdoppelte sich das Niveau der Häuserpreise in den USA allein im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2006. Der Boom am Immobilienmarkt lockte immer mehr Käufer an. Einige Hausbesitzer belasteten sogar ihre im Preis gestiegene Immobilie mit neuen Hypotheken, um weitere Objekte zu kaufen.

Zusätzlich spielte das Spekulationsmotiv eine Rolle, das darauf zielte, durch den Erwerb und späteren Verkauf einer

Immobilie, einen Gewinn zu erzielen. Die vermeintliche Sicherheit durch eine stetige Wertsteigerung der Immobilien veranlasste die Hypothekenbanken zunehmend, auch Kunden des ► *Subprime-Segments* mit Krediten zu bedienen. Abgeschlossene Hypotheken-Kreditverträge waren oft mit variablen Zinsen versehen, die am Anfang für eine bestimmte Zeit attraktiv niedrig ausfielen und später an das Niveau eines durchschnittlichen Marktzinses gekoppelt waren. Dieses Modell sollte zusätzlich Käufer anlocken. Da der Marktzins aber infolge einer ► *restriktiveren Geldpolitik* in den Jahren 2004 bis 2006 anstieg, wurde die Tilgungslast mit der Zeit deutlich höher. Insbesondere Schuldner aus dem Subprime-Bereich konnten ihre Verbindlichkeiten nicht mehr vollständig bedienen, so dass es zu Ausfällen bei der Kreditrückzahlung kam. Die Banken reagierten mit Zwangsversteigerungen der durch Hypotheken besicherten Häuser. Die Stimmung am Immobilienmarkt kippte, mehr und mehr Häuser standen zum Verkauf. Durch das Überangebot purzelten die Preise nach unten. Schuldner rutschten vermehrt in Zahlungsunfähigkeit, weil der Verkaufserlös ihrer Immobilie wegen des Preisverfalls nicht mehr zur Deckung der aufgenommenen Schulden ausreichte. Die Hypothekenbanken blieben auf ihren Kreditforderungen sitzen.

Diese Abwärtsspirale hat bis heute kein Ende gefunden. Die Immobilienpreise sind inzwischen ungefähr auf das Niveau des Jahres 2003 gefallen und werden vermutlich noch weiter sinken.

Die Verwerfungen am amerikanischen Immobilienmarkt entwickelten ihre tatsächliche Brisanz und Reichweite aber erst durch das Zusammenspiel mit anderen Ereignissen.

Die Zinspolitik der US-amerikanischen Zentralbank (*Federal Reserve Bank*) sorgte vor allem in den Jahren 2001 bis 2004 für billiges Geld und heizte damit die Suche nach renditeträchtigen Anlageformen an. Die überschüssige Liquidität wurde in ► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere* investiert, die aus den am Immobilienmarkt vergebenen Krediten geschaffen worden waren. Diese innovative Form der Finanzanlage sollte eine breite Streuung der Risiken bei Zahlungsausfällen sicherstellen und so das gesamte Risiko reduzieren. Als renditeträchtige Geldanlage wurden die verbrieften und strukturierten Wertpapiere von Investoren eifrig nachgefragt, so dass die Hypothekenbanken immer weitere Hypothekenkredite vergaben und diese wiederum an (auch internationale) Investoren verkauften. Aus diesem Grund bekamen nach Ausbruch der Krise auch Banken in Europa die Zahlungsausfälle US-amerikanischer Hypo-

thekenschuldner zu spüren (► *Frage 2.2. Warum konnte sich die Krise global ausbreiten?*).

Die Bedingungen, unter denen der Verkauf der Kredite (Kreditverbriefung) und die Umwandlung in renditeträchtige Anlageformen (Strukturierung) stattfanden, wiesen eine Reihe von Fehlanreizen und Regulierungslücken auf, die zu spät erkannt wurden und als erhebliche Mitverursacher der Krise gelten. Die Tatsache etwa, dass Hypothekenbanken Kreditforderungen überhaupt verkaufen durften, veranlasste sie zu Nachlässigkeit bei der Kontrolle der Zahlungsmoral der Schuldner (Haftungsproblem). Die Regulierungsbehörden hatten es versäumt, die Hypothekenbanken auf einen Selbstbehalt ihrer Forderungen zu verpflichten.

Auch die Bewertung dieser innovativen Finanzanlagen war problematisch: Die Ratingagenturen unterschätzten das Risiko der ► *verbrieften und strukturierten Subprime-Kredite*.

Eine weitere Regulierungslücke bestand darin, dass Finanzinstitute Geschäfte außerhalb ihrer Bilanzen tätigen konnten. Sie nutzten diesen Spielraum, um die bestehenden Mindestanforderungen an ► *Eigenkapital* zu umgehen. Das aber sollte gerade in Krisenzeiten als Risikopuffer dienen (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für Banken?*).

Die Reduzierung des Eigenkapitals hat die Anfälligkeit der Finanzinstitute erhöht und deshalb auch die Ausbreitung der Krise befördert.

Experten machen häufig auch makroökonomische Entwicklungen für die Krise mitverantwortlich. Vor allem zwischen China und den USA bildete sich ein wirtschaftliches Ungleichgewicht (► *Leistungsbilanzdefizit bzw. -überschuss*) heraus, das die Voraussetzungen nährte, die zum Ausbruch der Krise beitrugen. Zu nennen sind der niedrige Geldmarktzins und die überschüssige Liquidität, für die an den Vermögensmärkten nach Investitionsformen gesucht wurde. Die billigen chinesischen Importe sorgten in den USA für ein stabiles Preisniveau, so dass die *Federal Reserve Bank* sich in ihrer Niedrigzinspolitik bestärkt fühlte. Zugleich zeigte China sich als dankbarer Abnehmer amerikanischer Staatspapiere, die der Handelspartner als eine sichere Anlageform für seine Einnahmen aus dem Exportgeschäft bewertete. Den USA bot sich so die Möglichkeit, zu einem niedrigen Zins immer mehr Schulden aufzunehmen. So gelangte weitere Liquidität in den Markt.

2.2. WARUM KONNTE SICH DIE KRISE GLOBAL AUSBREITEN?

Die in den USA gewährten ausfallgefährdeten Hypothekenkredite des ► *Subprime-Segments* verblieben in der Regel nicht in den Bilanzen der Hypothekenbanken, aus denen sie ursprünglich stammten. Sie wurden verbrieft (handelbar gemacht) und vor allem von den US-amerikanischen Investmentbanken in ► *strukturierte Wertpapiere* umgewandelt. ► *Ratingagenturen* bescheinigten diesen neu geschaffenen Wertpapieren ein geringes Ausfallrisiko, so dass sie zu attraktiven Anlageformen wurden, die eine moderate, aber im Vergleich zu anderen sicheren Anlagen relativ hohe Verzinsung boten. Durch den Verkauf der Kredite als Wertpapiere konnten die Hypothekenbanken die Belastung ihrer Eigenkapitalbasis (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für Banken?*) vermindern und immer mehr Kredite vergeben.

Vor allem aber waren die Banken mit solchen Transaktionen aus der Haftung entlassen, da sie mögliche Verluste aus den sehr risikoreichen Subprime-Ausleihungen nicht selbst tragen mussten, sondern auf die Käufer der strukturierten Wertpapiere abwälzen konnten. Die Käufer dieser Wertpapiere waren – oftmals nach einer langen und kaum noch durchschaubaren Kette wiederholter Verbriefungen – andere Banken oder sogenannte außerbilanzielle ► *Zweckgesellschaften* von Banken (etwa der IKB in Deutschland). Diese Abnehmer kauften strukturierte Wertpapiere mit hoher Laufzeit und finanzierten diese Aktionen wiederum mit der Ausgabe von kurzfristigen Wertpapieren, was von vornherein ein gewisses Risiko mit sich brachte. Die längerfristig laufenden Wertpapiere sowie die Hilfszusagen der Mutterbanken (etwa der IKB) dienten den Zweckgesellschaften als Sicherheit.

Als am US-amerikanischen Hypothekenmarkt eine bedrohlich wachsende Zahl von Subprime-Schuldnern ihre Zahlungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen konnte, löste das einen Dominoeffekt aus: Die verbrieften Kredite, die als strukturierte Wertpapiere gehandelt wurden, verloren rapide an Wert, weil sie von den Zahlungsausfällen der Subprime-Schuldner betroffen waren, und wurden damit zu sogenannten ► *toxischen Wertpapieren*. Vor allem die großen US-Investmentbanken, die diese Wertpapiere teilweise in ihren Büchern behalten hatten, mussten hohe Abschreibungen vornehmen und am Ende ihr Geschäftsmodell völlig aufgeben.

Besonders schwer wurden die weltweit existierenden Zweckgesellschaften getroffen. Sie konnten sich nicht mehr durch die Ausgabe von kurzfristigen Wertpapieren refinanzieren, weil das Vertrauen in das undurchschaubare Verbriefungssystem stark sank. In dieser Notsituation mussten Hilfszusagen eingelöst werden, die etwa die deutsche IKB und andere Banken rund um die Welt ihren Zweckgesellschaften gegeben hatten. Vor allem durch solche Hilfs- und Stützungsmaßnahmen wurde die globale Bankenlandschaft tief in die Krise gezogen. Hinzu kam, dass die Banken sich auch untereinander kaum noch Kredite gaben, weil sie nicht wussten, wie groß die Probleme der jeweils anderen Institute tatsächlich waren. Mit dieser Verweigerungshaltung geriet der Blutkreislauf des Finanzsystems ins Stocken – und das weltweit.

Auch die Finanzmärkte der Schwellenländer wurden von der Krise heimgesucht, denn die Industrieländer zogen dort ihr Kapital ab, um es in „sichere Häfen“ zu bringen. Der massive Verkauf von Aktien durch Banken, ► *Hedge-Fonds* und andere Investoren drückte weltweit die Börsenkurse. In Verbindung mit fallenden Immobilienpreisen reduzierte sich dadurch das Vermögen vieler Privathaushalte, die daraufhin den Konsum einschränkten. Diese Zurückhaltung, wie auch der massive Rückgang der Exportnachfrage, hatten negative Folgen für Investitionen, Arbeitsplätze und Preise. Die enge Verflechtung von Finanzmärkten mit der sogenannten Realwirtschaft (► *Frage 1.6. Kann man die Finanzwirtschaft tatsächlich von der Realwirtschaft trennen?*) führte zu einer Wirtschaftskrise. Die Insolvenz von Finanzinstituten bzw. ihre vorsichtigen Restriktionen bei der Kreditvergabe betrafen und betreffen weiterhin Unternehmen und Verbraucher, die folglich ihre Geschäftstätigkeit und ihre Konsumausgaben reduzieren müssen. Deutschland als Exportnation leidet ganz besonders unter dem Rückgang der Nachfrage seiner Handelspartner.

Über die sinkende Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern trifft die Finanzkrise auch Staaten, deren Finanzinstitute gar nicht am Handel mit toxischen Finanzprodukten beteiligt waren, wie z. B. die Entwicklungsländer (► *Frage 3.6. Wie stark sind die Entwicklungsländer von der Krise betroffen?*).

2.3. WARUM HAT IM VORFELD DER KRISE NIEMAND DIE POTENZIELLE GEFAHR ERKANNT?

Die Finanz- und Wirtschaftskrise, die wir heute zu spüren bekommen, ist Ergebnis der Aneinanderreihung einer Vielzahl von Fehlentwicklungen. In der Riege der Ökonomen herrscht Uneinigkeit darüber, ob die Krise vorhersehbar war (und somit auch ihre Zunft versagt hat), oder ob das komplexe Geflecht im Vorfeld schlichtweg nicht zu durchblicken war.

Grundsätzlich ist es schwierig, vorab zu erkennen, ob starke und anhaltende Preissteigerungen von Vermögensgegenständen, wie z. B. Aktien oder Immobilien, tatsächlich gerechtfertigt sind – etwa durch steigende Knappheit bzw. einen Produktivitätsgewinn dank technischen Fortschritts – oder ob es sich um Spekulationsblasen handelt, die früher oder später platzen werden.

Auf den Finanzmärkten herrschte lange Zeit die Meinung vor, die innovativen Finanzinstrumente wie ► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere* würden durch eine breite Streuung insgesamt Risiken reduzieren. Zudem bestand blindes Vertrauen in neue Risikomodelle oder Versicherungsinstrumente, denen zugetraut wurde, die Risiken im Griff zu behalten.

Doch gab es durchaus Warnungen, etwa durch zwei internationale Wirtschaftsorganisationen, den ► *Internationalen Währungsfonds (IWF)* und vor allem die ► *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich*. Sie verwiesen – wenngleich mit zumeist nicht sehr dramatischen Tönen – etwa auf die Gefahr durch die großen globalen Ungleichgewichte (► *Leistungsbilanzdefizit bzw. -überschuss*) vor allem zwischen den USA und China (► *Frage 2.1. Wo liegt der Ursprung der Finanzkrise?*), die zu einer Krise führen könnten. Auch gab es Warnungen vor einer Überbewertung der Immobilienmärkte (auch in einigen europäischen Ländern) und einem möglicherweise drohenden Preisverfall.

Recht deutlich haben einige US-amerikanische Ökonomen wie Nouriel Roubini und Robert J. Shiller die Fehlentwicklungen am US-Amerikanischen Immobilienmarkt diagnostiziert. Sie wiesen auf das bevorstehende Platzen der Immobilienblase hin und warnten vor großen Verwerfungen.

Da es aber weitaus mehr optimistische Einschätzungen gab, setzten die wenigen warnenden Stimmen der Euphorie der Hauskäufer, Investment-

banken, ► *Hedge-Fonds* und ► *Zweckgesellschaften* kein Ende, zumal die Medien wenig Interesse an der Verbreitung dieser unliebsamen Vorstellung zeigten. Die Erfahrung zeigt, dass sich Menschen leicht durch die Verlockung scheinbar nicht enden wollender Boomphasen blenden lassen und Warnungen vorschnell in den Wind geschlagen werden.

Auch vor der diffusen Struktur und dem unbekannten Risiko der komplexen ► *Kreditverbriefung* wurde vereinzelt gewarnt, so durch den Vorstand der Deutschen Bundesbank und sogar durch die US-amerikanische Börsenaufsicht *SEC* oder durch interne Risikomanager von Finanzunternehmen. Angesichts der positiven Stimmung konnten sich diese „Warner“ mit ihren lange Zeit nicht eintreffenden Prophezeiungen kaum durchsetzen.

Letztlich hat die Krise erneut gezeigt, dass die ökonomische Theorie auf rationalen Verhaltensmustern basiert und in Erklärungsnotstand gerät, wenn menschliches Verhalten davon abweicht.

2.4. INWIEWEIT WAR DIE POLITIK BZW. DER STAAT FÜR DEN AUSBRUCH DER FINANZMARKTKRISE VERANTWORTLICH?

Die Krise hat viele Ursachen. Dazu gehört auch, dass wichtige Grundregeln der Sozialen Marktwirtschaft auf globaler Ebene fehlten. Auch politische Entscheidungen in Nationalstaaten haben dazu beigetragen, wie z. B. eine laxe Geldpolitik und die fehlgerichtete Kontrolle des Geschäftsgebarens der Banken (► *Frage 2.1. Wo liegt der Ursprung der Finanzkrise?*).

Die US-amerikanische Regierung verfolgte das Ziel der Eigenheimbildung, um die Menschen für künftige Krisenzeiten besser abzusichern. Unterstützt durch eine vielfältige staatliche Förderung bei der Immobilienfinanzierung, sollten sich auch ärmere Bevölkerungsschichten den Traum vom Eigenheim verwirklichen können. Die Hypothekenbanken Freddie Mac und Fannie Mae wurden in dieses Vorhaben eingespannt. Als staatsnahe Unternehmen genossen sie bestmögliche Bonität, da sie im Fall von Liquiditätsproblemen auf Kredite des US-Finanzministeriums zurückgreifen konnten. Folglich war es ihnen möglich, Hypothekenkredite mit einem sehr geringen Risikoaufschlag (Zins) zu vergeben. In dem Wissen, dass für mögliche Verluste im Endeffekt der Staat eintreten würde, vergaben

die Hypothekenbanken zunehmend auch Immobilienkredite an Schuldner mit niedriger Bonität. Demzufolge lag ein gravierendes Anreiz- und Haftungsproblem vor.

Die sozialpolitisch motivierte Initiative der Eigenheimförderung trug Früchte: Innerhalb weniger Jahre stieg die Anzahl der Hausbesitzer deutlich an. Die steigende Nachfrage nach Häusern zog höhere Preise nach sich, die wiederum Investoren lockten. Genährt wurden die Preisaufschläge auch durch die große Menge an Geld, die auf dem Markt verfügbar war. Die amerikanische Notenbank hatte als Reaktion auf das Platzen der sogenannten New Economy- oder Dotcom-Blase und auf die Terroranschläge vom 11. September 2001 die Leitzinsen auf einen historischen Tiefstand gesenkt, um die Wirtschaft mit billigem Geld zu versorgen und so den Geldkreislauf in Gang zu halten. Sie machte dabei den Fehler, die Zinsen im folgenden Aufschwung nicht schnell genug wieder zu erhöhen und beließ somit sehr viel Liquidität im Finanzsystem. Mit dieser Politik hat die Zentralbank als politischer (wenngleich weitgehend unabhängiger) Akteur einen Grundstein für die Expansion der Finanzmärkte gelegt. Die Vermögenspreise stiegen, sowohl auf den Immobilien- als auch auf den Aktienmärkten, Risiken wurde wenig Aufmerksamkeit geschenkt.

Falsche oder auch mangelnde Regulierungen und Aufsicht haben bei der Ausbreitung der Krise eine wichtige Rolle gespielt. Die Hypothekenbanken wurden nicht in die Haftung genommen, die ► *Ratingagenturen* wurden zu wenig beaufsichtigt, die Finanzaufsicht wurde teilweise stark geschwächt oder hatte zu wenig politische Unterstützung. Hinzu kam, dass die oft risikoreichen Geschäfte der Banken nicht ausreichend begrenzt wurden, sei es durch zu laxen Eigenkapitalvorschriften zur Risikovorsorge (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für die Banken?*) oder durch den mangelnden Bilanzierungszwang von Geschäften mit ► *Zweckgesellschaften*.

Den Boden dafür haben in Deutschland auch die bereits von der rot-grünen Bundesregierung beschlossenen Finanzmarktreformen bereitet. Man erhoffte sich von einer Deregulierung des Finanzmarktes und innovativen Finanzprodukten (► *verbrieft und strukturierte Wertpapiere*) bessere Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und insgesamt eine Modernisierung des *Wirtschaftsstandorts* (► *Frage 5.7. Werden Kreditverbriefungen jetzt verboten?*).

Hinzu kommt, dass eine schärfere Regulierung für viele Länder – auch wenn sie diese wünschten – kaum möglich war, weil sich die Regierungen in einem Dilemma befanden. Wenn sie ihre Finanzinstitute stärker gezügelt hätten, wären diese möglicherweise in Staaten mit geringerer Regulierung abgewandert – und mit ihnen Wertschöpfung und Arbeitsplätze. Insofern war auch die Strategie der USA, Großbritanniens und vieler Offshore-Finanzzentren, den Finanzmärkten weitgehend freien Lauf zu lassen, eine wichtige Mitursache für die mangelnde Regulierung in vielen anderen Staaten. Es hat also ein Standortwettbewerb mit Auswirkungen in die falsche Richtung stattgefunden. Aus ordnungspolitischer Sicht hätte hier eine supranationale Autorität eingreifen müssen, die es aber nicht gibt. Das unterstreicht die Notwendigkeit, Regeln der Sozialen Marktwirtschaft auch international umzusetzen.

2.5. LIEGT DIE KRISENURSACHE IN DER „GIER“ DER FINANZMANAGER?

Die Finanzkrise mit der „Gier“ der Finanzmanager zu erklären, liegt nahe. Die Aussicht auf hohe kurzfristig zu erzielende Renditen für die Bank oder das Unternehmen, das sie zu managen hatten – und hohe Bonusszahlungen für sich selbst – waren ein maßgeblicher Antrieb für den Handel mit ► *verbrieften Finanzprodukten*, der zur Verbreitung der ► *toxischen Papiere* beitrug. Die simple Erklärung durch das Motiv „Gier“ wird jedoch dem komplexen Sachverhalt nicht gerecht, und auch die Fokussierung des Vorwurfs auf „die Finanzmanager“ greift zu kurz: Letztlich waren nicht nur die Finanzmanager auf hohe Renditen aus, auch private Anleger sprangen auf die Vorstellung an, hohe Renditen mit niedrigem Risiko erzielen zu können.

Grundsätzlich ist ein renditeorientiertes Verhalten keineswegs moralisch verwerflich. Zum einen entspricht es der menschlichen Natur, das Mehr dem Weniger vorzuziehen. Gesamtgesellschaftlich ist eine solche Einstellung sogar eine wesentliche Triebfeder wirtschaftlichen Fortschritts und ein grundlegendes Element einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung. Dieses Modell hat die zentrale Aufgabe, Anreize so zu setzen, dass aus dem Verhalten der Marktteilnehmer kein Schaden für andere entsteht. Dafür sieht die Soziale Marktwirtschaft das Prinzip der Haftung vor. Wer große Risiken eingeht, muss auch für die möglicherweise schlimmen Folgen seiner „Gier“ haften. Und eben an dieser Stelle hat die Finanzkrise fatale Schwächen aufgedeckt: Die Vergütung von Finanzmanagern, Wertpapier-

händlern und Kreditmaklern war häufig in Form von Boni an kurzfristige Erfolge geknüpft, ohne die langfristige Konsequenz einer Verkaufsent-scheidung oder eines Geschäftsmodells ebenfalls in Rechnung zu stellen. Mit dieser Vergütungsmethode wurden die Verantwortlichen aus ihrer Haftung entlassen und der Sorgfaltspflicht enthoben, die Qualität der gehandelten Produkte zu hinterfragen bzw. die Geschäftsstrategie bei Fehlentwicklungen zu korrigieren (► *Frage 5.6. Müssen Führungskräfte für ihr Tun künftig stärker haften?*). Erschwert wurde die Bewertung des Risikos durch unzureichende Transparenz beim Handel mit Verbriefungen und innovativen Finanzprodukten (► *Frage 5.7. Werden Kreditverbriefungen jetzt verboten?*).

Weil die Wirtschaft – gerade im Sinne der Sozialen Marktwirtschaft – keine moralfreie Zone ist, kann eine blinde Orientierung an der Rendite kein nachhaltiges Geschäftsmodell begründen. Um marktwirtschaftliche Freiheit zum Wohle aller wirken zu lassen, sind neben staatlich vorgegebenen Regeln und richtig gesetzten Anreizen auch Moral und Verantwortung unerlässlich. Letztlich ist die Wirtschaft dazu da, dem Menschen zu dienen. Die Tatsache, dass einige Akteure im Zuge übertriebener Fixierung auf die Rendite wohlweislich Fehlentwicklungen in Kauf genommen und diese sogar vorangetrieben haben, macht sie mitverantwortlich – selbst wenn falsche Strukturen und Anreize ihr Verhalten begünstigt haben (► *Frage 1.1. Hat die Soziale Marktwirtschaft versagt?*).

2.6. WELCHE ROLLE SPIELTEN DIE RATINGAGENTUREN BEI DER ENTSTEHUNG DER FINANZKRISE?

Mängel und Schwachpunkte in der Tätigkeit der ► *Ratingagenturen* waren eine wichtige Ursache der Finanzkrise. Die Ratingagenturen unterschätzten das Risiko der ► *verbrieften und strukturierten Subprime-Kredite* und bescheinigten diesen Papieren eine sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeit. Die positiven Bewertungen lockten institutionelle und private Anleger, die sich eine hohe Rendite bei geringem Ausfallrisiko versprachen. Infolgedessen avancierten die später als ► *„toxisch“* bezeichneten Papiere zu einer beliebten Anlageform.

Das Versagen der Ratingagenturen wird oftmals mit einem mangelhaften Verständnis der komplexen Finanzprodukte erklärt. So wurden die tatsächliche Ausfallwahrscheinlichkeit und die Verteilung der Risiken, die in den verbrieften Subprime-Krediten steckten, falsch eingeschätzt.

Ein weiterer Vorwurf lautet, dass die Motivation für eine realistische Einschätzung des tatsächlichen Risikos der verbrieften und strukturierten Subprime-Kredite aufgrund der institutionellen Konstellation, gering gewesen sei. So waren die Ratingagenturen teilweise in beratender Funktion für Finanzinstitute zuständig, deren Produkte sie später bewerteten.

In Deutschland sind mit Standard & Poor's, Moody's, Fitch und Dominion Bond Rating Services insgesamt vier Ratingagenturen von der Bundesbank und der Bundesagentur für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aufsichtsrechtlich anerkannt. Sie agieren auf Basis eines im Jahr 2004 verabschiedeten und auf Selbstverpflichtung basierenden Verhaltenskodex der Wertpapieraufsehervereinigung IOSCO. Dieser soll die Qualität und die Integrität des Rating Prozesses sowie ihre Unabhängigkeit und die Vermeidung von Interessenkonflikten sicherstellen. Bereits vor der Finanzkrise hat sich herausgestellt, dass dieser Rahmen nicht ausreicht und weitere regulatorische Maßnahmen notwendig sind. Die führenden Ratingagenturen haben ein Diskussionspapier vorgelegt und den Verhaltenskodex um eine strikte Trennung von Analyse- und Beratungstätigkeit ergänzt. Vor allem die nach marktwirtschaftlichen Prinzipien falsch gesetzten Anreize bzw. Rahmenbedingungen der Nichthaftung für Folgen und der weitgehenden Befreiung von Sanktionen der Arbeitsergebnisse haben die Einsicht weiter verstärkt, dass eine öffentliche Aufsichtsstelle notwendig ist, die den Ratingprozess überprüft und ggf. Sanktionen aussprechen kann (► *Frage 5.5. Werden Ratingagenturen künftig strengeren Regeln unterstellt?*).

3. AUSWIRKUNGEN DER FINANZKRISE

3.1. WIE HOCH SIND DIE VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN VERLUSTE, DIE DURCH DIE KRISE VERURSACHT WURDEN?

Die negativen Auswirkungen der Krise auf die einzelnen Staaten und die gesamte Weltwirtschaft sind vielschichtig. Es ist deshalb schwierig, die Schäden der Krise in exakte Zahlen zu fassen.

Volkswirtschaftliche Verluste entstehen erstens durch die Abschreibungen der Banken, zweitens durch Werteinbußen bei Vermögensgegenständen wie Aktien und Immobilien und drittens durch die zu verzeichnenden Wachstumsrückgänge und Einkommenseinbußen. Viertens dürfen auch die Folgekosten der kreditfinanzierten staatlichen Rettungs- und Konjunkturprogramme nicht aus den Augen gelassen werden.

1. Der hohe Abschreibungsbedarf der Finanzunternehmen ist eine direkte Folge der Krise, da sie Wertverluste ihrer Aktiva bilanzieren müssen, auch wenn diese möglicherweise nur von temporärer Natur sind. Weil das Ende der Krise noch nicht erreicht ist, müssen die Schätzungen des weltweiten Abschreibungsbedarfs der Banken laufend angepasst werden. Während der ► *Internationale Währungsfonds (IWF)* noch im April 2008 von einem Abschreibungsbedarf der

Banken in Höhe von 945 Milliarden Dollar ausging, wurde dieser Wert im Oktober 2008 bereits auf 1,4 Billionen Dollar geschätzt und nochmals im Januar 2009 auf 2,2 Billionen Dollar nach oben korrigiert. Inzwischen wurde auch dieser Wert auf vier Billionen erhöht.

2. Die hohen Vermögensverluste resultieren z. B. aus sinkenden Hauspreisen oder fallenden Börsenkursen, beispielsweise weil Banken und ► *Hedge-Fonds* gezwungen waren, einen Teil ihrer Anlagen zu verkaufen, um liquide zu bleiben. Eine Studie der Asiatischen Entwicklungsbank vom März 2009 beziffert die durch die Finanzkrise ausgelöste weltweite Entwertung von Vermögensgegenständen auf insgesamt 50 Billionen Dollar (knapp 40 Billionen Euro). Diese Verluste bremsen Konsum und Investitionen und zwingen oftmals Finanzinvestoren zum weiteren Verkauf von Vermögensbeständen um zahlungsfähig zu bleiben. Die Verkäufe lassen die Preise erneut sinken und können damit zu zusätzlichen Vermögensverlusten führen.

3. Die Krise hat weltweit einen Rückgang der Wirtschaftskraft und damit des Lebensstandards ausgelöst. Der Internationale Währungsfonds schätzt, dass sich aufgrund der Krise weltweit die Wirtschaftsleistung um 4,7 Billionen Dollar verringern wird. Derzeit sind alle Wachstumsprognosen wegen des dynamischen Umfelds mit großer Unsicherheit behaftet. Die Bundesregierung geht für das Jahr 2009 von einem Rückgang des Wirtschaftswachstums um ca. sechs Prozent aus. Sogar die gesamte Weltwirtschaft dürfte zum ersten Mal in der Nachkriegszeit schrumpfen, nach jüngsten Schätzungen der ► *OECD* um knapp drei Prozent. Die Wachstumseinbußen schlagen sich auch in Arbeitsplatzverlusten nieder. Deutschlandweit könnte die Arbeitslosenzahl (von durchschnittlich 3,3 Millionen im Jahr 2008) wieder deutlich ansteigen.

Auch die öffentlichen Haushalte bekommen die Folgen der Krise zu spüren. In den kommenden vier Jahren wird der deutsche Staat schätzungsweise 316 Milliarden Euro weniger Steuern einnehmen als erwartet.

4. Volkswirtschaftliche Verluste entstehen aber nicht nur durch direkte Auswirkungen der Krise, denn auch staatliche Bankenrettungs- und Konjunkturprogramme verursachen Folgekosten – unabhängig von ihrer Notwendigkeit und ihrer Wirkung. Die Zunahme der Staatsverschuldung(en) wird mit hoher Wahrscheinlichkeit zu zukünftigen Einkommenseinbußen aufgrund höherer Besteuerung oder Inflation führen – in jedem

Fall aber zu einem deutlich verringerten politischen Handlungsspielraum. Ursprünglich sah die Finanz- und Haushaltsplanung des Bundes eine jährlich sinkende Neuverschuldung vor, die im Jahr 2012 zu einem ausgeglichenen Bundeshaushalt hätte führen sollen. Dies war auf die Konsolidierungsbemühungen der Bundesregierung in den vergangenen Jahren zurückzuführen. Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat diese Planungen durchkreuzt. So musste die Bundesregierung im Nachtragshaushalt 2009 die Neuverschuldung von 10,5 auf 47,6 Milliarden Euro erhöhen. Im Haushaltsplan 2010 ist anstelle der in der Finanzplanung noch vorgesehenen Neuverschuldung von sechs Milliarden jetzt eine Aufnahme neuer Schulden in Höhe von 86 Milliarden Euro eingeplant. Das Ziel eines ausgeglichenen Bundeshaushalts kann damit im Finanzplanungszeitraum bis 2013 nicht mehr erreicht werden.

3.2. WARUM SIND DIE WEITEREN AUSWIRKUNGEN DER KRISE SO SCHWER ABSEHBAR?

Jede Krise ist anders, daher sind die Lehren, die aus früheren Krisen gezogen wurden, nicht zwangsläufig übertragbar. Die heutige Krise ist das Ergebnis eines sehr komplexen Zusammentreffens verschiedenster Ursachen und Wirkungen. Diese zu verstehen, aufzudecken und darzustellen ist keine einfache Aufgabe. Noch immer fallen die Hauspreise in den USA, und noch immer geraten Schuldner in Zahlungsnöte, die weitere Abschreibungen bei den Gläubigern verursachen werden. Zudem ist es sehr schwer nachzuvollziehen, welche Banken noch ► *toxische Wertpapiere* besitzen und wie hoch die damit verbundenen Risiken noch sind. Da Banken auch weiterhin Vertrauensverluste fürchten und erst nach und nach zutage kommt, welche Papiere tatsächlich als „toxisch“ einzustufen sind, halten sie sich bei der Offenlegung der Verluste zurück.

Aber nicht nur die weiteren Entwicklungen im Finanzsektor sind schwer abzusehen: Auch die Konsequenzen der Krise für die Realwirtschaft (► *Frage 1.6. Kann man die Finanzwirtschaft tatsächlich von der Realwirtschaft trennen?*) sind schwer einzuschätzen. Abzuwarten bleibt beispielsweise, welche Wirkung die vielerorts verabschiedeten Konjunkturpakete entfalten (► *Frage 4.12. Wie wirksam sind die Konjunkturpakete, die die Bundesregierung beschlossen hat?*).

Zum einen besteht die Gefahr, dass staatliche Hilfen notwendige volkswirtschaftliche Restrukturierungsprozesse verhindern. Das ist vor allem dann der Fall, wenn sie wenig wettbewerbsfähige Unternehmen, die

eigentlich saniert werden müssten, „künstlich“ am Leben erhalten. Zum anderen führt die Verfolgung nationaler Interessen schnell zu Konflikten mit Handelspartnern und im schlimmsten Fall zum Einbruch der Exportmärkte, weil Handelspartner als Vergeltung zu ähnlichen Maßnahmen greifen, um ihre eigene Industrie zu stärken.

Darüber hinaus ist unklar, wie sehr die Finanzkrise noch weiter in die Realwirtschaft hineinwirkt. Hier spielt vor allem die Gefahr einer Kreditklemme eine zentrale Rolle, die eintritt, wenn Banken zur Sanierung ihrer Bilanzen die Kreditvergabe einschränken oder deutlich verteuern. In der Tat mehrten sich die Meldungen vor allem der Industrieunternehmen, die Probleme mit der Kreditversorgung haben. Die Bankenrettungspläne (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet um das Finanzsystem zu stabilisieren?*) sind dazu gedacht, dieses Problem zu vermindern. Jedoch ist unsicher, wie weit dies wirklich gelingt (► *Frage 6.4. Bekommen die Unternehmen noch ausreichend Kredite oder leiden sie unter einer „Kreditklemme“?*).

Auch ist schwer einzuschätzen, wann die sich selbst verstärkenden Krisenkräfte nachlassen. Dazu zählen vor allem die negativen Effekte einer Rezession.

3.3. WARUM SIND GERADE LANDESBANKEN SO STARK BETROFFEN?

Gemessen an ihrem Marktanteil waren sie besonders stark in den Handel mit riskanten strukturierten Produkten (► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere*) verwickelt und wurden daher von der Finanzmarktkrise vergleichsweise stark getroffen. Um die Gründe zu erläutern, muss zunächst ein Blick auf den Aufgabenbereich von Landesbanken geworfen werden:

Bei Landesbanken handelt es sich um öffentlich-rechtliche Gemeinschaftsbanken der Sparkassen und der Bundesländer. Sie dienen als Hausbanken der Sparkassen und verwalten Gelder, die diese nicht unmittelbar in Umlauf bringen. Zudem hatten die Landesbanken ursprünglich die Aufgabe, die Bundesländer bei ihrer Wirtschafts- und Strukturpolitik zu unterstützen. In dieser Funktion bedienten sie z. B. regional ansässige mittelständische Unternehmen mit Krediten, wenn diese für die Sparkassen zu umfangreich wurden.

Die sogenannte ► *Gewährträgerhaftung* – eine staatliche Einstandsgarantie im Falle der Zahlungsunfähigkeit – versetzte die Landesbanken in die Lage, am Kapitalmarkt zu guten Konditionen Geld aufnehmen zu können und dieses als zinsgünstige Kredite zu vergeben. Diese staatliche Garantie wurde im Zuge der Europäischen Finanzmarktintegration als ungerechtfertigter Vorteil bewertet und daher für Verbindlichkeiten, die ab dem Jahr 2005 eingegangen wurden, abgeschafft.

Landesbanken stehen seitdem auf einer Stufe mit den privaten Banken und müssen sich stärker auf eine Risiko-Rendite-Orientierung ausrichten. Ihre Verwicklung in riskante Geschäfte zeigt, dass ihnen die Suche nach einem tragfähigen Geschäftsmodell nicht immer gelungen ist. Hinzu kommt noch ein Anreiz- und Haftungsproblem: Wohl auch, weil man in den Führungsebenen der Landesbanken hoffte, dass bei Verlusten der Steuerzahler einspringen würde, ging man dort so hohe Risiken ein.

Ein weiterer Grund für die Verwicklung der Landesbanken in die Finanzkrise wird in der Struktur der Kontrollgremien (also der Verwaltungs- und Aufsichtsräte) gesehen. Laut der Landesbankgesetze und Landesbanksatzungen werden die Mitglieder der Verwaltungs- bzw. Aufsichtsräte von den Trägern respektive Eigentümern der Landesbanken (unter anderem Landesregierungen, Sparkassen) nach dem Verhältnis ihrer Anteile am Stammkapital entsandt. Da die Bundesländer einen Großteil des Stammkapitals zur Verfügung stellen, nehmen sie entscheidenden Einfluss auf die Besetzung dieser Kontrollgremien. Wenngleich in den Satzungen festgeschrieben ist, dass die Mitglieder dieser Gremien über fundierten Sachverstand für eine fachkundige Beurteilung und Kontrolle der am Finanzmarkt eingegangenen Risiken verfügen müssen, ist dies laut einer Studie (vgl. Thum/Hau, 2008, *Wie (in-)kompetent sind die Aufsichtsräte deutscher Banken?*) oft nicht der Fall. Oftmals werden die Sitze weniger nach fachlicher Eignung als vielmehr nach politischen Kriterien verteilt. Zudem sind die Mitglieder von Verwaltungs- und Aufsichtsräten oft nur ehrenamtlich tätig und nicht in der Lage, dieser Aufgabe viel Zeit zu widmen.

3.4. KÖNNEN STAATEN PLEITE GEHEN?

Auch ein Staat kann bankrott gehen, allerdings nicht wie ein Unternehmen durch Überschuldung. Denn Staaten können theoretisch ihr Besteuerungsmonopol nutzen und ihre Schulden durch die Anhebung von

Steuern zur Finanzierung nutzen. Zudem könnten sie Land oder andere staatliche Vermögensgüter verkaufen.

Da beides politisch schwer durchsetzbar ist, kann es zu einem selbst erklärten Quasi-Staatsbankrott kommen, wenn ein Land sich weigert, seine Schulden zu bedienen. Das war beispielsweise in Argentinien im Jahr 2002 der Fall.

Länder, die sich in eigener Währung verschulden, können einen Staatsbankrott in jedem Fall vermeiden, indem sie – bei uneingeschränktem Zugriffsrecht auf die Zentralbank eines Landes – zusätzliches Geld drucken, um ihre Schulden zu bedienen. Da dies die Inflation stark steigen lässt und so weitere Probleme nach sich ziehen würde, ist auch hier der Weg des selbst erklärten Quasi-Bankrotts möglich.

Daneben kann es auch – unfreiwillig – zu einer staatlichen Insolvenz kommen. Das ist der Fall, wenn sich ein Staat nicht mehr auf dem internationalen Finanzmarkt verschulden kann, weil die Staatsanleihen dieses Landes keine Abnehmer mehr finden. Dieser Fall tritt ein, wenn die Kreditwürdigkeit als gering eingeschätzt wird und erwartet wird, dass die Schulden nicht (vollständig und fristgemäß) zurückbezahlt werden können. Aufgrund dieses Ausschlusses vom internationalen Kapitalmarkt kann der Staat in Liquiditätsengpässe geraten und seine Ausgaben – sei es für Beamte oder für die Schuldenbedienung – nicht mehr bestreiten. Problematisch ist, dass es kein internationales Insolvenzrecht gibt und Anleger kaum eine Möglichkeit zur Zwangsvollstreckung gegen einen souveränen Staat haben. Im schlimmsten Fall werden ihre Anlagen wertlos.

In jüngster Zeit wird darüber spekuliert, ob auch einigen europäischen Ländern der Staatsbankrott drohen könnte. In der Europäischen Währungsunion betrifft das etwa Griechenland und Italien, die eine sehr hohe Staatsverschuldung von ca. 100 Prozent des Bruttoinlandsproduktes haben oder auch Irland, das in diesem Jahr ein öffentliches Budgetdefizit von weit über 10 Prozent aufweisen wird. Unter den Neu-Mitgliedern der EU mussten Ungarn, Rumänien und Lettland Finanzhilfen vom ► *Internationalen Währungsfonds (IWF)* und der Europäischen Union in Anspruch nehmen. Dahinter steht aber nur bei Ungarn eine recht hohe Staatsverschuldung. Problematisch bei diesen Ländern waren vor allem hohe ► *Leistungsbilanzdefizite*, deren Finanzierung durch das Ausland in

Gefahr geriet. Wären EU und IWF nicht zur Hilfe gekommen, hätte die Situation auch indirekt zu einer Staatsinsolvenz führen können, nämlich wenn die öffentliche Hand keine Abnehmer für ihre Staatsanleihen gefunden hätte.

Aufgrund der sinkenden Bonität – bzw. des sinkenden Vertrauens in die Bonität – dieser Länder fordern Gläubiger seit einigen Monaten eine immer höhere Entschädigung, wenn sie eben diesen Staaten Geld zur Verfügung stellen. Am Kapitalmarkt äußert sich diese Entwicklung in steigenden Zinsen auf Staatsanleihen der betroffenen Länder. Dieser Vertrauensverlust erhöht den Schuldendienst (also den Risikoaufschlag, den der Schuldner zahlen muss) und kann in einem Teufelskreis münden: Aus steigenden Zinsen resultiert eine höhere Belastung der Haushalte und – wegen der so steigenden Ausfallwahrscheinlichkeit – werden wiederum höhere Zinsen als Kompensation für das steigende Risiko verlangt. Damit erhöht sich auch die Gefahr eines (selbst erklärten) Quasi-Staatsbankrotts.

Allerdings gilt auch weiterhin, dass Staatsbankrotte derzeit nicht auf der Tagesordnung stehen, nicht zuletzt, weil die Europäische Union und andere internationale Institutionen den Krisenstaaten sehr wahrscheinlich finanziell unter die Arme greifen würden (► *Frage 3.7. Droht die Europäische Währungsunion an der Krise zu zerbrechen?*).

Trotz der hohen Staatsverschuldung ist Deutschland weit davon entfernt, zahlungsunfähig zu werden. Insgesamt bescheinigen ► *Ratingagenturen* dem deutschen Staat aufgrund seiner Leistungsfähigkeit eine sehr hohe Kreditwürdigkeit. Gläubiger sind daher bereit, der Bundesrepublik Geld zu leihen, also in deutsche Staatsanleihen zu investieren. Diese Form der Anlage erscheint gerade in Zeiten der Krise sicherer als andere Kapitalmarktanlagen („flight to quality“).

3.5. WIE STARK SIND DIE SCHWELLENLÄNDER VON DER KRISE BETROFFEN?

Zunächst hoffte man, Schwellenländer wie China, Indien, Brasilien, Russland oder Südafrika blieben von der Finanzkrise weitgehend verschont und würden sogar durch ihre Nachfrage nach Investitionsgütern helfen, die Industrieländer aus der Krise zu holen. Schließlich waren sie kaum direkt in die internationalen Finanzmärkte involviert und dementspre-

chend wenig am Handel strukturierter Finanzprodukte (► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere*) beteiligt. Schnell wurde jedoch klar, dass diese Betrachtung zu kurz greift. Die Schwellenländer sind inzwischen in vielfältiger Weise von der Krise betroffen, sei es über die Finanzmärkte oder über den internationalen Handel. In der Folge werden sich ihre hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre nach jüngsten Schätzungen der Weltbank und des ► *Internationalen Währungsfonds (IWF)* um rund zwei Drittel von gut sechs Prozent auf rund zwei Prozent im Durchschnitt vermindern.

Die Schwellenländer, vor allem jene mit begrenzten Währungsreserven, leiden stark unter dem Rückzug der internationalen Kapitalgeber. Das *Institute of International Finance* schätzt, dass die privaten Finanzströme in die Schwellenländer von knapp einer Billion US-Dollar im Jahr 2007 auf gut 150 Milliarden US-Dollar im Jahr 2009 zurückgehen werden. Dahinter steht zum einen, dass vor allem Banken Gelder aus den Schwellenländern abziehen, weil sie ihre knappen Mittel selbst zur Bereinigung ihrer Bilanzen benötigen. Auch Anleger sind aufgrund einer höheren Risikoscheu bestrebt, ihre Finanzmittel in sicherere Häfen zu bringen, z. B. in als sicher betrachtete Anlageformen wie Staatsanleihen von Deutschland oder den USA („flight to quality“). Zum anderen erschweren aber auch die Rettungsschirme und Konjunkturprogramme der Industrieländer, die über den Kapitalmarkt – sprich die Aufnahme neuer Schulden – finanziert werden, den Schwellenländern den Zugang zu internationalem Kapital. Denn schließlich konkurrieren sie am Kapitalmarkt mit den Industrieländern, deren steigende Verschuldung die Zinsen in die Höhe treiben könnte.

Eine weitere Folge der Kapitalverknappung ist, dass sowohl internationale als auch lokale Akteure ihre Investitionen in Schwellenländer zurückfahren und Geld für wichtige Bereiche wie den Ausbau der Transportinfrastruktur, der Bildung und der Sozialsysteme fehlt.

Auch über den Rückgang des internationalen Handels bekommen die Schwellenländer die Folgen der Krise zu spüren. Sie leiden unter dem massiven Nachfragerückgang in den Industrieländern (und auch in anderen Schwellenländern). Vor allem asiatische Länder wie China und Vietnam sind stark exportorientiert und daher in besonders hohem Maße betroffen. Fabrikschließungen und Massenentlassungen stehen dort bereits auf der Tagesordnung. Rohstoffreiche Länder wie Russland, Brasilien und Saudi Arabien leiden insbesondere unter dem Nachfragerückgang

und den immensen Preiseinbußen bei Energie und Rohstoffen, da sie zu einem hohen Maß auf die Exporterlöse von Erdöl und Erdgas, respektive Biokraftstoffe und Eisenerz, angewiesen sind.

Gerade in den Schwellenländern wird der Handel auch indirekt durch die Kapitalknappheit in Mitleidenschaft gezogen. Denn die Finanzmittel für Handelskredite, die ein wichtiges Instrument zur Unterstützung des Handels darstellen, sind knapp und daher teuer geworden.

Denkbar ist auch, dass die ohnehin schon umstrittenen Entwicklungshilfegelder für die Schwellenländer auf den Prüfstand kommen und gekürzt werden.

3.6. WIE STARK SIND DIE ENTWICKLUNGSLÄNDER VON DER KRISE BETROFFEN?

Auch die ärmeren Entwicklungsländer leiden unter den Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise, selbst wenn sie international weitaus weniger intensiv in die Weltwirtschaft verflochten sind als die Industrie- oder Schwellenländer (► *Frage 3.6. Wie stark sind die Schwellenländer von der Krise betroffen?*). Einige wenige Staaten, die es geschafft haben, sich etwas stärker in den globalen Handel und Kapitalverkehr einzuklinken, bekommen ähnliche Folgen wie die Schwellenländer zu spüren. Der Abzug von ausländischem Kapital und die zunehmende Skepsis der Gläubiger hat daher auch hier die Kreditversorgung deutlich erschwert und zudem zu rückläufigen Direktinvestitionen geführt. Wie die Schwellenländer müssen auch rohstoffreiche Entwicklungsländer, wie beispielsweise das Öl- und Diamanten exportierende Angola, mit dem Einbruch ihrer Exporterlöse rechnen. Wuchs die Wirtschaft im Jahr 2008 noch um über zwölf Prozent, so erwartet die OECD für das laufende Jahr 2009 ein Minus von über sieben Prozent.

Die meisten armen Entwicklungsländer sind aber vom globalen Kapitalmarkt weitgehend ausgeschlossen. Sie sind dagegen auf andere Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen, seien es Entwicklungshilfeszahlungen, Hilfskredite der Weltbank oder Überweisungen von Arbeitnehmern im Ausland (*Remittances*). Auf letztere sind vor allem die extrem armen Entwicklungsländer angewiesen, den Rückgang im Zuge der Krise werden sie daher deutlich zu spüren bekommen. Viele Schwellenländer, die ausländische Arbeitnehmer aus ärmeren Entwicklungsländern beschäftigen,

haben genau deren Arbeitsplätze in den letzten Monaten häufig als erste abgebaut.

Darüber hinaus wirkt die Lebensmittelkrise der letzten Jahre in vielen armen Entwicklungsländern noch nach und scheint sich zuletzt sogar wieder etwas verschärft zu haben. Das liegt an schlechten Ernten aber teilweise auch daran, dass Lebensmittelimporte durch die Verknappung von Handelskrediten erschwert werden.

Aufgrund des geringen Grades ihrer wirtschaftlichen Entwicklung sind viele arme Entwicklungsländer auf den Export eines oder weniger Rohstoffe energetischer, metallischer oder pflanzlicher Art angewiesen. Das macht sie extrem anfällig gegenüber den starken Preisschwankungen auf dem Weltmarkt. Wenngleich sie von den hohen Rohstoff- und Nahrungsmittelpreisen der vergangenen Jahre profitiert haben, sind sie jetzt dem massiven Preisverfall ausgeliefert. Für Länder, die insbesondere auf den Import von Rohöl angewiesen sind, kann die Krise allerdings auch eine gewisse Entlastung mit sich bringen.

Eine negative Wirkung für die Entwicklungsländer könnte ferner von einem Rückgang der globalen Entwicklungshilfegelder ausgehen. Erfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass globale Krisen oftmals zu Kürzungen geführt haben. Dies mag sich dieses Mal vielleicht vermeiden lassen, da im Rahmen der Versprechen des G8-Gipfels von Gleneagles im Jahr 2005 sowie in *den Millennium Development Goals* vorgesehen ist, die Entwicklungshilfe der Industrieländer aufzustocken. Hier gibt es zwar noch Divergenzen zwischen Ist und Soll, die Tendenz der Hilfszahlungen im Jahr 2008 zeigte aber klar nach oben.

Alles in allem ist aber damit zu rechnen, dass die Entwicklungsländer, und hier vor allem die ärmsten Bevölkerungsschichten, durch die vielfältigen Folgen der Finanzkrise sehr hart getroffen werden.

3.7. DROHT DIE EUROPÄISCHE WÄHRUNGSGEMEINSCHAFT AN DER KRISE ZU ZERBRECHEN?

Die Finanz- und Wirtschaftskrise stellt die Europäische Währungsunion (EWU) und den Euro vor die bislang größte Bewährungsprobe. Vor allem in Ländern wie Griechenland, Italien, Portugal und Spanien werden die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise durch wirtschaftliche Fehlentwicklungen verstärkt. Spanien und Irland leiden unter dem Platzen einer

eigenen Immobilienblase. Irland leidet zudem unter einer massiven Bankenkrise. All diese Staaten lebten in der Vergangenheit über ihre Verhältnisse, was ihre individuellen Probleme in der Krise verschärft und realwirtschaftliche Anpassungen bei Preisen und Löhnen unumgänglich macht. Diese Länder müssen für Kredite (Staatsschulden) nun höhere Zinsen zahlen, weil ihre Kreditwürdigkeit zunehmend angezweifelt wird.

Früher hätten jene Länder durch nationale Maßnahmen (wie eine Abwertung ihrer Währung oder eine Senkung ihrer Leitzinsen) darauf reagieren können und ihrer Wirtschaft damit wieder zu größerer Wettbewerbsfähigkeit verholfen. Im Verbund der Währungsunion ist dies aufgrund einer gemeinsamen Währungspolitik nicht mehr möglich. Eine striktere Einhaltung der Verschuldungsgrenze im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes der EWU-Länder hätte prinzipiell verhindern können, dass einzelne Länder nun in fiskalische Notlagen kommen, weil die Staatsfinanzen durch die tiefe Wirtschaftskrise und die nötigen Konjunkturpakete stark belastet werden. Die genannten Länder müssen in der Folge deutliche Zinsaufschläge auf ihre Staatsanleihen zahlen, weil Investoren das Risiko eines Zahlungsausfalls höher bewerten.

Insgesamt droht die Glaubwürdigkeit des Euro und das Vertrauen der Finanzmärkte Schaden zu nehmen. Daher haben auch Euroländer mit stabilen Staatsfinanzen ein Interesse daran, diese Herausforderung gemeinsam zu lösen. Hier bleibt wohl keine andere Möglichkeit, als die notleidenden EWU-Länder zu unterstützen. Die Europäischen Verträge sehen ein solches Verfahren prinzipiell nicht vor – ein Eurostaat darf grundsätzlich nicht für die Schulden eines anderen Staates einstehen („No-Bail-Out Klausel“).

Wenn in der Konsequenz jedoch ein Land zahlungsunfähig werden würde und der Staatsbankrott drohen sollte, so ist die EWU gezwungen zu handeln. Überbrückungskredite wären nach dem EG-Vertrag als Ausnahme mit Berufung auf die schwere Wirtschaftskrise denkbar. Mit derartigen Hilfen müssten aber strikte Reformbedingungen verknüpft werden, damit es wieder zu einer Gesundung der Volkswirtschaften und einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit kommt. In diesem Sinne ist es sicherlich angebracht, die wirtschaftspolitischen Kooperationsmechanismen der EWU-Länder zu überdenken und die Sanktionsmöglichkeiten gegenüber einzelnen Mitgliedsstaaten zu verbessern. Der Austritt schwächelnder Länder aus dem Währungsverbund scheint unrealistisch, zumal die Option eines

Austritts in den Gemeinschaftsverträgen bislang nicht vorgesehen ist. Die daraus resultierenden Probleme wären für die genannten Länder um ein Vielfaches höher: Es würde vermutlich zum Glaubwürdigkeits- und Vertrauensverlust in die Politik kommen, so dass sich keine Gläubiger mehr finden ließen und der Staatsbankrott drohen würde (► *Frage 3.4. Können Staaten pleite gehen?*). Hinzu kämen hohe Umstellungskosten zurück auf eine Einzelwährung.

3.8. WIE WIRD DIE WEITERE ÖKONOMISCHE ENTWICKLUNG IN DEUTSCHLAND AUSSEHEN?

Die weitere Entwicklung der Finanz- und Wirtschaftskrise ist nur schwer absehbar. Trotzdem versuchen Wirtschaftsforschungsinstitute und Experten zukünftige ökonomische Entwicklungen einzuschätzen. Allerdings sind derzeitige Prognosen mit erheblicher Unsicherheit behaftet, weil schon die Annahmen, auf die sich Vorhersagen stützen, sehr ungewiss sind. So lässt sich auch die Vielfalt der Analysen erklären, die zu einer recht großen Bandbreite der Prognosen führt.

Nicht zuletzt hängt die Entwicklung der Krise auch von den Stimmungen und Erwartungen der volkswirtschaftlichen Akteure ab. Schlechte Prognosen des Wirtschaftswachstums können zum Beispiel eine pessimistische Stimmung verstärken und so zu einer Verstärkung des tatsächlichen Rückgangs führen (sich selbst bestätigende Prophezeiungen).

Die Erfahrungen mit ökonomischen Abschwüngen lassen einige generelle Aussagen zum Arbeitsmarkt zu. Normalerweise wird bei sinkendem Wirtschaftswachstum das Potenzial einer Volkswirtschaft nicht mehr im vollen Umfang genutzt, so dass es zu einem zeitversetzten Anstieg der Arbeitslosenzahlen kommt. Das (erweiterte) Kurzarbeitergeld bewahrt derzeit noch etliche Arbeitnehmer vor der Arbeitslosigkeit. Gäbe es dieses Instrument nicht, wäre der Anstieg der Arbeitslosenzahlen drastischer ausgefallen. Allerdings ist der Zeitraum, der mit Kurzarbeit überbrückt werden kann, begrenzt. Selbst wenn ein Großteil der Unternehmen bestrebt ist, Fachkräfte zu halten, kann Kurzarbeit nur dann die Arbeitslosigkeit und somit die Kosten für die Allgemeinheit gering halten, wenn sich die Konjunktur schnell erholt. Momentan scheint ein weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit aber kaum abwendbar zu sein.

Die künftige Entwicklung der verflochtenen, deutschen Volkswirtschaft hängt auch von der Gesundung anderer Staaten ab. Gerade für Deutschland wird es als Exportnation wichtig sein, ob China und andere Schwellenländer wieder deutsche Investitionsgüter nachfragen. Dann könnte der massive Ausfuhrückgang zumindest teilweise wieder wettgemacht werden. Entscheidend wird auch sein, ob die weltweit geschnürten Konjunkturpakete so greifen, dass die Wirtschaft wieder an Boden gewinnt und ein sich selbst tragender Aufschwung entsteht. Die Voraussetzungen dafür wurden durch die Bundesregierung geschaffen, die bemüht ist, die Bankenlandschaft zu stabilisieren.

Inzwischen wurde mit dem Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung auch das Problem der Bewertung ► *toxischer Papiere* in den Bankbilanzen in Angriff genommen (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*). Ob diese wichtige Maßnahme tatsächlich erfolgreich sein wird, hängt davon ab, wie sehr Banken bereit sind, ihren Bedarf – und damit ihre prekäre Situation – offenzulegen und diese freiwillige Möglichkeit in Anspruch zu nehmen.

4. KRISENBEWÄLTIGUNG UND KRISENMANAGEMENT

4.1. WARUM MUSSTE DER STAAT IN DER FINANZ-KRISE HANDELN?

Wenn ein Zusammenbruch des Finanzsektors droht und staatliches Handeln dies verhindern kann, dann wäre ein Verzicht darauf unverantwortlich. Vertrauen in die Stabilität des Geldes und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts sind elementare Rahmenbedingungen für das Funktionieren der Wirtschaft – gewissermaßen ihr Blutkreislauf. Die Nothilfe des Staates zur Stabilisierung des Finanzsystems gehört zu den staatlichen Grundaufgaben, ähnlich wie er für die innere Sicherheit oder ein funktionierendes Rechtssystem zu sorgen hat.

Nach der Nothilfe sollte der Staat jedoch zügig wieder seine Funktion des Schiedsrichters (in Form der Finanzaufsicht) einnehmen und die Rolle des aktiven Spielers (als Banker, Eigentümer oder Bürge von Banken) verlassen. Im Vorfeld der Krise sind Staaten ihrer Rolle als Schiedsrichter nicht immer gerecht geworden: Es gab eine lückenhafte, international nicht ausreichend abgestimmte Regelsetzung oder eine laxe Regelauslegung. Bestimmte internationale Standards wurden in bestimmten Ländern nicht nachdrücklich umgesetzt (so z. B. ► *Basel II*). Dadurch geriet das Spiel aus den Fugen (► *Frage 2.4. Inwieweit war die Politik bzw. der Staat für den Ausbruch der Krise verantwortlich?*).

Als die Krise ihren Lauf nahm, konnte der Staat allein durch seine Schiedsrichterfunktion die Spieler nicht mehr zur fairen Fortsetzung bewegen. Er musste in das Spiel eingreifen und einzelne systemrelevante Banken retten (etwa die Hypo Real Estate), weil deren Konkurs das ganze Finanzsystem ins Wanken gebracht hätte. Ein weiterer Fall wie der Konkurs der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, der wie ein „Brandbeschleuniger“ in der Krise gewirkt hat, sollte vermieden werden.

4.2. WELCHE MASSNAHMEN HAT DIE BUNDESREGIERUNG KURZFRISTIG EINGELEITET, UM DAS FINANZSYSTEM ZU STABILISIEREN?

Kurzfristig hat die Bundesregierung eine Garantie für die privaten Spareinlagen der Bürger übernommen. Nach Schätzungen des Finanzministeriums belief sich die Summe der garantierten Spareinlagen auf 568 Milliarden Euro, schließt man Termin- und Girokonten ein sogar deutlich über eine Billion Euro. Mit dieser Garantie hat die Bundesregierung verhindert, dass die Bürger aus Panik vor Bankpleiten ihre Konten plündern.

Ferner hat sie durch die Verabschiedung des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes im Oktober 2008 eine „Notoperation“ durchgeführt, um den Patienten „Finanzmarkt“ vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Damit hat sich die Politik auch Zeit für international abgestimmte mittel- und langfristige Maßnahmen verschafft. Durch das Gesetz wurden drei Instrumente geschaffen, mittels derer der Staat die Finanzinstitute und das Finanzsystem vor dem Kollaps retten will. Die Umsetzung der Maßnahmen obliegt dem ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*.

Das wesentliche Instrument des SoFFin stellen staatliche Garantien dar, die in einer Gesamtsumme von 400 Milliarden Euro bereitgestellt werden. Finanzinstitute können diese Garantien (Bürgschaften) gegen eine marktgerechte Vergütung beantragen. Ziel der Garantien ist es, das Vertrauen der Banken untereinander wieder herzustellen, so dass sie wieder zur gegenseitigen Kreditgewährung (am sogenannten Interbankenmarkt) bereit sind, und der Zahlungsverkehr (der „Blutkreislauf“ des Finanzsystems) wieder einwandfrei funktioniert. Der Staat bürgt mittels des SoFFin dafür, dass Banken ihr an andere Banken entliehenes Geld zurückerhalten, sollte die andere Bank in Schwierigkeiten geraten. Bis Ende März 2009 haben ein halbes Dutzend Kreditinstitute diese Garantieleistungen

mit einem Volumen von rund 140 Milliarden Euro in Anspruch genommen. Weitere Anfragen liegen vor. Die höchste Einzelunterstützung des SoFFin hat die Hypo Real Estate mit 52 Milliarden Euro erhalten (Die Bundesbank hat ihr zudem Kreditgarantien in Höhe von 35 Milliarden Euro gewährt). Die Garantien äußern sich im öffentlichen Haushalt erst dann, wenn der SoFFin als Bürge oder Garant einspringen muss. Dies ist bisher noch nicht geschehen. Laut Gesetz wird mit einem Ausfall von maximal fünf Prozent der Gesamtsumme gerechnet, so dass im Haushalt des Bundesfinanzministers dafür 20 Milliarden Euro vorgesehen sind. Zwar erzielt der SoFFin unabhängig davon, ob der Garantiefall eintritt oder nicht, Einnahmen aus der fälligen Gebühr, die sich an einer marktgerechten Verzinsung und Gewinnmarge orientieren soll und für den Einzelfall festzulegen ist. Einen „Gewinn“ erzielt er aber erst dann wenn diese Einnahmen unterm Strich die Ausgaben für die Verwaltung und für tatsächlich eintretende Garantiefälle übersteigen werden.

Mit einem zweiten Instrument können Kreditinstitute auch Eigenkapitalhilfen (z. B. Aktien) oder die Übernahme sonstiger Bestandteile der Eigenmittel aus dem SoFFin beantragen (sogenannte Rekapitalisierung). Dafür sieht der Fonds maximal 80 Milliarden Euro vor, die bereits im Haushalt des Bundesfinanzministers im Jahr 2009 veranschlagt sind. Der Staat lässt sich diese Hilfen marktüblich verzinsen, das heißt, er erhält beispielsweise auf Aktien Dividenden oder andere Kapitalerträge. Damit soll die Eigenkapitalbasis der Banken gestärkt werden, die durch die Verluste der jüngeren Vergangenheit aufgezehrt wurde. Ohne ausreichendes Eigenkapital können Banken aber keine Kreditgeschäfte vornehmen (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für die Banken?*).

Das Gesetz sieht als drittes Instrument vor, dass der SoFFin auch sogenannte ► *toxische Wertpapiere* aufkaufen kann, mit dem Ziel, die risikanten und verlustreichen Papiere bis zum Ende ihrer Laufzeit aus den Bilanzen der Banken zu entfernen (sogenannte Risikoübernahme). Dafür bedient sich der SoFFin ebenfalls aus den veranschlagten 80 Milliarden Euro (siehe zweites Instrument). Ob die toxischen Papiere tatsächlich wertlos sind oder nicht, wird in der Regel erst bei Endfälligkeit dieser Wertpapiere klar sein. Bislang wurde dieses Instrument eher zurückhaltend in Anspruch genommen – obwohl ein hoher Bedarf vermutet wird. Daraufhin verabschiedete die Bundesregierung im Mai 2008 das Gesetz zur Fortentwicklung der Finanzmarktstabilisierung, das gewissermaßen das dritte Instrument der Risikoübernahme verstärkt. Banken haben nun

die Möglichkeit, Auffangbanken – sogenannte ► *Bad Banks* – einzurichten, die die toxischen Wertpapiere aufkaufen und bis zu ihrer Fälligkeit verwahren. Die Auslagerung soll in erster Linie den Eigenkapitalverzehr (► *Eigenkapital*) durch Abschreibungen bremsen und das gegenseitige Vertrauen der Finanzinstitute stärken. Im Tausch gegen die Schrottpapiere erhält die Bank von den Zweckgesellschaften gegen Zahlung einer Gebühr Schuldverschreibungen, die die Bankbilanz entlasten sollen. Der SoFFin bürgt über eine maximale Dauer von zwanzig Jahren für diese Papiere. Nimmt ein Finanzinstitut Hilfen des SoFFin in Anspruch, so behält sich dieser vor, Einfluss auf die Geschäftspolitik der entsprechenden Bank zu nehmen bzw. die Banken bis zu einem gewissen Grad für die zu erwartenden Verluste aus toxischen Papieren mithaften zu lassen (► *Frage 4.7. Nimmt der Staat Einfluss auf Banken, die er mit staatlichen Hilfen bzw. Bürgschaften gerettet oder unterstützt hat?*).

Auf längere Sicht kommt es aber nicht nur auf die kurzfristige Stabilisierung des Finanzsystems an, sondern vielmehr auf eine Anpassung der Spielregeln. Nur so kann verhindert werden, dass die Fehler, die den Grundstein für die Finanzkrise gelegt haben, sich wiederholen. Darüber verhandelt die Bundesregierung vor allem auf den internationalen Finanzgipfeln (November 2008 in Washington, April 2009 in London und September 2009 in Pittsburgh) mit den Regierungschefs der ► *G20 Staaten* (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*).

4.3. WELCHE MASSNAHMEN HAT DIE BUNDESREGIERUNG ERGRIFFEN, UM KÜNFTIGE FINANZKRISEN ZU VERHINDERN?

Grundsätzlich gilt, dass jede Finanzkrise anders verläuft, und eine Beseitigung der Ursachen der aktuellen Krise daher keine völlige Sicherheit vor künftigen Krisen bieten kann. Nichtsdestotrotz ist eine Behebung der bestehenden Defizite im Regelwerk fundamental, um das nachhaltige Funktionieren der Finanzmärkte gewährleisten zu können.

Die Bundesregierung versucht bereits jetzt, durch internationale Verhandlungen eine bessere Regulierung der Finanzmärkte auch global umzusetzen. Zentral dabei sind die Herstellung einer größeren Transparenz, die Beseitigung von Regulierungslücken und eine Verbesserung bei der internationalen Koordinierung der Finanzmarktaufsichten. Kein

Finanzinstitut, keine Bank, keine Versicherung oder Wertpapierhandelsfirma soll unbeaufsichtigt bleiben, das haben sich die Regierungschefs der ► *G20* zum Ziel gemacht. Damit streben sie die Austrocknung sogenannter Steueroasen oder Offshore-Finanzzentren an, in denen besonders laxen Regeln gelten. Auch wurde die Notwendigkeit nachvollziehbarer Haftungsregelungen erkannt, die sicherstellen, dass Banken bei ihren Geschäften ein angemessenes Risiko tragen. In diesem Zusammenhang sind die Vorschriften zur Eigenkapitalausstattung der Banken auszubauen, Liquiditätsrisiken stärker zu berücksichtigen, Liquiditätspuffer zu schaffen, Stresstests zu optimieren und die Aufsicht besser einzubeziehen. All diese Maßnahmen sollen zu mehr Vorsicht bewegen, wozu sie aber zunächst in den Gesetzgebungsprozess eingespeist werden müssen. Zudem sollen die ► *Ratingagenturen* in Zukunft einer funktionierenden Aufsicht unterliegen (► *Frage 2.6. Welche Rolle spielten die Ratingagenturen in der Entstehung der Finanzkrise?*). Ebenso besteht ein Konsens über die Notwendigkeit einer Neuorientierung der Vergütungssysteme der Banken: Künftig soll mehr Wert auf den nachhaltigen Geschäftserfolg gelegt werden. Bonuszahlungen werden das *langfristige* Interesse der Aktionäre und auch der Kunden stärker als bisher berücksichtigen (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*).

Diese international abgestimmten Initiativen werden derzeit von der Bundesregierung für den nationalen Rahmen konkretisiert und in Gesetzesinitiativen gegossen. Neben neuen Bestimmungen zur Vergütung von Unternehmensvorständen diskutiert der Deutsche Bundestag über die Verbesserung des Anlegerschutzes und die Stärkung der Finanzmarkt- und Versicherungsaufsicht.

4.4. WERDEN DIE VERANTWORTLICHEN DER KRISE ZUR RECHENSCHAFT GEZOGEN?

Für das Funktionieren des Finanzmarktes, wie für die Marktwirtschaft an sich, trägt der Staat eine große Verantwortung, nicht nur der Marktteilnehmer. Die Krise ist letztlich durch das Ineinandergreifen einer Vielzahl von Faktoren und sich gegenseitig verstärkender Ereignisse verursacht worden – durch fehlende Regeln (falsch gesetzte Anreize, mangelnde Regulierung), wie auch durch Fehlentscheidungen der Marktteilnehmer (Übermaß, Herdentrieb), falsche Risikobewertung (► *Frage 2.1. Wo liegt der Ursprung der Finanzkrise?* sowie ► *Frage 2.4. Inwieweit war die*

Politik bzw. der Staat für den Ausbruch der Krise verantwortlich?). Daher ist es auch kaum möglich, Einzelne für die Krise verantwortlich zu machen und zur Rechenschaft zu ziehen. Zur Rechenschaft können einzelne Akteure nur dann gezogen werden, wenn sie auf individueller Ebene schuldhaft gehandelt und ihr Verhalten im Zuge der Krise zu einem Schaden für andere geführt hat.

Es ist viel davon zu hören, dass Finanzmarktakteure wie die Banken und ihre Manager durch riskante Geschäfte zwar den ökonomischen Schaden verursacht hätten (► *Frage 2.5. Liegt die Krisenursache in der Gier der Finanzmanager?*), diesen durch die staatliche Rettung des Finanzmarktes mit Steuergeldern aber jetzt der Allgemeinheit aufbürden würden. In der Tat wird im Ergebnis ein Teil der Rechenschaft von den Banken auf die Allgemeinheit abgewälzt. Da die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte aber im Interesse der Allgemeinheit liegt, profitiert letztlich jeder Bürger von diesen Maßnahmen.

Insgesamt sind in Folge der Krise aber auch Entwicklungen zu beobachten, die für die verschiedenen beteiligten Gruppen (Staat, Finanzmarktakteure und Anleger) mit Konsequenzen verbunden sind.

1. Die Finanzmarktakteure werden zumindest teilweise im Nachhinein für ihre Fehler zur Rechenschaft gezogen, indem sie die Folgen der Krise unmittelbar am eigenen Leib zu spüren bekommen. Banken mussten erhebliche Wertberichtigungen hinnehmen, die ihre Eigenkapitalbasis und damit ihren Spielraum, Geschäfte zu tätigen, erheblich reduziert haben (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für die Banken?*). Auch Investmentbanken und ► *Hedge-Fonds* erlitten dadurch starke Vermögensverluste. Für Bankmanager ergeben sich durch die erfolgsabhängigen Vergütungsbestandteile in verlustreichen Geschäftsjahren (Bonizahlungen) Einkommenseinbußen – auch wenn einzelne, öffentlich diskutierte Fälle daran zweifeln lassen. Zudem hat mancher Bankmanager, bis in die höheren Ebenen, im Zuge der Krise seinen Arbeitsplatz verloren – und das nicht immer mit so hohen Abfindungen wie einige Topmanager sie nach ihrem Abgang in fragwürdiger Weise erhalten haben.

Weitere Abstrafungen sind möglich, wenngleich unwahrscheinlich: Haben Banken (Berater) ihre Kunden schlecht beraten und beispielsweise Risiken von Finanzprodukten bewusst verschleiert, so sind sie den Kunden

zum Ersatz des Schadens verpflichtet. Im Einzelfall wird der Nachweis aber schwer zu führen sein. Auch die Vorstandsebene von Banken, die mit dem Tagesgeschäft nichts zu tun hat, kann zur Rechenschaft gezogen werden. Sie hat gegenüber den Aktionären zu garantieren, dass die Bank keine unkalkulierbaren Risiken eingeht. Haben hier Sorgfaltspflichtverletzungen vorgelegen, so sind die Vorstände der Bank und damit den Aktionären schadensersatzpflichtig (► *Frage 5.6. Müssen Führungskräfte für ihr Tun künftig stärker haften?*).

Haben Vorstände darüber hinaus dazu beigetragen, dass die Bank ihre Kunden bewusst im Unklaren über besondere Risiken gelassen hat, so stellt sich strafrechtlich auch die Frage nach Betrug oder Untreue und nach einer Kündigung und Entlassung der Manager ohne Abfindung. Voraussetzung dafür ist eine Klage. Auch die Aufsichts- oder Verwaltungsräte von Banken, die die Vorstände zu beaufsichtigen haben, können für ihre Fehler haftbar gemacht werden. Dazu müsste von der Bank aber der Nachweis erbracht werden, dass die Aufsichtsräte bei entsprechender Sorgfalt bestimmte riskante Geschäfte hätten verhindern können. Wenn sie dies nicht getan haben, sind sie der Bank gegenüber schadensersatzpflichtig. Problematisch ist hier, dass die Vorstände, die häufig eine Mitschuld tragen, diese Klagen führen müssten.

2. Für die staatlich-regulatorischen Akteure, die die Entstehung der Krise begünstigt haben (► *Frage 2.4. Inwieweit war die Politik bzw. der Staat für den Ausbruch der Finanzmarktkrise verantwortlich?*), ist die unmittelbare Verantwortung schwer nachvollziehbar. Eine direkte Abstrafung einzelner Akteure ist daher nicht möglich. Man könnte aber z. B. eine politische Konsequenz im Ergebnis der jüngsten Präsidentschaftswahlen in den USA sehen – immerhin wurde die Bush-Regierung abgewählt, wenn auch sicherlich nicht allein aufgrund der Finanzkrise. Außerdem ist auch auf internationaler Ebene ein Mentalitätswechsel zu beobachten, der vor allem in einer deutlich erhöhten Bereitschaft für international abgestimmte Initiativen im Bereich der Finanzmarktregulierung zum Ausdruck kommt.

3. Auch wenn die Mitverantwortung der einzelnen Anleger oft vernachlässigt wird, waren sie an den Exzessen am Finanzmarkt dort nicht unbeteiligt, wo sie bewusst hohe Risiken eingingen. Anleger und Kunden haften nun in Form von Vermögensverlusten. Hohe Renditen spiegeln hohe Risiken wider, auf die sich jeder Kunde einstellen muss, wenn er

riskante Finanzprodukte kauft. Allerdings sind Banken und auch der Staat (durch Verbraucherschutz- und Transparenzregelungen – TÜV für Finanzprodukte) in der Pflicht, den Kunden mit guten und nachvollziehbaren Informationen zu versorgen, so dass er diese Entscheidung auch treffen kann (► *Frage 6.1. Was können Anleger aus der Finanzkrise lernen?*)

4.5. WARUM WIRD ÜBER EINE ENTEIGNUNG DER HYPO REAL ESTATE (HRE) DISKUTIERT?

Die Schieflage der HRE wird von den meisten Experten als systemrelevanter Notfall betrachtet, einen ungeordneten Zusammenbruch gilt es tunlichst zu verhindern. Mit einer Bilanzsumme von 400 Milliarden Euro ist die Bedeutung der Bank enorm. Das gilt insbesondere für den deutschen Pfandbriefmarkt (► *Pfandbriefe*), immerhin gibt sie mit einem Emissionsvolumen von über 45 Milliarden Euro knapp fünf Prozent der deutschen Pfandbriefe heraus (► *Frage 4.10. Warum werden Banken bei den Hilfsaktionen anders behandelt als Unternehmen?*). Ein Kollaps hätte vermutlich vergleichbare Folgen wie der Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, der die Ausbreitung der Krise erheblich beschleunigt hat. Deshalb hat der Staat bei der HRE bisher mit Garantien und Krediten in Höhe von 87 Milliarden Euro eingegriffen (mittels SoFFin und der Deutschen Bundesbank). Aufgrund dieser enormen Garantiesumme – die fast ein Viertel des gesamten Bürgschaftsvolumens des SoFFin ausmacht – stünde es dem Staat zu, über die Geschäftspolitik mit zu entscheiden (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*).

Um die rechtlichen Voraussetzungen dafür zu schaffen, hat die Bundesregierung im März 2009 ein Gesetz auf den Weg gebracht, dass die aktienrechtliche Übernahme von Banken in drei Phasen ermöglicht (Rettungsübernahmegesetz). Beim Scheitern einer Übernahme, d. h. wenn Aktionäre eine Übernahme mehrheitlich ablehnen oder sie mit anderen rechtlichen Mitteln verhindern, ist als letztes Mittel auch die Enteignung der Aktionäre möglich (Phase 3). Weil dies ein weitreichender Eingriff in die wirtschaftliche und rechtliche Grundordnung ist, kann das Enteignungsverfahren durch den Bund nur vorübergehend, d. h. bis zum 30. Juni 2010 eingeleitet werden. Im Fall der Enteignung ist den enteigneten Aktionären eine angemessene Entschädigung zu leisten. Wird die verstaatlichte Bank wieder in den Privatbesitz zurückgeführt, so erhalten die Aktionäre für die Anteile ein Vorzugsrecht.

Vor dem Enteignungsverfahren ist aber zu prüfen, ob nicht mit milderen Mitteln eine Kontrollmehrheit des Staates zu erreichen ist. Der Bund hatte sich in einer Hauptversammlung Anfang Juni durch eine Kapitalerhöhung die Mehrheit der Anteile (90 %) an der HRE gesichert, womit die „ultima ratio“, d. h. die Enteignung der Aktionäre nicht durchgeführt werden musste. Kritisiert wurde, dass das Rettungsübernahmegesetz vornehmlich auf den angeschlagenen Immobilienfinanzierer HRE zugeschnitten wurde und damit über eine abstrakt-generelle Rechtsnorm hinausgeht.

Generell müssen sich staatliche Interventionen, die private Verfügungsrechte infrage stellen, am Grundsatz der Verhältnismäßigkeit orientieren, da sie sonst mit der Eigentumsgarantie im Grundgesetz (Artikel 14) in Konflikt geraten. Umstritten ist, ob nicht schon das Kreditwesengesetz (KWG) Instrumentarien zur Verfügung stellt, um die staatliche Rettung einer Bank zu forcieren (Gefahrenabwehr nach §§ 45 KWG). Der zum Umgang mit der HRE eingesetzte parlamentarische Untersuchungsausschuss soll hier für Aufklärung sorgen.

4.6. IST DER STAAT DER BESSERE BANKER?

Der Staat musste zwar handeln, um den Zusammenbruch des Finanzmarktes zu verhindern, das heißt jedoch nicht, dass er grundsätzlich besser als ein privater Unternehmer in der Lage ist, eine Bank zu führen. Grundsätzlich bleiben Finanzmarktstabilisierung und das Bankgeschäft zwei unterschiedliche Dinge. Nach der Stabilisierung sollte sich der Staat wieder auf seine Schiedsrichterrolle besinnen. Dass auch der Staat in seiner Rolle als Banker nicht unfehlbar ist, wird vor allem durch große Schieflagen vieler öffentlicher Banken belegt (► *Frage 3.3. Warum sind gerade Landesbanken so stark betroffen?*).

Im Gegenzug könnte aber auch die vergleichsweise gute Situation der örtlichen Sparkassen als Beleg dafür herangezogen werden, dass der öffentliche Sektor insgesamt vorsichtiger agiert als private Banken. Denn Sparkassen haben keine Geschäfte in ► *Zweckgesellschaften* außerhalb der Bilanzen verlagert. Sie haben sich auch nicht auf Vergütungssysteme eingelassen, die das kurzfristige Gewinninteresse vor das nachhaltige Unternehmensinteresse stellen. Auch ihre Renditeerwartungen waren bescheidener. Der Sparkassensektor hat aber freilich im Vergleich zu den privaten Banken geringere Gewinne erzielt, denn aufgrund seines

öffentlichen Charakters musste er eben nicht im privaten Wettbewerb mitmischen.

Grundsätzlich haben Erfahrungen mit Staatsunternehmen im In- und Ausland gezeigt, dass der Staat tendenziell weniger effizient wirtschaftet und somit den privaten Akteuren den Vorrang lassen sollte. Schon deshalb, da er als Eigentümer im drohenden Insolvenzfall viel eher zu öffentlichen Geldern greifen würde (z. B. in Form einer Erhöhung des Eigenkapitals) als eine private Bank, die sich so lange wie möglich am Kapitalmarkt refinanzieren müsste und in stärkerer Weise gefordert wäre, ihre Strategie oder ihr Geschäftsmodell an das entsprechende Umfeld anzupassen.

Die öffentliche Hand würde auch gar nicht über die Vielzahl speziell für den Bankensektor ausgebildeter Beamter oder öffentlich Bediensteter verfügen. Sie kann also das Bankmanagement in der Breite nicht leisten. Außerdem entstehen Interessenkonflikte, wenn der Staat zum Banker wird: Er gibt einerseits die Regeln für den Finanzmarkt vor und beaufsichtigt (als Schiedsrichter), gleichzeitig aber mischt er im Wettbewerb mit (als Spieler). Dies wird zwangsläufig zu Ineffizienzen des staatlichen Handelns und zu Wettbewerbsverzerrungen führen.

Aus diesen Gründen kann der Staat nicht der bessere Manager der (privaten) Banken sein. Daher beschränkt er sich auch in den Banken, die sich unter den Schutzschirm begeben haben, weitgehend auf die Kontrolle der privaten Bankmanager und greift nur begrenzt in deren Handlungen ein (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*).

4.7. NIMMT DER STAAT EINFLUSS AUF BANKEN, DIE ER MIT STAATLICHEN HILFEN BZW. BÜRGSCHAFTEN GERETTET ODER UNTERSTÜTZT HAT?

Unterstützt der Staat ein Finanzinstitut mittels des ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)*, also durch Garantien, Rekapitalisierung oder Risikoübernahme, so kann er sich einen gewissen Einfluss auf dessen Geschäftspolitik verschaffen (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*).

Bei der Vergabe von Garantien hat der Staat die Möglichkeit, die Geschäftspolitik der Banken zu überprüfen. Bei der Risikoübernahme kann die Regierung außerdem Vergütungen deckeln und die Ausschüttung von Dividenden untersagen. Bei der höchsten Stufe – der Rekapitalisierung – kommt neben den genannten Auflagen auch die Sicherstellung der Kreditvergabe an kleinere und mittlere Unternehmen durch das betroffene Institut hinzu.

Grundsätzlich müssen Institute, die SoFFin-Mittel erhalten, für eine solide und umsichtige Geschäftspolitik sorgen. Weitere Auflagen können sich nach Art und Adressat der Maßnahme unterscheiden. Über diese weiteren Auflagen befindet der Lenkungsausschuss des SoFFin. Bei Rekapitalisierung und Risikoübernahme kann der Fonds, siehe Commerzbank, die Begrenzung der Vergütungen für Management bzw. Beschäftigte zur Auflage machen. Außerdem gelten dann folgende Bestimmungen:

- Die Vergütungssysteme der Unternehmen sind auf ihre Anreizwirkung und Angemessenheit zu überprüfen. Vergütungen sollen nicht dazu verleiten, unangemessene Risiken einzugehen.
- Die Gesamtvergütung ist auf ein angemessenes Maß zu beschränken. Bei Geschäftsleitern und Organmitgliedern gilt eine monetäre Vergütung über 500.000 Euro pro Jahr als unangemessen.
- Abfindungen über das gesetzlich festgeschriebene Maß hinaus sind nicht gestattet.
- Während der Laufzeit der Stabilisierungshilfen dürfen keine Boni oder freiwilligen Gehaltsbestandteile gezahlt werden, es sei denn, dass diese ein niedriges Festgehalt kompensieren und die Gesamtvergütung angemessen ist.
- Erfolgsziele und erfolgsabhängige Vergütungen dürfen nicht nachträglich zu Lasten des Unternehmens geändert werden.

Übernimmt der SoFFin im Rahmen der Bad-Bank Lösung Risikoaktiva, so müssen die Banken für die daraus erwachsenden Verluste weitgehend selber haften. So will der Bund die Dividende solange einziehen, bis die Verluste bezahlt sind. Im günstigsten Fall könnte der Staat später Gewinne machen, wenn sich bestimmte Anlagen wieder handeln lassen. Ein Restrisiko für den Steuerzahler bleibt, wenn eine Bank pleite geht.

4.8. WIE UND WANN KANN SICH DER STAAT AUS DEN BANKEN WIEDER ZURÜCKZIEHEN?

Wenn das Finanzsystem wieder stabilisiert und das Vertrauen in die Banken zurückgekehrt ist, sollte sich der Staat wieder aus seiner Rolle als aktiver Spieler zurückziehen und auf seine Funktion als Schiedsrichter konzentrieren. Den angemessenen Moment für den Ausstieg zu finden, ist eine politische Herausforderung.

Alle Maßnahmen des SoFFin (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*) sind gesetzlich bis Ende 2009 befristet. Danach werden die gewährten Garantien und Bürgschaften (Instrument 1 des ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung*) noch drei weitere Jahre wirksam bleiben, so dass der Staat sein Engagement im Finanzsektor spätestens bis zum 31. Dezember 2012 abgeschlossen haben müsste. Wie schwierig dieser Rückzug sein wird, spiegeln die bereits jetzt geäußerten Forderungen nach einer Verlängerung der Fristen wider.

Bei der Rekapitalisierung von Banken durch den Staat (z. B. der Ankauf von Aktien der Commerzbank), kann das Engagement auch über 2012 hinaus andauern. Der Staat wird die Eigenkapitalbeteiligungen halten und erst dann veräußern und sich aus den Banken zurückziehen, wenn die Aktien zu einem akzeptablen Preis verkauft werden können.

Dass derartige Maßnahmen langwierig sein können, zeigt das Engagement des Landes Berlin bei der Bankgesellschaft Berlin: Beginnend mit der Kapitalerhöhung des Jahres 2001 wurde es erst durch einen Aktienverkauf im Jahr 2007, also nach sechs Jahren, abgeschlossen.

4.9. WOHER NIMMT DER STAAT DAS GELD ZUR UNTERSTÜTZUNG DER BANKEN BZW. UNTERNEHMEN?

Der Staat hat im Rettungspaket zur Unterstützung der Banken durch den ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)* insgesamt 100 Milliarden Euro vorgesehen. Davon sind bisher rund 20 Milliarden Euro geflossen, vor allem für die Eigenkapitalhilfe bei der Commerzbank (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*). Der Großteil der Hilfen wird in Form von staatlichen Bürgschaften vergeben, die sich nur dann als Ausgaben bemerkbar machen, wenn der Garantiefall eintritt.

Die Ausgaben zur Finanzmarktstabilisierung werden durch eine höhere Neuverschuldung des deutschen Staates im Jahr 2009 finanziert. Der Staat verkauft dabei Anleihen am Kapitalmarkt an Privatleute, Versicherungen, Fonds (Staatsfonds, Pensionsfonds) im In- und Ausland. Für ihre Bereitschaft, dem Staat Geld zu leihen, erhalten sie im Gegenzug Zinsen. Solange die Gläubiger davon ausgehen, dass der Staat seinen Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachkommt, wird sich der Staat auf diese Weise Geld verschaffen können (► *Frage 3.4. Können Staaten pleite gehen?*).

In Großbritannien, Japan und den USA geht der Staat anders vor. Hier werden die Staatsanleihen nicht nur am Kapitalmarkt platziert, sondern von den Notenbanken aufgekauft. Die Notenbank bedient sich dazu der „Notenpresse“ und gibt frisches Geld aus. Neben der Finanzierung der Staatsschulden hat diese Strategie noch einen anderen Hintergrund: Das Zinsniveau in diesen Ländern liegt noch niedriger als in der Eurozone. Damit hat die Geldpolitik kaum die Möglichkeit, über weitere Zinssenkungen die Wirtschaft anzukurbeln. Sie nutzt daher den Aufkauf der Staatspapiere, um weiteres Geld in den Umlauf zu bringen. So soll das Finanzsystem wieder in Gang gebracht und private Investitionen und Konsum angekurbelt werden.

4.10. WARUM WERDEN BANKEN BEI DEN HILFSAKTIONEN ANDERS BEHANDELT ALS UNTERNEHMEN?

Banken und das von ihnen gehandelte Tauschmittel „Geld“ sind unverzichtbar für das Funktionieren einer Wirtschaft. Ein funktionsfähiges Finanzierungssystem ist gewissermaßen Voraussetzung dafür, dass Wirtschaftsteilnehmer überhaupt auf modernen Märkten interagieren können. Die Nothilfe des Staates muss sich daher in erster Linie auf die Aufrechterhaltung des Finanzsystems konzentrieren, nicht auf die Erhaltung einzelner Unternehmen.

Da sich Banken untereinander Geld leihen, um eigene Geschäfte zu (re-)finanzieren, entstehen gegenseitige Abhängigkeiten, bei denen die Stabilität einer Bank maßgeblich von der Stabilität der anderen Bank abhängt. Deshalb ist es bei Banken mit einem größeren Kundenstamm nahezu ausgeschlossen, sie in Konkurs gehen zu lassen, ohne dass andere Banken in Schieflage geraten und dadurch ein Dominoeffekt ausgelöst wird. Insofern sind alle größeren Banken in Deutschland als „systemisch“ zu bezeichnen – d. h. sie sind im Hinblick auf die Stabilität

des gesamten Finanzsystems unverzichtbar. Um solche unverzichtbaren Institute dennoch nicht völlig aus ihrer Haftung zu entlassen, ist zu überlegen, wie auch Banken für fehlerhaftes Handeln zur Rechenschaft gezogen werden können.

Im Gegensatz zu Banken haben einzelne Unternehmen keine vergleichbare Bedeutung für den Wirtschaftskreislauf. Die Insolvenz eines Unternehmens trifft Arbeitnehmer, Zulieferer, Kapitalgeber und Kunden. Doch sind einzelne Unternehmen nicht in dem Sinne systemisch, dass ihre Insolvenz den gesamten Wirtschaftskreislauf gefährden würde.

Allerdings hat die Bundesregierung im Rahmen ihrer Konjunkturmaßnahmen ein Kredit- und Bürgschaftsprogramm über 115 Milliarden Euro verabschiedet, das Nicht-Finanzunternehmen, die durch die Krise in Liquiditätsschwierigkeit geraten, zur Verfügung steht. Dadurch soll verhindert werden, dass grundsätzlich rentabel wirtschaftende Firmen nur deshalb insolvent werden, weil sie wegen der Finanzkrise keine Kredite mehr bekommen.

4.11. WARUM TRAUEN SICH DIE BANKEN TROTZ STAATSGARANTIE UNTEREINANDER IMMER NOCH NICHT?

Da weiterhin Unsicherheit über die Höhe des Abschreibungsbedarfs (► *Abschreibungen*) der einzelnen Banken besteht, herrscht weiterhin großes Misstrauen auf dem sogenannten Interbankenmarkt: Aus Angst vor mangelnder Zahlungsfähigkeit ihrer Partner scheuen die Banken vor dem sonst alltäglichen Handel mit anderen Banken zurück.

Der Ursprung des Problems liegt in einem Mangel an Transparenz: Die tatsächliche Höhe der Wertverluste ist aufgrund der komplexen Verkettungen der Transaktionen schwer zu beziffern (► *Frage 3.1. Wie hoch sind die volkswirtschaftlichen Verluste, die die Krise verursacht hat?*). Immer noch herrscht Unklarheit darüber, welche Wertpapiere tatsächlich vom Ausfall bedroht sind und wo sich diese ► *toxischen Papiere* befinden. Die Bundesregierung zielt mit dem Instrument der Risikoübernahme im Rahmen des ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)* auf die Überwindung dieses Problems. Bislang wurde es von den Banken jedoch kaum angenommen. Zum einen, weil sie mit einem massiven Vertrauensverlust rechnen müssten. Zum anderen, weil das dafür bereitgestellte Volumen von 20 Milliarden Euro bei weitem nicht ausreichen

würde, um den vermuteten Bestand an toxischen Papieren abzusichern. Auch stellen sich praktische Fragen: Zu welchem Preis kauft der Staat diese Risikoaktiva ab? Was passiert, wenn bei Fälligkeit der Aktiva gar ein Totalverlust dieser Wertpapiere droht? Wie kann eine vollständige Überwälzung der Verluste auf den Staat (und somit den Steuerzahler) verhindert werden?

Deshalb wurde im Mai 2009 das Instrumentarium des SoFFin um sogenannte ► *Bad Banks* ergänzt.

4.12. WIE WIRKSAM SIND DIE KONJUNKTURPAKETE, DIE DIE BUNDESREGIERUNG BESCHLOSSEN HAT?

Die Konjunkturpakete I und II umfassen für die Jahre 2009 und 2010 insgesamt rund 80 Milliarden Euro. Davon sind 40 Milliarden für die öffentliche Infrastruktur vorgesehen, während weitere 27 Milliarden die Steuer- und Abgabenlast dauerhaft reduzieren.

Die gegenwärtige Krise beschert einen beispiellosen Nachfrageeinbruch, den Deutschland vor allem in seinen exportorientierten Branchen zu spüren bekommt. Dieser wurde vor allem durch eine Verunsicherung der Wirtschaftsakteure über die Zukunftsperspektiven und den damit einhergehenden Attentismus verursacht. Es besteht die Gefahr, dass wegen der Schwere des Einbruchs auch grundsätzlich überlebensfähige Unternehmen zusammenbrechen und die systemischen Risiken der Finanzkrise damit vollends in die Realwirtschaft hineinragen (► *Frage 1.6. Kann man die Finanzwirtschaft tatsächlich von der Realwirtschaft trennen?*). Daher sind die Konjunkturpakete für die aktuelle Situation bei aller gebotenen Vorsicht richtig. Ob der Eingriff des Staates einen Teil des Nachfragerückgangs schnell auffängt, ist fraglich, aber er dient zweifellos dazu, Vertrauen wiederzugewinnen und Panik zu vermeiden. Ein Patentrezept gegen die Wirtschaftskrise können die Konjunkturpakete jedoch nicht liefern. Bei ihrer Beurteilung muss berücksichtigt werden, ob die staatliche Nachfrage eine Anpassung von Produktionskapazitäten (Überkapazitäten) verhindert, die eigentlich für eine Gesundung der Wirtschaftsstrukturen und auch für einen kräftigen neuen Aufschwung erforderlich wäre. Vor allem die Umweltprämie (im Volksmund *Abwrackprämie*) wird vor diesem Hintergrund kontrovers diskutiert.

Über eine vorsichtige Stabilisierung der Nachfrage hinaus muss daher in dieser Situation vor allem auf das Wirken der automatischen Stabilisatoren, wie Arbeitslosenversicherung und Kurzarbeitergeld, gesetzt werden. Denn diese Instrumente tragen dazu bei, die Folgen der Krise durchzustehen, ohne den ökonomischen Anpassungsprozess zu behindern.

Abgesehen von solchen spezifischen Bedenken sind die Maßnahmen der Konjunkturprogramme (öffentliche Investitionen, Reduzierung der Steuer- und Abgabenlast) zur Überwindung der Krise begrüßenswert. Sie stärken – so auch die Umweltprämie – das Vertrauen der Konsumenten und hellen das Stimmungsbild auf. Die öffentlichen Investitionen tragen zur Modernisierung der öffentlichen Infrastruktur bei (Schulen, Universitäten, Gebäudeeffizienz). Sie stützen den Bausektor, eine für die Konjunktur elementare Branche, die in den vergangenen Jahren einen deutlichen Anpassungsprozess (Abbau von Überkapazitäten) durchlaufen hat. Auch die im Konjunkturpaket verabschiedeten strukturellen Veränderungen im Einkommensteuerecht stellen vernünftige Weichen in Richtung einer Steuerreform für die Zukunft.

Richtig beraten ist die Politik außerdem mit ihrer Strategie, „auf Sicht“ zu fahren, d. h. in der aktuellen Phase vorsichtig und schrittweise vorzugehen und Entscheidungen auch von kurzfristigen Entwicklungen abhängig zu machen. Die Auswirkungen der Krise sind für jedes Land anders – diesem Faktum müssen auch die Reaktionen der Wirtschaftspolitik gerecht werden, wenngleich eine internationale Abstimmung notwendig ist. Die Bundesregierung hat richtig gehandelt, zunächst mit dem ersten Konjunkturpaket in einem geringeren Umfang zu reagieren und abzuwarten wie sich die Krise entwickelt. Als die ganze Dimension des Abschwungs klar wurde, hat sie mit dem zweiten Paket nachgelegt. Dass auf ein drittes Konjunkturpaket verzichtet wird und erst die Effekte der ersten beiden abgewartet werden, ist zu begrüßen. Nicht nur, weil bereits jetzt der Umfang des deutschen Konjunkturprogramms im europäischen Vergleich – gemessen am Bruttoinlandsprodukt – weit überdurchschnittlich ausfällt, sondern auch, weil sich die deutsche Politik Spielräume für zusätzliche Maßnahmen offen hält, über die zum Beispiel die amerikanische Politik aufgrund ihrer aggressiven fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen nicht mehr verfügt.

4.13. KANN EINE STEUER AUF FINANZTRANSAKTIONEN (WIE Z. B. DIE TOBIN-STEUER) KÜNFTIGE KRISEN VERMEIDEN?

Zur „Bändigung“ ungezügelter Finanzmärkte wird häufig die „*Tobin-Steuer*“ ins Gespräch gebracht. Diese Steuer wurde ursprünglich vom Ökonomen James Tobin als Steuer auf den Handel mit Devisen vorgeschlagen. Sie sollte Spekulationen durch kurzfristig orientierte Anleger und daraus resultierende Wechselkursschwankungen eindämmen. Eine ähnlich konzipierte Steuer – gefordert wird meist eine Höhe von 0,5 Prozent des Transaktionsvolumens – könnte aber auch auf jegliche Finanzgeschäfte erhoben werden. Sie würde die Rendite der Finanzmarktakteure schmälern und so Finanzgeschäfte unattraktiver machen. Auch könnte der Staat dadurch bei Finanzmarktgeschäften „mitverdienen“ und seine Kassen füllen.

Die Wirksamkeit der Tobin-Steuer ist aber fraglich: Sehr rentable Geschäfte, wie sie im Vorfeld der Finanzkrise getätigt wurden, könnten durch einen niedrigen Steuersatz wohl kaum verhindert werden. Eher würde man versuchen, den Renditeverlust gar durch noch riskantere Geschäfte auszugleichen.

Eine hohe Steuer würde hingegen zu viel „Sand“ ins Finanzsystem streuen und auch sinnvolle Geschäfte, etwa zur Absicherung gegen Risiken, erschweren.

Doch selbst eine niedrige Finanztransaktionssteuer kann diesen schädlichen Effekt haben. Das gilt vor allem für die Geschäfte, die Banken untereinander tätigen (Interbankenmarkt). Hier werden risikoreiche Positionen – oft mit nur sehr geringen Margen – so lange wie eine „heiße Kartoffel“ weitergereicht und aufgeteilt, bis sich eine Bank gefunden hat, die gerade die betreffende Risikoposition gut in ihren Bestand integrieren kann. Das sorgt für eine vernünftige Verteilung von Risiken. Unternehmen sind auf Banken als Finanziers auch für riskantere Investitionen oder Prozesse angewiesen. Risiken entstehen z. B., wenn sich international tätige Großunternehmen gegen Währungsrisiken absichern wollen. Auch der grundsätzlich nützliche Arbitragehandel, der zwischen verschiedenen Finanzmärkten für eine Angleichungstendenz der Preise sorgt und nur sehr niedrige Renditen einbringt, würde durch eine niedrige Steuer deutlich erschwert werden. Letztlich droht eine Finanztransaktionssteuer daher mehr Schaden anzurichten als Nutzen zu stiften.

Gerade Kleinanleger wären von der Tobin-Steuer besonders betroffen, soweit ihre Finanzgeschäfte nur eine relativ geringe Rendite abwerfen würde. In der gegenwärtigen Niedrigzinsphase ist das zweifellos häufig der Fall. Kleinanleger müssen momentan ohnehin schon Einbußen hinnehmen, weil ihr Kapitalertrag durch die Einführung der Abgeltungssteuer ab 2009 um 25 Prozent reduziert und die Freibeträge eingeschränkt wurden. Aus vergleichbaren Gründen wurde im Jahr 1991 die ► *Börsenumsatzsteuer* abgeschafft, die die SPD in ihrem aktuellen Wahlprogramm wieder einführen will. Eine Tobin-Steuer auf sämtliche Transaktionen würde also auch die „Falschen“ treffen.

Eine Schwierigkeit bei der Umsetzung ergibt sich durch den grenzüberschreitenden Charakter der Finanztransaktionen. Es müsste eine internationale Verständigung über die Einführung einer Tobin-Steuer geben, denn sonst würde ein Land, das auf eine solche Steuer verzichtet, die Wirkung der Tobin-Steuer untergraben.

Das unbestreitbar legitime Anliegen, den Spekulationsgeschäften präventiv entgegenzuwirken, sollte anstelle einer Tobin-Steuer besser über eine umfassende Regulierung von ► *Hedge-Fonds*, die Einbeziehung von unregulierten Finanzzentren (Steuerparadiesen) und eine höhere, den angestrebten Renditen angemessene Risikounterlegung bei den jeweiligen Finanzmarktakteuren erfolgen. Das umfangreiche Maßnahmenpaket der ► *G20* zur Reform der internationalen Finanzmärkte deutet in die richtige Richtung (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*)

4.14. SOLLTE SICH DEUTSCHLAND VOM GLOBALEN FINANZMARKT ABSCHOTTEN, UM KÜNFTIG NICHT MEHR IN DERARTIGE KRISEN VERWICKELT ZU WERDEN?

Deutschland ist in hohem Maße in die internationalen Finanzmärkte integriert. Die enge Verflechtung auch mit den USA war ohne Zweifel Grundlage für die rasche Ausbreitung der Krise. Ein völliger Rückzug aus den internationalen Finanzbeziehungen würde jedoch weit über das Ziel hinaus schießen und sicherlich weitaus mehr Schaden als Nutzen bringen. Die Antwort auf die Krise liegt nicht in der Strategie der Abschottung, sondern in der Etablierung einer vernünftigen international abgestimmten Regulierung und Aufsicht (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*).

Gerade in Wirtschaftskrisen neigen Staaten jedoch dazu, ihre eigene (Finanz-)Wirtschaft schützen zu wollen, mit dem Ziel, Arbeitsplätze und Wohlstand im eigenen Land zu erhalten. Lehren aus der Vergangenheit zeigen aber, dass diese Strategie wenig hilfreich und meistens sogar schädlich ist. Die Länge und Reichweite der Großen Depression in den 30er Jahren des letzten Jahrhunderts beispielsweise war maßgeblich ein Ergebnis der protektionistischen Bestrebungen der Wirtschaftsmächte – ausgehend von den USA.

Finanz- und Güterwirtschaft sind aufeinander angewiesen, d. h. für internationale Geschäfte sind internationale Finanzkontakte unabdingbar. Eine Abschottung der Finanzmärkte würde daher auch eine Abschottung für die Realwirtschaft, also für die Unternehmen, bedeuten. Gerade jetzt aber kommt es darauf an, offene Märkte zu wahren, denn vor allem Deutschland als Exportnation ist in hohem Maße auf die Nachfrage aus dem Ausland angewiesen. Sobald das Konjunkturtief überwunden ist, wird das Ausland der deutschen Wirtschaft wieder auf die Beine helfen.

Aufgrund der Einbindung in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion – in der per Definition freier Kapitalverkehr herrscht – wäre ein Rückzug aus den internationalen Finanzbeziehungen auch rein rechtlich nicht machbar. Der gelegentlich geäußerte Vorschlag, Deutschland könnte aus der EU austreten, ist weder politisch wünschenswert, noch ökonomisch zielführend: Die mit einem solchem Schritt verbundenen volkswirtschaftlichen Kosten wären immens. So würde beispielsweise der wichtigste Markt für deutsche Produkte auf einen Schlag einbrechen – immerhin gingen im Jahr 2008 gut zwei Drittel aller deutschen Exporte in EU-Länder – und Millionen Arbeitsplätze würden auf dem Spiel stehen. Auch müsste sich Deutschland vom Euro als Gemeinschaftswährung verabschieden.

Deutsche (Traditions-)Unternehmen und deren Arbeitsplätze sind zudem in hohem Maße auf Finanzmittel aus dem Ausland angewiesen. Und sogar für den Verbraucher wäre es eine erhebliche Einschränkung, sein Geld nur in Deutschland anlegen zu dürfen. Das würde ihm die Chancen auf höhere Renditen im Ausland – wie z. B. in den schneller wachsenden Schwellenländern – nehmen. Auch würde so die Streuung des Risikos über verschiedene Anlageformen und Länder erschwert werden und so das Verlustrisiko erhöht.

Eine globale Wirtschaftskrise, wie sie derzeit zu beobachten ist, kann nur durch koordiniertes Handeln überwunden werden. Nationalstaatliche Alleingänge im Sinne einer Abschottung der Finanzmärkte würden niemandem weiterhelfen. Allenfalls würden sie die Vorteile einer arbeitsteiligen Gesellschaft zur Disposition stellen.

5. NEUE FINANZMARKTARCHITEKTUR UND REGULIERUNGSBEDARF

5.1. WERDEN JETZT FRÜHWARNMECHANISMEN ENTWICKELT, DIE KÜNFTIGE FEHLENTWICKLUNGEN AUF DEN FINANZMÄRKTEN BESSER VORHERSEHEN KÖNNEN?

Die ► *G20-Staaten* sind bemüht, die Möglichkeiten zur Früherkennung und Abwendung künftiger Finanzkrisen zu verbessern. Dabei sollen der ► *Internationale Währungsfonds (IWF)* und das ► *Forum für Finanzstabilität (FSF)* eng zusammenarbeiten und ihre jeweiligen Stärken einbringen. So soll der IWF seine Expertise zur gesamtwirtschaftlichen Analyse beisteuern und das FSF durch seine Nähe zu den Banken trumpfen. Außerdem soll – so die Vorstellung der G20 – das FSF zum Rat für Finanzstabilität (FSB) aufgewertet werden und über seine beratende Funktion hinaus zwei weitere Aufgaben erhalten. Der Rat soll die Regulierungen der Nationalstaaten überprüfen und zudem Empfehlungen für eine Minimierung der Risiken durch entsprechende Regulierung aussprechen. Damit wird auf eine Verbesserung des bestehenden Frühwarnsystems gezielt, denn bislang zeigte einzig der IWF die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven auf und nahm in längeren Abständen die Finanzmärkte der meisten Mitgliedsstaaten unter die Lupe.

Es ist jedoch fraglich, wie effektiv dieses Frühwarnsystem sein kann. Denn IWF und FSB werden letztlich nur über so viel Handlungsspielraum verfügen, wie ihn die Nationalstaaten zugestehen. In der Vergangenheit sind kritische Berichte des IWF zum Teil durch politische Einflussnahme verwässert bzw. verweigert worden (z. B. durch die USA, die in dieser Institution ein faktisches Vetorecht besitzen). So wurde er in seiner Kompetenz zur Aufdeckung von Fehlentwicklungen beschnitten.

Für den Euro-Raum schlägt die Europäische Kommission überdies einen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRC) vor, der die Stabilität des Finanzsystems insgesamt überwachen und bewerten soll. Die nationalen Aufsichtsbehörden sollen künftig in einem Europäischen System der Finanzaufsichtsbehörden (ESFS) enger zusammenarbeiten und einzelne Finanzinstitute beaufsichtigen. Auf der Ebene der Nationalstaaten versucht man in einzelnen Ländern (wie etwa in Deutschland), die Finanzmarktaufsicht zu verbessern (► *Frage 5.2. Wie kann die deutsche Bankenaufsicht verbessert werden?*), schließlich bilden die nationalen Behörden die Grundlage für ein internationales Aufsichtssystem.

Überdies betont die Bundesregierung die Notwendigkeit einer sogenannten Risiko-Landkarte, die das Netz der Finanzbeziehungen und die damit verbundenen Risiken weltweit für die Aufsichtsbehörden sichtbar machen würde. Auch die Einrichtung eines globalen Kreditregisters, das Darlehen ab einer bestimmten Größe erfasst, wird diskutiert.

Wenngleich diese Bemühungen unerlässlich sind und mit großem Handlungswillen vorangetrieben werden müssen, können sie keine hundertprozentige Versicherung gegen künftige Krisen bieten. Frühwarnsysteme warten mit dem Charme der Vorhersehbarkeit und Sicherheit auf. Aber jede Krise ist anders – und die Zukunft ungewiss.

5.2. WIE KANN DIE DEUTSCHE BANKENAUF SICHT VERBESSERT WERDEN?

Prinzipiell zielt die Bankenaufsicht darauf, sicherzustellen, dass Institute genügend ► *Eigenkapital* vorhalten und angemessene Risikokontrollmechanismen installiert haben.

Wie streng Finanzinstitute kontrolliert werden, hängt von Art und Umfang der Geschäfte ab, die sie betreiben. Banken müssen ihre Bücher den

nationalen Aufsichtsbehörden offenlegen und darüber hinaus bestimmte qualitative und quantitative Rahmenbedingungen erfüllen. Letztere sollen die Zahlungsfähigkeit und die Fähigkeit, mit Risiken umzugehen, sicherstellen.

In Deutschland existiert ein duales System der Finanzaufsicht: Die Deutsche Bundesbank wertet von Instituten regelmäßig einzureichende Berichte und Meldungen aus und prüft, ob die Eigenkapitalausstattung und die Risikosteuerungsverfahren der Institute angemessen sind. Sie widmet sich also der laufenden Überwachung und übernimmt darüber hinaus die Ermittlungen bei Problemfällen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist hingegen für alle aufsichtsrechtlichen Maßnahmen zuständig, die sich aus den Bank-Berichten ergeben. Sie erteilt bzw. entzieht Banklizenzen, wenn Zweifel am Geschäftsplan bestehen oder die Mindestkapitalausstattung nicht eingehalten wird. Ferner verhängt sie Strafen bei Missmanagement, kann die Bankgeschäftsleitung abberufen und klärt die Auslegung von Regelungen. Durch den Erlass von Grundsätzen und Rechtsverordnungen kann sie Regeln für die Durchführung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen sowie zur Begrenzung von Risiken festlegen.

Bereits vor der Finanzkrise wurde das duale System der Bankenaufsicht kritisiert. Im Jahr 2007 wurde das Aufsichtsstrukturmodernisierungsgesetz auf den Weg gebracht (und 2008 verabschiedet), das auf eine Verbesserung der Aufgabenteilung im dualen System der Finanzaufsicht zielt. Vor allem sollten Doppelarbeiten und Überschneidungen zwischen Bundesbank und BaFin dadurch abgebaut werden.

Die Finanzmarktkrise zeigte jedoch einmal mehr: Das Zusammenspiel zwischen den beiden Behörden war nicht optimal. Insgesamt orientierte sich die Aufsicht zu sehr an einzelnen Instituten und zu wenig am gesamten System. Risiken, die sich aus der Verkettung von Problemen ergaben, wurden dadurch unterschätzt.

Eine Studie im Auftrag des Bundesfinanzministeriums vom Februar 2009 empfiehlt, risikoreiche Geschäftsstrategien einzelner Banken kritischer zu beleuchten, Berichtspflichten für Banken zu erweitern und Statistiken zu systemischen Risiken zu erstellen. Auch das Personalmanagement der Bankenaufsicht ist zu verbessern. Die Einrichtung einer wissenschaftlichen Kommission, die die komplexen Strukturen im Banken- und

Finanzdienstleistungssektor im Blick behält, könnte laut dieser Studie hilfreich sein. Freilich werden diese Erkenntnisse erst nach und nach in den gesetzgeberischen Prozess einfließen.

Das Bundesfinanzministerium legte im Frühjahr 2009 einen Gesetzentwurf zur Reform der Bankenaufsicht in Deutschland vor, der derzeit in Regierungskreisen diskutiert wird. Der Entwurf sieht vor, dass die BaFin bei unzureichendem Risikodeckungspotential oder mangelnder Eigenmittelausstattung von einzelnen Banken eine Erhöhung der Eigenmittel verlangen kann. Um derartige Fehlentwicklungen besser identifizieren zu können, wird eine zusätzliche Berichtspflicht eingefordert. Zudem zielt der Entwurf auf eine stärkere Betrachtung gesamtwirtschaftlicher Zusammenhänge und systemischer Komponenten. Letztere wurden in der Vergangenheit – nicht nur in Deutschland sondern auch weltweit – zu stark vernachlässigt. Experten weisen allerdings darauf hin, dass die darin enthaltene Definition systemrelevanter Banken de facto ein Freibrief für leichtfertiges Handeln sein könnte. Ebenso ist umstritten, ob Eingriffsmöglichkeiten stärker präventiv ausgelegt werden sollen, wie es im Entwurf vorgesehen ist. Es bestehe die Gefahr, zu früh in unternehmerische Entscheidungen einzugreifen.

Weitreichende Grundsatzentscheidungen zur Bankenaufsicht wird es vermutlich auch auf internationaler Ebene geben. Da Finanzströme nicht an Ländergrenzen haltmachen, ist eine internationale Koordinierung der Aufsichtsbehörden zwingend notwendig (► *Frage 5.3. Sollte die internationale Finanzmarktaufsicht harmonisiert werden?*).

5.3. SOLLTE DIE INTERNATIONALE FINANZMARKT-AUFSICHT HARMONISIERT WERDEN?

Die Regulierung des jeweiligen Bankensektors obliegt den Nationalstaaten, hier sind ganz unterschiedliche Kontrollmechanismen angelegt, die den Besonderheiten der jeweiligen Bankensysteme gerecht werden. So unterscheiden sich die Regelungen der USA, Großbritanniens oder Deutschlands erheblich voneinander.

In der Bundesrepublik sind die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Aufsicht über den Bankensektor verantwortlich. Damit Störungen im Zahlungssystem und ein allgemeiner Vertrauensverlust in das Finanzsystem verhindert

werden, unterliegen Banken bestimmten Vorschriften, beispielsweise über die notwendige Eigenkapitalhöhe (► *Basel II*). In welcher Höhe eine Bank Eigenmittel mindestens vorhalten muss, hängt von den Risiken ab, die sie eingeht. Werden elementare Voraussetzungen des Bankgeschäfts (Eigenmittelanteil, Zahlungsfähigkeit, ausgewogenes Risiko bei Bankgeschäften) verletzt, kann durch staatliche Behörden die Erlaubnis zum Betreiben von Bankgeschäften entzogen werden.

Wie die Krise zeigte, geraten nationale Aufsichtsbehörden bei der Überwachung international agierender Banken an ihre Grenzen. Im Nachhinein werden ein unzureichender Informationsaustausch zwischen den zuständigen Behörden und das Fehlen einer Finanzaufsicht, die das gesamte Finanzsystem im Blick behält, kritisiert. Deshalb gewinnt die Diskussion um eine europäische oder gar globale Finanzmarktaufsicht an Fahrt.

Für die europäische Ebene hat eine Expertenkommission unter Vorsitz von Jacques de Larosière bereits Vorschläge für die Verbesserung der grenzüberschreitenden Aufsicht vorgestellt: Zwei neue europäische Gremien sollen eine bessere Koordination der nationalen Behörden gewährleisten. Ab 2012 sollen diese geplanten Instanzen dann Vorschriften verbindlich auslegen und Sanktionen verhängen können. In der kurzen Frist gilt es, bestehende grenzüberschreitende Kooperationen auszubauen. Gleiches gilt für den globalen Kontext.

Dem Ruf nach einer einzigen globalen Finanzmarktaufsichtsbehörde ist jedoch mit Vorsicht zu begegnen, da jedes Bankensystem Eigenheiten aufweist, denen nationale Behörden ggf. besser gerecht werden können. Zudem kann der Wettbewerb unterschiedlicher nationaler Vorschriften auch Vorteile haben. Nicht zuletzt ist es unwahrscheinlich, dass sich die führenden Industrienationen auf eine zentrale Behörde einigen können, da Nationalstaaten ungern Kompetenzen abgeben. Es geht also weniger um eine zentrale Aufsichtsbehörde mit weltweiten Eingriffsmöglichkeiten, als vielmehr um die Abstimmung und gemeinsame Einhaltung von Regulierungs- sowie von Aufsichts- und Transparenzregeln unter den führenden Industrie- und Schwellenländern (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*).

5.4. WIE SIEHT DIE KÜNFTIGE (GLOBALE) REGULIERUNG DER FINANZMÄRKTE AUS?

Auf globaler Ebene eröffnet die Krise die Chance, im Rahmen der ► *G20-Staaten* neue internationale Standards für die Finanzmärkte festzulegen. Im Gespräch sind eine Reihe von Maßnahmen, darunter folgende:

- Sogenannte Steueroasen sollen auch einem Mindestmaß an Transparenz und Reglementierung unterworfen werden.
- Die Koordinierung der nationalen Finanzaufsichtsbehörden und die grenzüberschreitende Aufsichtsarbeit im Finanzsektor muss verbessert werden.
- Alle Risikogeschäfte eines Finanzinstitutes müssen aus der Kernbilanz ersichtlich sein (Erhöhung der Transparenz) und mit entsprechendem Eigenkapital unterlegt werden.
- Das zweite Baseler Abkommen (► *Basel II*) muss nachgebessert werden. Hier geht es um die Überwachung und Überprüfung der Angemessenheit der Kapitalausstattung, sowie der Marktdisziplin: Vor allem die prozyklische Wirkung der aktuellen Regelung muss überdacht werden (► *Frage 1.5. Welche Rolle spielt Eigenkapital für die Banken?*).
- Die bestehenden Anreizstrukturen bei der Kreditverbriefung bedürfen einer Umgestaltung. Konkret muss dafür gesorgt werden, dass der Verkäufer mit einem bestimmten Anteil in der Haftung bleibt und zumindest einen Teil der Kredite selbst eintreiben muss. Durch einen solchen Selbstbehalt, der sowohl beim Erstkreditgeber als auch bei nachgelagerten Käufern greift, könnte sowohl die Häufigkeit der Weitergabe als auch die jeweils verfügbare Verbriefungssumme begrenzt werden (► *Frage 5.7. Werden Kreditverbriefungen jetzt verboten?*).
- Es bedarf verschärfter Vorschriften für komplexe Kapitalmarktinstrumente (z. B. einen Finanzmarkt-TÜV).
- Ratingagenturen müssen künftig einer strengen öffentlichen international koordinierten Kontrolle unterstellt werden. Auch ihre institutionelle Unabhängigkeit muss sichergestellt werden (*Werden Ratingagenturen künftig strengeren Regeln unterstellt?*).
- Eine Verständigung über Entlohnungssysteme für Führungskräfte, die sich am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren, ist dringend geboten (► *Frage 5.6. Müssen Führungskräfte für ihr Tun künftig stärker haften?*).

Auf dem Londoner Weltfinanzgipfel der G20-Staaten im April 2009 wurde in einigen dieser Punkte ein Konsens erreicht. Die Europäische Union wirkte in diesem Prozess als treibende Kraft, wobei auch die deutsche Bundesregierung ihre Grundsatzposition entschieden mit einbrachte und weiterhin einbringt. Nach ihren Vorstellungen dürfen kein Staat, kein Markt und kein Produkt unbeaufsichtigt bleiben. Ob tatsächlich alle internationalen Initiativen umgesetzt und den geweckten Erwartungen gerecht werden, wird sich erst im Laufe der Zeit zeigen. Hohe Erwartungen werden an den kommenden G20-Gipfel im September 2009 in Pittsburgh geknüpft.

Zwei Gremien auf internationaler Ebene, der ► *Internationale Währungsfonds (IWF)* und das ► *Forum für Finanzstabilität (FSF)* könnten bei der Entwicklung und Umsetzung neuer Regeln dienlich sein. Der IWF könnte die Einhaltung neuer und bestehender Finanzmarktregeln auf globaler Ebene überwachen und öffentlichkeitswirksam auf Probleme hinweisen. Das FSF kann als Diskussionsplattform für die Entwicklung eines globalen Regulierungsrahmens dienen. Dort könnten Mindeststandards entwickelt werden, die aber national umgesetzt werden (► *Frage 5.3. Sollte die internationale Finanzmarktaufsicht harmonisiert werden?*) und (► *Frage 5.1. Werden jetzt Frühwarnmechanismen entwickelt, die künftige Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten besser vorhersehen können?*).

5.5. WERDEN RATINGAGENTUREN KÜNFTIG STRENGEREN REGELN UNTERSTELLT?

Ja. Die EU-Kommission hat im April 2009 einen europäischen Regulierungsrahmen für ► *Ratingagenturen* verabschiedet. Damit gibt sie den Mitgliedsstaaten strenge Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften vor, die dem freiwilligen Kodex der Wertpapieraufsehervereinigung IOSCO deutlich mehr Verbindlichkeit verleihen. Demnach müssen sich Ratingagenturen künftig für eine Tätigkeit im europäischen Raum registrieren lassen und den nationalen Aufsichtsbehörden Einblick in ihre Ratingmethoden gewähren. Auch wird mit der Verordnung ein wirksames Aufsichtssystem für die Überwachung der Ratingagenturen durch die nationalen Regulierungsbehörden eingeführt. Sicher kann eine nationale Aufsichtsbehörde wie die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland nicht den kompletten Ratingprozess beaufsichtigen. Sie kann aber grundsätzliche Regelungen entwickeln, die alle Agenturen bei ihren Bewertungsverfahren anwenden müssen. Dadurch wird

eine bessere Vergleichbarkeit ermöglicht und die Transparenz des Ratings erhöht.

Selbst in den USA wurden Maßnahmen für eine strengere Regulierung der Ratingagenturen auf den Weg gebracht: Die amerikanische Börsenaufsicht SEC hat weitreichende neue Regeln vorgeschlagen, um die Bewertungsqualität zu erhöhen und zusätzliche Offenlegungspflichten einzuführen. Ohne den Beitrag der USA scheint die Regulierung der Ratingagenturen kaum möglich: Immerhin beheimatet sie die größten und einflussreichsten Ratingagenturen (Standard Poor's, Moody's und Fitch Ratings). Nicht unproblematisch ist, dass diese amerikanischen Agenturen die Bewertung sämtlicher Großfirmen und Staaten dominieren. Eine Stärkung des Wettbewerbs in dieser Branche wäre daher erstrebenswert.

5.6. MÜSSEN FÜHRUNGSKRÄFTE FÜR IHR TUN KÜNFTIG STÄRKER HAFTEN?

Wer sich nicht für die Folgen seines Handelns verantworten muss, wird leichtfertig. In jüngster Zeit wurde heftig über Managerhaftung und Gehaltsexzesse von Führungskräften diskutiert. Auch die Zahlung von vertraglich zugesicherten Geldern (Pensionsansprüche, Boni) trotz eklatantem Missmanagement führte zu Irritationen. Die Finanzkrise hat Schwachstellen bestehender Regeln aufgedeckt, die nun nachgebessert werden müssen.

Das deutsche Aktiengesetz sieht aber schon seit längerer Zeit vor, dass Manager für unternehmerische Fehlentscheidungen haften müssen. Allerdings sind die Voraussetzungen für eine strafrechtliche Verfolgung von Managern hoch gesteckt. Der Vorstand bleibt frei von Haftung, wenn er bezogen auf Unternehmensentscheidungen „ordentlich und gewissenhaft“ unter Berücksichtigung aller Risiken gearbeitet hat. Der Nachweis einer Pflichtverletzung und ein konkretes Verschulden sind unabdingbar für eine Anklage von Vorstandsmitgliedern. Allerdings ist es in der Praxis schwierig, Verstöße nachzuweisen, die in der Vergangenheit begangen wurden. Ist pflichtwidriges, schädliches Verhalten nachgewiesen, müssen Manager gegenüber ihrem Unternehmen haften (Innenhaftung). Für Schäden, die bei Dritten entstehen, existiert kein Haftungsgebot. Diese fehlende Außenhaftung wird nicht nur von Juristen bemängelt. Kritisiert wird zudem, dass mögliche Haftungsrisiken durch eine Art Haftpflichtver-

sicherung ausgeschaltet werden können. In diesen Mängeln könnte eine Mitursache für die hohe Risikobereitschaft von Finanzmanagern liegen (► Frage 2.5. Liegt die Krisenursache in der „Gier“ der Finanzmanager?).

Aus diesem Grund hat die Große Koalition kürzlich Maßnahmen auf den Weg gebracht, um die Lücken bei den Haftungsmodalitäten zu schließen. Die Korrekturen sehen beispielsweise vor, dass Vorstandsmitglieder künftig mit dem Eineinhalbfachen des Jahresfestgehalts selbst für verursachte Schäden einstehen.

Das bestehende Aktiengesetz verpflichtet Aufsichtsräte – die als unternehmensinternes Kontrollgremium für die Beurteilung eines unternehmerischen Fehlverhaltens zuständig sind –, Vorstände bei pflichtwidrigem Verhalten zur Rechenschaft zu ziehen. Erfüllen sie diese Verpflichtung nicht, werden sie ihrerseits schadensersatzpflichtig. Bei den massiven Verwerfungen im Bankensektor sind Fragezeichen angebracht, ob die Aufsichtsräte ihre Aufgabe gewissenhaft wahrgenommen haben. Durch eine Begrenzung der Zahl der Aufsichtsratsmandate, die ein Manager in anderen Betrieben übernehmen darf, wird im Rahmen des aktuellen Gesetzes versucht, einer Verwässerung des Mandates entgegenzuwirken.

Auch die Vergütungsstruktur für Manager soll künftig geändert werden, um das Haftungsprinzip besser zur Geltung zu bringen: Die Große Koalition einigte sich kürzlich auf einen Gesetzentwurf, den der Bundestag Mitte Juni 2009 beschlossen hat. Seither gelten neue Modalitäten bezüglich der Vorstandsvergütung. Das Gesetz soll dazu beitragen, die Unternehmensführung an langfristigen Zielen auszurichten.

- Zukünftig können Aktienoptionen von Managern erst nach vier (nicht wie bisher nach zwei) Jahren eingelöst werden.
- Die Absenkung von Vorstandsbezügen durch den Aufsichtsrat wird deutlich erleichtert.
- Die Festsetzung der Gesamtbezüge der einzelnen Vorstandsmitglieder soll sich am langfristigen Unternehmenserfolg orientieren.
- Die Haftung der Aufsichtsratsmitglieder bei Billigung unangemessener Vergütungen wird unterstrichen.
- Zugleich wird die Transparenz der Vorstandsvergütung gegenüber den Aktionären und der Öffentlichkeit verbessert. Der Aufsichtsrat muss die Entscheidung über Vorstandsverträge im Plenum treffen und kann sie nicht mehr an einen Ausschuss delegieren.

- Schließlich dürfen ehemalige Vorstandsmitglieder innerhalb von zwei Jahren nach ihrem Ausscheiden aus dem Vorstand nicht Mitglied eines Prüfungsausschusses oder eines ähnlichen Ausschusses werden, es sei denn, die Wahl erfolgt auf Vorschlag von Aktionären mit 25 Prozent der Anteile.

Dieses Gesetzesvorhaben wird den Prinzipien der Sozialen Marktwirtschaft gerecht, nach denen sicherzustellen ist, dass der Lohn für eine erbrachte Leistung einer marktüblichen Bewertung entspricht, d. h. dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage folgt. In privatwirtschaftlichen Unternehmen hat der Eigentümer (der Anteilseigner, Aktionäre) das Recht, über die Vergütung des (Führungs-)Personals – auch der Manager – zu entscheiden. Allerdings muss diese Festsetzung in eine Kultur der Verhältnismäßigkeit eingebunden sein. Schließlich setzt die verfassungsrechtlich garantierte Freiheit, Verträge (auch Arbeitsverträge samt Vergütung) ohne staatliche Eingriffe schließen zu können, Verantwortlichkeit voraus. Zudem ist diese Verantwortung unmittelbar mit den Kriterien von Schuld und Haftung verknüpft.

Einmal vertraglich fest vereinbarte Vergütungsbestandteile wie etwa Bonuszahlungen kann der Staat nicht einfach im Nachhinein für ungültig erklären. Dagegen spricht die – aus Artikel 2 des Grundgesetzes abgeleitete – Vertragsfreiheit zwischen Wirtschaftssubjekten, die juristisch kaum aufhebbar ist. Überdies billigten Aufsichtsräte in jedem Fall die bestehenden Verträge samt Boni. Um Handlungssicherheit zu schaffen, gilt in einer Marktwirtschaft der wichtige, vertrauensbildende Grundsatz „*pacta sunt servanda*“ (Verträge sind einzuhalten). Insofern ist Vorsicht geboten, wenn Forderungen aufflammen, der Staat solle vertraglich vereinbarte Leistungen einfach streichen. Im Einzelfall mögen diese Zahlungen aufgrund individueller Fehler unberechtigt sein. Auf einen solchen Verdacht hin müssen juristische Prüfungen folgen. Auch aus ethischer Perspektive sind ausufernde Gehaltszahlungen, die nicht mit dem Grundsatz der Leistungsgerechtigkeit zu vereinbaren sind, bedenklich. Beide Aspekte rechtfertigen aber nicht die pauschale Aufgabe der Vertragsfreiheit, einem ehernen Grundsatz der Wirtschaftsordnung.

5.7. WERDEN KREDITVERBRIEFUNGEN JETZT VERBOTEN?

Finanzinnovationen wie die ► *Verbriefung und Strukturierung von Krediten* und deren Verkauf am Markt sollten von der Idee her Finanzinstituten die Möglichkeit einräumen, Risiken besser über den Finanzmarkt hinweg zu verteilen.

Ohne eine solche Möglichkeit können sich die Risiken aus der Kreditvergabe im Bankensektor ballen. Schon die rot-grüne Bundesregierung hatte den Rechtsrahmen für Verbriefungen im Jahr 2003 an das angelsächsische Modell angepasst. Und im Jahr 2005 wurden Verbriefungen im Koalitionsvertrag zwischen CDU/CSU und SPD als förderungswürdig beurteilt, womit dem deutschen Finanzplatz im internationalen Wettbewerb mehr Attraktivität verliehen werden sollte. Wie die Finanzmarktkrise lehrt, können zu lax regulierte Finanzinnovationen wie eben die Verbriefung und Strukturierung von unsicheren Krediten jedoch auch selbst zu einer unbeabsichtigten Quelle des Risikos werden.

Die mit diesen Modellkonstruktionen verbundenen Risiken wurden in der jüngsten Vergangenheit – auch wegen fragwürdiger Bewertungen durch die Ratingagenturen – erheblich unterschätzt. Eine Kernursache für das hohe Risiko der verbrieften Kredite lag im Geschäftsgebaren der Hypothekenbanken. Sie konnten sich durch den Verkauf ihrer Kreditforderungen der Risiken entledigen, weil die Regulierungsbehörden es versäumten, sie dazu zu zwingen, einen Teil der Risiken in ihren Büchern zu behalten. Ohne diese Vorschrift gaben sie der Versuchung nach, ihre Kreditprüfungsstandards zu lockern, um möglichst viele Kredite vergeben zu können – auch an Personen mangelnder Bonität. Durch die Verbriefung und Weitergabe der Kreditrisiken wurde eine wichtige Marktfunktion außer Kraft gesetzt: die Verantwortung und die Haftung der Wirtschaftsakteure für ihre Entscheidungen. In der Verbriefungs- und Strukturierungspraxis verlagerte sich das Kreditausfallrisiko von Banken auf diverse Anleger, die mit der Komplexität der Kreditketten jedoch offenkundig überfordert waren. Sie erkannten die Gefahren – ebenso wie spezialisierte Ratingagenturen – nicht.

Solche Finanzmarktkonstruktionen, die kaum überblicken lassen, wo die Risiken im System letztlich stecken, bedürfen einer strengen Überprüfung. Ein generelles Verbot erscheint wegen der eigentlich guten Produktidee nicht sinnvoll. Eine stärkere nationale wie internationale Kontrolle

solcher Transaktionen ist jedoch dringend geboten. Nur wenn strenge Regeln die positiven Effekte von Finanzinnovationen (wie Verbriefungen) kanalisieren, können sie eine Zukunft haben (► *Frage 5.8. Ist sich die Politik auch der Gefahr einer „Überregulierung“ bewusst?*).

5.8. IST SICH DIE POLITIK AUCH DER GEFAHR EINER „ÜBERREGULIERUNG“ BEWUSST?

Die Bedenken, dass Regulierungsinitiativen aus gut gemeinter Absicht über das Ziel hinausschießen, sind nicht ganz unberechtigt. Eine Überregulierung würde die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte nicht verbessern, sondern ihre Innovationskraft – die bei angemessenen Rahmenbedingungen durchaus wohlfahrtssteigernd wirkt – unterbinden. Das wäre fatal, denn schließlich bilden funktionsfähige Finanzmärkte eine unerlässliche Grundlage für eine leistungsfähige Volkswirtschaft, die ihrerseits den sozialen Ausgleich erst ermöglicht. Das stellten bereits Ordnungspolitiker wie Walter Eucken, Alfred Müller-Armack und Wilhelm Röpke in der ersten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts fest. Da es in einer Volkswirtschaft eines breiten Finanzierungsspektrums bedarf, um die Interessen von Kapitalgebern und -nehmern auszugleichen, darf dem Finanzmarkt nicht durch eine zu starke Reglementierung die Luft abgeschnürt werden. So sind beispielsweise gerade kleine innovative Unternehmen in ganz besonderer Weise auf riskante Finanzierungsformen angewiesen, da Innovationen immer auch mit dem Risiko des Scheiterns verbunden sind.

Es darf auch nicht übersehen werden, dass die Verwerfungen an den Finanzmärkten nicht allein durch *fehlende*, sondern auch durch *falsche* Regulierung verursacht wurden. In den USA gehört der Finanzmarkt – entgegen weit verbreiteter Annahmen – zu den am stärksten regulierten Wirtschaftsbereichen. Trotzdem fand die Krise dort ihren Ursprung. Auch in Deutschland hat sich gezeigt, dass der Staat als Akteur nicht unfehlbar ist: Gerade die Landesbanken, die unter indirektem staatlichem Einfluss stehen, haben häufig falsch agiert.

Es kommt also nicht allein auf die Menge der Regeln, sondern auf die Qualität eben dieser an. Es gilt, eine kluge, abgewogene Regulierung zu etablieren, die Verhalten in gewünschte Bahnen lenkt ohne gleichzeitig die Innovationskraft der Wirtschaft zu bremsen und Wohlstand zu mindern. Entsprechende Regeln müssen sicherstellen, dass der Bezug zwi-

schen Finanzsektor und Realwirtschaft nicht verloren geht und durch kompatible Anreizstrukturen übermäßige Spekulation weitgehend unterbunden wird. Im Zentrum dienender Finanzmärkte steht eine verlässliche Währung, die eine Nutzung des Geldes als Tauschmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit erst ermöglicht. Unvereinbar mit diesem Verständnis ist die Schaffung von Geld mit Geld, z. B. im Rahmen übertriebener Kreditverbriefungen (► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere*).

5.9. WIE SIEHT DIE ZUKÜNFTIGE BANKENLANDSCHAFT AUS?

Deutschland zeichnet sich durch ein Bankensystem mit drei Säulen aus. Insgesamt hat sich dieses Gefüge aus privaten Geschäftsbanken, öffentlich-rechtlichen Instituten und Genossenschaftsbanken – sieht man von einigen Landesbanken ab (► *Frage 3.3. Warum sind gerade Landesbanken so stark betroffen?*) bewährt und in der Krise als vergleichsweise robust erwiesen. Jede dieser drei Bankformen hat ihre wirtschaftliche Daseinsberechtigung.

Allerdings haben einige Finanzinstitute in der Vergangenheit eklatante Fehler gemacht. Die Finanzmarktkrise hat dies schonungslos offengelegt und führte einzelne Banken an den Abgrund. Schon deshalb wird sich die künftige Bankenlandschaft von ihrem heutigen Bild unterscheiden. Die Verschmelzung von Landesbanken (eingeleitet durch die Übernahme der Sachsen LB und der Landesbank Rheinland-Pfalz durch die Landesbank Baden-Württemberg) wird wohl weitergehen. Auch die Fusionen im Privatbankensektor (u.a. Verkauf der Allianztochter Dresdner Bank an die Commerzbank) markieren den Beginn eines Konsolidierungsprozesses. Zudem zeigte die anhaltende Krise Schwächen bei der Kontrolle des deutschen Bankensektors auf (► *Frage 5.2. Wie kann die deutsche Bankenaufsicht verbessert werden?*).

Eine „Bank der Zukunft“ wird – wenn man diese Bezeichnung als allgemeine Formel für deren Ausrichtung versteht – um eine kritischere Analyse ihrer Geschäftsstrategien nicht umhin kommen.

Im Ergebnis muss ein ausgewogenes Verhältnis zwischen risikofreudigen und risikoscheuen Geschäften stehen. Auch die Wahrhaftigkeit jeder Bankbilanz muss unantastbar sein, d. h. Risiken dürfen nicht verborgen

werden. Außerdem müssen sich Banken ihrer Verantwortung gegenüber dem Kunden, sowie der Gesamtwirtschaft bewusst sein. Bundespräsident Köhler sprach in seiner diesjährigen Berliner Rede von mangelndem Durchblick und fehlender Weitsicht der Finanzinstitute. Dies gilt es zu ändern. Gleichzeitig bedarf es einer starken, unabhängigen, international vernetzten Bankenaufsicht, die Risikosituationen besser abschätzen kann (► Frage 5.3. Sollte die internationale Finanzmarktaufsicht harmonisiert werden?).

6. PERSPEKTIVEN DER UNTERNEHMER UND VERBRAUCHER

6.1. WAS KÖNNEN ANLEGER AUS DER FINANZKRISE LERNEN?

Zunächst machen Anleger die positive Erfahrung, dass ihr Geld auch in einer Krisensituation als Spareinlage auf der Bank sicher ist. Niemand muss befürchten, dass seine Einlagen über Nacht verschwinden. Private und staatliche Einlagesicherungen haben funktioniert, zu panischen Reaktionen (wie Kundenschlangen vor Banken) ist es in Deutschland nicht gekommen. Das Geld der Bankkunden ist sicher und damit auch der Zahlungsverkehr. Anleger müssen aber auch lernen, dass Werte von Finanzanlagen (wie Aktien, Wertpapiere und Fonds), die sich von der gerade beschriebenen Spareinlage unterscheiden, auch verloren gehen können (Ausfallrisiko). Für solche Verluste kann der Staat prinzipiell nicht eintreten. Dies ist keine neue, in jüngster Zeit aber schmerzhaftes Erkenntnis gewesen.

Eine weitere wichtige Lektion lautet: Hohe Rendite ist immer die „Entschädigung“ für ein hohes Risiko. Wer viel riskiert, kann viel gewinnen, jedoch auch viel verlieren. Dass komplexe Finanzprodukte das Risiko ausschalten können, hat sich als Trugschluss erwiesen. Genauso wenig macht der Ratschlag eines Beraters – ob er Mitarbeiter einer Bank oder selbständiger Vermögensberater ist – eine Geldanlage sicher.

Und genauso wenig sind Geldanlagen alleine deshalb in der Zukunft sicher, weil in der Vergangenheit in dem betreffenden Segment nie Schlechtes passiert ist.

Die Beachtung einfacher Grundsätze hilft dabei, private Finanzrisiken zu minimieren. Zunächst muss der Anleger die Art seines Engagements definieren und wissen, was er will und was er nicht will – das ist die zentrale Lehre aus dieser Krise. Wer keinerlei Risiko eingehen will, darf nur Produkte kaufen, deren Konstruktion er nachvollziehen kann und die in der Regel nur eine recht geringe Rendite abwerfen. Wer hingegen bereit ist, einen Teil seines Geldes „aufs Spiel zu setzen“, darf damit auch spekulieren und erzielt möglicherweise bei Erfolg eine hohe Rendite. Dabei kann „spekulieren“ zuweilen bedeuten, auch Produkte zu kaufen, deren Funktionsweise einem Laien nicht bis ins letzte Detail verständlich ist.

Dennoch sollte sich der Anleger umfassend über die Produkte informieren, in die er sein Geld (spekulativ) investiert. Wird dies durch eine nachweislich unzulängliche Auskunft etwa eines Anlageberaters verhindert, kann der Anleger im Einzelfall seine Verluste bei der betreffenden Bank geltend machen. Bei der gründlichen und umfassenden Information hilft beispielsweise eine unabhängige Beratung durch die Verbraucherzentralen oder die Stiftung Warentest oder etwa ein angedachter TÜV für Finanzprodukte. Völlige Sicherheit bei Finanzanlagen kann jedoch niemand garantieren.

Trotz aller trüben Erfahrungen und Bedenken dürfen aber auch die positiven Seiten neuer und möglicherweise komplizierter Finanzprodukte nicht außer Acht gelassen werden. Alles verstehen zu wollen, widerspricht der Natur und Ausprägung unserer arbeitsteiligen Gesellschaft. Beispielsweise verlassen wir uns analog dazu bei Innovationen unseres Fahrzeugs oder unseres Computers auch auf das Wissen der Hersteller. Diese Arbeitsteilung und die dadurch möglichen Innovationen schaffen Fortschritt, gesellschaftlichen Wandel und Wohlstand. Dass dies im Sinne der Bevölkerung geschieht, ist ein Kernelement der Marktwirtschaft – schließlich finden nur sinnvolle Innovationen einen zahlungsbereiten Abnehmer.

Dem Staat fällt dabei die Rolle zu, für ausreichende Informationspflicht und Haftung der Hersteller, bzw. im Bereich der Finanzprodukte der

Emittenten und Berater, zu sorgen. Hier geht es folglich um den richtig gesetzten staatlichen Ordnungsrahmen. Inzwischen sind umfassende Reformen des nationalen und internationalen Finanzsystems in Gang gekommen (► *Frage 5.4. Wie sieht die künftige (globale) Regulierung der Finanzmärkte aus?*). Für Anleger ist diese Entwicklung positiv zu bewerten, auch wenn sie erst durch die Krise angestoßen wurde. Die staatliche Regulierung sollte jedoch nicht so weit gehen, sämtliche für den Laien unverständliche Finanzprodukte zu verbieten – das würde letztlich auch dem Anleger schaden (► *Frage 5.8. Ist sich die Politik auch der Gefahr einer „Überregulierung“ bewusst?*).

6.2. IST GOLD HEUTE EINE GUTE GELDANLAGE?

Aufgrund der Finanzkrise und des mit ihr einhergehenden weltweiten Verfalls von Aktien und Immobilien haben Notenbanken zusätzliche Liquidität in die Märkte gelenkt. Das Öffnen der Geldschleusen und die massive Ausweitung der Staatsverschuldung sorgen bei Anlegern für Skepsis und erzeugen Angst vor Inflation. Anleger flüchten in vermeintlich sichere Geldanlagen, was zu einem rasanten Anstieg des Goldpreises führte. Gold bietet aufgrund seiner Knappheit einen begrenzten Schutz bei großen Krisen oder Geldentwertung. Es ist jedoch, wie alle Rohstoffe, keine sichere Geldanlage. Auch der Goldpreis kann fallen. Der Wert von Gold kann von wenigen Marktteilnehmern mit großen Reserven stark beeinflusst werden. Auch die Nachfrage nach Gold, die von vielen Faktoren abhängt (etwa Flucht in sichere Anlagen), spielt eine wichtige, aber nur schwer kalkulierbare Rolle.

6.3. WARUM BEKOMMEN BANKMANAGER BONI, WENN DEREN FINANZINSTITUT GLEICHZEITIG GELD VOM STAAT BEANTRAGEN MUSS?

Bonuszahlungen sind Bestandteil der Vergütung eines Managers und sind vertraglich geregelt. Um Bonuszahlungen trotz Staatsgeld zu unterbinden, müssen die bestehenden Verträge der Manager geändert oder komplett gekündigt und neu aufgesetzt werden. Die bestehenden Verträge samt ihrer Vergütung wurden immerhin von den Aufsichtsräten der Unternehmen – die im Auftrag der Anteilseigner der Banken das Management kontrollieren – gebilligt. Da Boni Anreize zur Leistungssteigerung bieten, wurden sie grundsätzlich auch von Aktionären begrüßt, die sich durch diese Verträge indirekt eine Erhöhung des Börsenwertes der Bankaktien erhofften.

Die Finanzkrise hat aber zu Tage gebracht, dass Bonussysteme häufig nur auf den kurzfristigen Erfolg gerichtet und somit wenig nachhaltig waren. Sie setzten die Anreize so, dass Manager vorwiegend in kurzen Intervallen planten und hohe Risiken eingingen, um ihre Bonuszahlungen zu steigern (► *Frage 2.5 Liegt die Krisenursache in der „Gier“ der Finanzmanager?*).

Mit der Inanspruchnahme der Hilfen des ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin)* und seiner Auflagen stimmen die Manager einer möglichen Vertragsänderung – und damit der Einflussnahme des Staates auf ihre Vergütung – zu.

Im Finanzmarktstabilisierungsgesetz ist festgelegt, dass der Staat, wie es im Fall der Commerzbank geschehen ist, bei der Vergütung des Managements bzw. der Beschäftigten mitreden kann, sobald ein Finanzinstitut Staatshilfe in Form von Rekapitalisierungshilfen oder Risikoübertragungen (Instrumente 2 und 3) in Anspruch nimmt (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*). Konkret kann er die Vergütungssysteme der Unternehmen auf ihre Anreizwirkung und Angemessenheit hin überprüfen. Insbesondere dürfen Vergütungen nicht dazu verleiten, unangemessene Risiken einzugehen. Der SoFFin kann die Gesamtvergütung auf ein angemessenes Maß beschränken – bei Geschäftsleitern und Managern gilt dabei eine monetäre Vergütung über 500.000 Euro pro Jahr als unangemessen (► *Frage 4.7. Nimmt der Staat Einfluss auf Banken, die er mit staatlichen Hilfen bzw. Bürgschaften gerettet oder unterstützt hat?*).

6.4. BEKOMMEN DIE UNTERNEHMEN NOCH AUSREICHEND KREDITE ODER LEIDEN SIE UNTER EINER „KREDITKLEMME“?

Die gegenwärtige Finanzkrise erschwert den Unternehmen aus verschiedenen Gründen den Zugang zu Krediten für die Tätigkeit neuer Investitionen.

Zum einen hat der hohe Abschreibungsbedarf der Banken deren ► *Eigenkapital* gemindert. Da sie eine feste Mindestrelation zwischen den Einlagen und ihren (risikogewichteten) Krediten verschiedenster Form einhalten müssen, sind sie ohne die Zufuhr von zusätzlichem Eigenkapital gezwungen, ihre Kreditvergabe zu beschränken (► *Frage 1.5. Welche Rolle*

spielt Eigenkapital für Banken?). Durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und den ► *SoFFin* versucht die Bundesregierung, den drohenden Engpässen bei der Kreditversorgung entgegenzuwirken (► *Frage 4.2. Welche Maßnahmen hat die Bundesregierung kurzfristig eingeleitet, um das Finanzsystem zu stabilisieren?*). Auch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank verfolgt dieses Ziel.

Neben der Situation der Finanzinstitute ist aber auch die Bonität eines Unternehmens ausschlaggebend für die Kreditgewährung. Aus ihr werden Erwartungen bezüglich der Zahlungsfähigkeit – und somit der Kreditwürdigkeit – abgeleitet. Der rezessionsbedingte Nachfragerückgang schmälert die Wachstumsaussichten und somit auch die Bonität vieler Unternehmen. Damit müssen die Banken für den gleichen, jetzt aber risikoreicheren Kredit mehr Eigenkapital zur Seite legen. Dieser Wirkungskanal verschärft die Gefahr einer Kreditklemme zusätzlich.

Finanzierungsengpässe sind (derzeit) in Deutschland nicht flächendeckend zu beobachten. Zwar haben große Unternehmen und auch mittelständische Betriebe teilweise Schwierigkeiten, Investitionsvorhaben zu finanzieren, ein grundsätzliches Problem ist derzeit jedoch nicht zu erkennen. Da nicht alle Branchen in gleicher Weise von den konjunkturellen Einbrüchen betroffen sind, variieren Finanzierungsengpässe je nach Branchenzugehörigkeit. Selbst der Bankensektor ist nicht durchweg massiv von der Finanzkrise getroffen. Vielen Sparkassen und Genossenschaftsbanken geht es (noch) vergleichsweise gut und sie vergeben weiterhin Kredite. Verschlechtert sich die wirtschaftliche Situation weiter, könnten jedoch weitere Unternehmen und Branchen in Bedrängnis geraten.

Über die Maßnahmen zur Stabilisierung der Finanzwirtschaft hinaus hat die Bundesregierung in ihrem zweiten Konjunkturpaket im Februar 2009 auch Hilfen für die Realwirtschaft (also für Unternehmen) eingerichtet, die krisenbedingt in Liquiditätsengpässe geraten sind und über keinen eigenen Zugang zum Kapitalmarkt verfügen. Der sogenannte „Wirtschaftsfonds Deutschland“ kann Bürgschaften und Kredithilfen in einer Höhe von insgesamt 100 Milliarden Euro für Unternehmen jeder Größe und aller Branchen vergeben.

Um der Verknappung des Finanzierungsangebots allerdings nachhaltig entgegenzuwirken, müssen insbesondere die Schwierigkeiten der Banken

überwunden werden. Solange sich weiterhin ► *toxische Papiere* mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit in ihren Bilanzen befinden, wird bei der Kreditvergabe weiterhin mit Zurückhaltung zu rechnen sein. Neben dem ► *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* schuf die Bundesregierung im Mai 2009 die Möglichkeit zur Errichtung von sogenannten ► *Bad Banks*, die das Problem der toxischen Papiere lösen sollen.

6.5. GIBT ES EIGENTLICH AUCH UNTERNEHMEN, DIE MAN ALS GEWINNER DER FINANZKRISE BEZEICHNEN KANN?

Die Finanzmarktkrise hat sich zu einer Wirtschaftskrise entwickelt, die viele Unternehmen mit voller Härte trifft. Direkt oder indirekt wird nahezu jedes Unternehmen die Auswirkungen der Krise zu spüren bekommen, wobei der Grad der Betroffenheit von Betrieb zu Betrieb und von Branche zu Branche variiert. Aufgrund langfristiger Verträge und Zeitverzögerungen entlang der Lieferkette trifft die Krise unterschiedliche Unternehmen zu unterschiedlichen Zeitpunkten unterschiedlich hart. Die Frage nach den „Gewinnern“ ist also stets unter diesem Vorzeichen zu betrachten.

Als „Gewinner“ könnten jene Unternehmen bezeichnet werden, die sich aufgrund der Krise besser stellen als es ohne die Krise der Fall gewesen wäre. Die Antwort kann selbstverständlich nur hypothetisch ausfallen, schließlich können wir nur mutmaßen, wie die Dinge ohne Krise verlaufen wären.

Unter dieser Prämisse kann man festhalten, dass derzeit einige Unternehmen im Automobilbereich als Profiteure der Umwelt- oder Abwrackprämie Produktionszuwächse bei einigen Kleinwagen erzielen können. Allerdings ist fraglich, wie lange dieser Zustand anhält, da in nennenswertem Maße Nachfrage vorgezogen wird und nach Auslaufen der Prämie mit erheblichen Einbrüchen zu rechnen ist. Zudem leidet die Automobilbranche insgesamt besonders stark unter der Krise und Zuwächse bei den Kleinwagen werden häufig durch Einbußen bei Fahrzeugen der mittleren oder höheren Preisklasse wettgemacht.

Als weiterer Bereich könnte ein bestimmter Teil unseres dreigliedrigen Bankensystems zu den Gewinnern der Krise gezählt werden. Viele Anleger haben ihre Gelder aus Sorge vor Verlusten von privaten Banken hin zu weniger riskant agierenden Sparkassen und Genossenschaftsbanken

umgeschichtet. Hier ist jedoch die Frage zu stellen, ob Kunden die Krise nicht nur „aussitzen“ wollen und ihr Geld nur vorübergehend in diesem aus ihrer Sicht sicheren und vertrauenswürdigeren Hafen parken, oder ob dies ein langfristiger Trend ist, der auch nach Überwindung der Krise anhält.

Generell dürften diejenigen Unternehmen am besten durch die Krise kommen, die schon vor den Turbulenzen ein nachhaltiges und wettbewerbsfähiges Geschäftsmodell verfolgten. Sie haben sogar die Gelegenheit, zu den langfristigen Gewinnern der Krise zu werden, indem sie von den Schwierigkeiten ihrer Wettbewerber profitieren. Sie könnten beispielsweise Kunden und Facharbeitskräfte ihrer Konkurrenten abwerben oder sogar Unternehmensanteile oder Standorte erwerben und in ihr Geschäftsmodell einbeziehen. Für welche Unternehmen das zutrifft, lässt sich jedoch erst beantworten, wenn die Krise vorüber ist.

GLOSSAR

ABSCHREIBUNGEN

Als Abschreibung wird der Wertverlust von Unternehmensvermögen bezeichnet. Dabei kann der Wertverlust durch allgemeine Gründe wie Alterung und Verschleiß oder durch spezielle Gründe wie einen Unfallschaden oder Preisverfall veranlasst sein. Abschreibungen sind gesetzmäßig vorgeschrieben, damit die Bilanz des Unternehmens Vermögensgegenstände mit ihrem aktuellen Wert ausweist. Im Zuge der Finanzkrise sind die Banken durch den Preisverfall oder die Unverkäuflichkeit von Wertpapieren, insbesondere der ► *toxischen Papiere*, gezwungen, Abschreibungen auf den bisherigen Wertansatz in der Bilanz vorzunehmen (Wertberichtigungen). Dadurch wird ihr Spielraum zur Kreditvergabe eingeschränkt.

BAD BANK

Eine „Bad Bank“ ist eine ► *Zweckgesellschaft*, die zur Abwicklung illiquider oder stark wertgeminderter Bankaktiva eingerichtet wird. Errichtet eine Bank eine solche Zweckgesellschaft, so kann sie ihre Bilanz durch die Verlagerung ► *toxischer Wertpapiere* zumindest formell entlasten. Die risikobehafteten Wertpapiere verbleiben bis zum Ende ihrer Laufzeit in der Bad Bank und werden durch staatliche Garantien abgesichert. Der Begriff Bad Bank ist irreführend, da es sich nicht im eigentlichen Sinne um eine Bank handelt, und sie zudem nicht schädlich, sondern eher hilfreich für das Mutterunternehmen ist. Eine Bad Bank hat zudem den Vorteil, dass das Volumen problematischer Aktiva in der Regel offengelegt wird.

BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGSAusGLEICH (BIZ)

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ist eine internationale Organisation auf dem Gebiet des Finanzwesens mit Sitz in Basel. Sie verwaltet Teile der internationalen Währungsreserven und gilt damit quasi als Bank für die Zentralbanken. Bedeutung erlangte sie auch als Aufsichtsgremium über Finanzmarktinstitutionen. Sie stellt eine internationale Bankenstatistik aus den aus dem Bereich ihrer Mitglieder gesammelten Daten zusammen und veröffentlicht in Zusammenarbeit mit der ► *OECD*, dem ► *Internationalen Währungsfonds* und der Weltbank Daten zur internationalen Verschuldung der Staaten.

BASEL II

Der Begriff „Basel II“ bezeichnet eine internationale Vereinbarung über Eigenkapitalvorschriften für Banken, die inzwischen in vielen (vor allem) Industrieländern gültig ist (sich in den USA aber noch für Großbanken in der Umsetzung befindet). Basel II verlangt, dass eine Bank ihre unterschiedlich risikoreichen Geschäfte mit ausreichend haftendem Eigenkapital als Risikopuffer unterlegt, um im Falle einer Krise etwa Kreditausfälle mit der Rücklage auffangen zu können. In Wachstumsphasen, in denen das Kreditausfallrisiko geringer bewertet wird, können die Banken gemäß Basel II ihre Kreditfähigkeit ausweiten, ohne größere Risikopuffer in Form von haftendem Eigenkapital vorhalten zu müssen. In den jetzigen Krisenzeiten hingegen begrenzen die Eigenkapitalvorschriften die Kreditvergabemöglichkeiten.

BILANZIERUNGSREGELN

Die Bewertung von Vermögen und Schulden eines Unternehmens oder einer Bank richtet sich nach bestimmten Regeln. Insbesondere über die Bewertung von Vermögen in der Bilanz gibt es unterschiedliche Regeln. Gemäß den international führenden angelsächsischen Regeln wird das Vermögen nach aktuellen Zeitwerten bewertet und bilanziert, d. h. beispielsweise Konjunkturschwankungen werden im Vermögen sichtbar. In Deutschland können bei national agierenden Unternehmen und Banken andere Regeln angewandt werden. Sie schreiben vor, dass der Anschaffungswert (und nicht der Zeitwert) zur Vermögensbewertung heranzuziehen ist. Zwar werden auch hier Wertberichtigungen vorgenommen – diese spiegeln aber lediglich den Verschleiß des Vermögens wider – und nicht seinen Zeitwert. Die international vorherrschenden angelsächsischen Regeln haben sich in der Finanzkrise nach Einschätzung vieler Fachleute als fatal erwiesen, da sie Finanzinstitute zur schnellen Realisierung von (vermeintlichen) Verlusten zwingt.

Vielfach wurden den Banken auf nationalstaatlicher Ebene auch Abweichungen von den Regeln erlaubt, was zu Wettbewerbsverzerrungen führen kann. Deshalb ist international zurzeit eine lebhafte Debatte über notwendige, international abgestimmte Regeln im Gange.

BÖRSENUMSATZSTEUER

Mit einer Börsenumsatzsteuer wird der Umsatz aus dem Handel mit Finanzprodukten wie z. B. Aktien, Anleihen oder Investmentzertifikaten besteuert. Steuern auf Wertpapierumsätze sind in den vergangenen zwanzig Jahren in vielen Ländern abgeschafft worden. In Deutschland gab es über 100 Jahre lang (bis 1991) eine Börsenumsatzsteuer. Sie betrug zuletzt je nach Wertpapierart zwischen einem und 2,5 Promille des Kurswertes. Die Wirkung einer Börsenumsatzsteuer ist umstritten. Auf der einen Seite wird prognostiziert, dass sie kurzfristig orientierte Spekulationsgeschäfte teurer und damit unattraktiver und unwahrscheinlicher macht, weil es sich nicht mehr lohnt, auf kleine Kursänderungen in kurzer Zeit zu spekulieren. Auf der anderen Seite sinkt dadurch die Liquidität auf den Wertpapiermärkten, was die Börsenkurse stärker schwanken lässt, da einzelne Transaktionen eine größere Wirkung auf den jeweiligen Kurs haben.

Unter dem Namen Tobin-Steuer wird seit Jahren über eine besondere Form der Börsenumsatzsteuer diskutiert, nämlich einer Steuer auf den Börsenhandel mit Devisen.

EIGENKAPITAL

Als Eigenkapital werden Mittel bezeichnet, die von den Eigentümern eines Unternehmens oder einer Bank zu dessen Finanzierung aufgebracht oder als erwirtschafteter Gewinn im Unternehmen belassen werden. Das Eigenkapital trägt das Verlustrisiko und übernimmt für die Verbindlichkeiten gegenüber den Gläubigern eine auf seine Höhe beschränkte Haftung. Durch Verluste verringert sich das Eigenkapital. Bei Kreditinstituten ergibt sich im Zusammenhang mit den gesetzlich vorgeschriebenen Eigenkapitalgrundsätzen eine Beschränkung des Geschäftsvolumens (► *Basel II*).

FORUM FÜR FINANZSTABILITÄT (FSF)

Das FSF wurde 1999 auf Initiative der sieben Großen Industrieländer (G7) gegründet. Zu den Aufgaben des Forums gehört es, regelmäßig die Lage an den internationalen Finanzmärkten zu analysieren, Vorschläge zur Beseitigung von Missständen zu erarbeiten und die Umsetzung der Vorschläge zu verfolgen. Ferner soll es die Koordination und den Infor-

mationsaustausch der verschiedenen Behörden, Institutionen und Gremien verbessern, die für Fragen der Finanzstabilität zuständig sind. Seit dem G20-Gipfeltreffen im April 2009 in London wurde der Mitgliederkreis auf alle G20-Mitgliederländer, Spanien und die Europäische Kommission erweitert. Außerdem erhielt es auf dem G20-Gipfel unter dem Namen „Rat für Finanzstabilität“ (FSB) ein breiteres Mandat.

GELDPOLITIK: RESTRIKTIVE BZW. EXPANSIVE

Als Geldpolitik bezeichnet man die wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu erreichen. Eine restriktive Geldpolitik zielt darauf, die Höhe des sich im Umlauf befindlichen Geldes zu verringern und geht einher mit höheren Zinsen. Eine expansive Geldpolitik vergrößert die Geldmenge oder das Geldangebot der Zentralbank und geht mit sinkenden Zinsen einher.

GEWÄHRTRÄGERHAFTUNG

Gewährträgerhaftung meint, dass die Gewährträger (Eigentümer) der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute, also der Sparkassen oder Landesbanken/Girozentralen, für ihre Institute im Außenverhältnis zu deren Gläubigern haften, wenn die Finanzinstitute Forderungen an sie nicht mehr begleichen können. Die Gemeinde, die Stadt oder das Land muss (theoretisch) gegenüber jedem individuellen Gläubiger für alle Verbindlichkeiten dieser Instanzen aufkommen. Die Gewährträgerhaftung ist auf Initiative der EU-Kommission im Jahr 2005 abgeschafft worden: Damit ist ein Wettbewerbsvorteil der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute gegenüber privaten Kreditinstituten und Genossenschaftsbanken weggefallen.

Die Einlagen der Kunden der öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute waren durch die Gewährträgerhaftung besonders gesichert. Sie waren daher in der Lage, sich zu besonders günstigen Konditionen am Kapitalmarkt zu refinanzieren – und so auch ihren Kunden günstige Kredite anzubieten.

G20-STAATEN

Die „Gruppe der 20“ (G20) wurde 1999 als Forum für Finanzminister und Zentralbank-Präsidenten ins Leben gerufen und repräsentiert zwei Drittel der Weltbevölkerung, rund 85 Prozent der weltweiten Wirtschaftskraft

und 80 Prozent des Welthandels. Aufgabe ist es, die Kooperation in Fragen des internationalen Finanzsystems zu verbessern. Die Finanzminister und Zentralbankchefs treffen sich einmal jährlich. Der G20-Gemeinschaft gehören an: USA, Japan, Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Italien, Russland, Kanada, China, Indien, Brasilien, Mexiko, Südafrika, Argentinien, Australien, Indonesien, Saudi-Arabien, Südkorea, Türkei und die Europäische Union.

HEDGE-FONDS

Hedge-Fonds versuchen unter Verwendung verschiedener Strategien, Fehlbewertungen einzelner Wertpapiere oder ganzer Märkte zu identifizieren und renditeorientiert auszunutzen. Da Hedge-Fonds keinen Anlagerichtlinien unterliegen und alle Formen der Kapitalanlage nutzen, von Aktien über Derivate bis hin zu Engagements auf dem Rohstoff- oder auch dem Gütermarkt, zeichnen sich Hedge-Fonds durch ein höheres Risiko als normale Investmentfonds aus. Ziel dieser Anlageform ist es, konstante positive Erträge zu erwirtschaften, unabhängig von den Entwicklungen am Finanzmarkt.

INTERNATIONALER WÄHRUNGSFONDS (IWF)

Der IWF ist eine internationale Organisation, welche die globale Finanzstabilität beobachtet und seinen Mitgliedsstaaten (derzeit 185) Empfehlungen zur Wahrung eben dieser aussprechen kann. Gerät ein Mitgliedsstaat in Zahlungsschwierigkeiten, so kann der IWF gegen Auflagen für die Wirtschaftspolitik der betroffenen Regierung Kredite vergeben. Im Zuge der Finanzkrise haben Island und einige osteuropäische Staaten von Zusagen profitiert.

LEISTUNGSBILANZDEFIZIT/ LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSS

Die Leistungsbilanz ist ein Teil der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. Sie erfasst Waren- und Dienstleistungsströme, sowie Erwerbs- und Vermögensübertragungen zwischen dem In- und Ausland.

Bei einem Leistungsbilanzdefizit erwirtschaftet eine Volkswirtschaft aus dem Verkauf von Gütern und Dienstleistungen nicht mehr ausreichende finanzielle Mittel, um ihren ausländischen Zahlungsverpflichtungen und

grenzüberschreitenden Aktivitäten nachzukommen. Ein Land mit einem negativen Leistungsbilanzsaldo importiert mehr als es exportiert.

Bei einem Leistungsbilanzüberschuss ist der Saldo aus dem Ex- und Import von Gütern und Dienstleistungen hingegen positiv.

ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG (OECD)

Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ist eine internationale Organisation mit 30 Mitgliedsländern, die sich den Prinzipien Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen. Die meisten OECD-Mitglieder gelten als entwickelte Länder, so dass die OECD auch häufig als „Club der Industrieländer“ bezeichnet wird. Die Mitgliedsstaaten beraten gemeinsam in verschiedenen Komitees, um die wirtschaftliche Zusammenarbeit zu verbessern. Darüber hinaus beobachtet die OECD wirtschaftliche Entwicklungen und veröffentlicht Berichte und Studien zu einzelnen Themenkomplexen.

PFANDBRIEFE

Pfandbriefe sind verzinsliche Wertpapiere, die Hypothekenbanken, Pfandbriefanstalten und Landesbanken herausgeben. Mit dem geliehenen Geld der Anleger werden Hypothekenkredite an Hausbauer und Kredite an Städte und Gemeinden vergeben. Die Sicherheit der Anlage ist damit sehr hoch, denn die Immobilien oder das Steueraufkommen dienen als Sicherheit.

RATINGAGENTUREN

Ratingagenturen sind private und gewinnorientierte Unternehmen, die gewerbsmäßig die Kreditwürdigkeit (Bonität) von Unternehmen, Banken, Staaten aber auch einzelner Wertpapiere bewerten. Sie benutzen dazu Buchstabenkombinationen, die in der Regel von AAA (beste Qualität) bis D (zahlungsunfähig) reichen. Ratingagenturen arbeiten unabhängig, um ohne externe Einflüsse (also unbestechlich) zu einer Bewertung kommen zu können. Klassifizierungen der Ratingagenturen sind vielfach Grundlage von Anlegerentscheidungen. 95 Prozent des Weltmarktes gewerbsmäßiger Ratingaktivitäten entfallen auf drei große Ratingagenturen: Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings: eine Marktkonstellation,

in der sich die Akteure mangels Wettbewerb nicht unbedingt zu einer Qualitätssteigerung angespornt fühlen müssen.

SONDERFONDS FINANZMARKTSTABILISIERUNG (SOFFIN)

Im Oktober 2008 wurden mit dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz drei Instrumente geschaffen, um die Finanzinstitute und das Finanzsystem vor dem Kollaps zu retten. Die Umsetzung dieses Gesetzes obliegt dem SoFFin. Der SoFFin hat zum Ziel, das Finanzsystem in Deutschland zu stabilisieren. Seine Einrichtung ist zeitlich befristet bis zum 31. Dezember 2009. Rechtlich untersteht der SoFFin dem Bundesfinanzministerium, zudem wird er von der Deutschen Bundesbank beraten. Ein dreiköpfiges Leitungsgremium verwaltet den Fonds und unterbreitet einem sogenannten Lenkungsausschuss, der aus Vertretern der federführenden Bundesministerien besteht, Entscheidungsvorschläge zur Stabilisierung des Finanzsystems. Letztlich entscheidet also dieser Lenkungsausschuss, welche Bank Unterstützung aus dem Fonds erhält und welche nicht. Politisch legitimiert wird die Konstruktion durch das sogenannte Gremium zur Finanzmarktstabilisierung, das aus neun Mitgliedern aus dem Haushaltsausschuss des Deutschen Bundestages besteht. Dieses Gremium hat keine Entscheidungsbefugnis im Einzelfall, sondern eine Aufsichts- und Überwachungsfunktion.

SUBPRIME-HYPOTHEKEN/SUPRIME-SEGMENT

In den USA werden Hypothekenkredite nach den Kriterien ihres Ausfallrisikos klassifiziert. Das Subprime-Segment stellt die Kategorie mit der höchsten Ausfallwahrscheinlichkeit dar. In dieses Segment fallen Hypotheken, deren Schuldner nachweislich Bonitätsprobleme haben, z. B. weil sie mit Kreditraten in der jüngeren Vergangenheit in Verzug geraten sind oder bereits eine Zwangsversteigerung hinter sich haben. Als die Immobilienblase in den USA platzte und die Häuserpreise sanken, kam diese Gruppe von Schuldnern als erste in Zahlungsnotstand, so dass sich die Ausfälle von Hypothekenkrediten vor allem auf das Subprime-Segment konzentrierten.

TOXISCHE WERTPAPIERE

Als toxische Papiere werden Wertpapiere eingestuft, deren Ausfallrisiko zurzeit nicht einzuschätzen ist. Darunter fallen besonders ► *verbriefte und strukturierte Wertpapiere*, die bereits ausgefallene oder vom Zahlungsausfall bedrohte ► *Subprime-Hypotheken* enthalten. Da eben nicht klar ersichtlich ist, ob und wann die Kreditforderungen, die hinter diesen Papiere stehen, ausfallen, sind diese Produkte mit einem hohen Risiko behaftet, was sie für mögliche Käufer und die Besitzer „giftig“ macht.

VERBRIEFTE UND STRUKTURIERTE WERTPAPIERE

In früheren Zeiten, als die Technik der Verbriefung noch nicht existierte, vergab die Bank einen Kredit an einen Kunden und behielt diesen Kredit bis zu seiner Tilgung in ihrer Bilanz. Wegen der neuen Technik der Verbriefung ist dies heute immer seltener der Fall.

Mit der Methode der Verbriefung wandeln Emittenten (z. B. die Hypothekenbanken) gewöhnlich nicht handelbare Vermögenswerte (wie Hypothekenkredite) in Anlageprodukte (Wertpapiere) um und verkaufen diese an professionelle Anleger (z. B. Investmentbanken). Sie tun dies, um die neu geschaffenen Wertpapiere als Besicherung für die Vergabe weiterer Kredite zu nutzen und so ihre Geschäftstätigkeit weiter ausdehnen zu können. Im Fall der Hypothekenkredite heißen die verbrieften Produkte *Mortgage Backed Securities*.

Beim Prozess der Verbriefung werden zunächst mehrere Einzelkredite zusammengefasst und in Pakete gebündelt. Anschließend werden die Kreditpakete, die Einzelkredite mit unterschiedlich hohen Verlustrisiken enthalten, strukturiert. Im Zuge der Strukturierung werden die Wertpapiere zusätzlich an Bedingungen (die sich z. B. auf die Rückzahlung oder auch die Zinszahlung beziehen) geknüpft, so dass für die Käufer unterschiedlich hohe Verlustrisiken entstehen. Diese Strukturierung (oder Tranchierung) soll die Marktgängigkeit der verbrieften Kredite verbessern: Im Ergebnis entstehen unterschiedlich riskante Wertpapiere, die entsprechend der Risikobereitschaft der Anleger verkauft werden können.

ZWECKGESELLSCHAFTEN

Zweckgesellschaften sind – wie der Name sagt – spezielle und für einen bestimmten Zweck gegründete Gesellschaften. Dieser Zweck kann die Verwaltung eines Wertpapierdepots oder der Betrieb eines Windkraft-rades sein, aber auch die Zusammenstellung und der (Weiter-)Verkauf von verbrieften und strukturierten Wertpapieren für eine Bank, sodass diese die zugrundeliegenden Forderungen (und Risiken) aus ihrer eigenen Bilanz ausgliedern kann. Die zweite Variante spielte in der Finanzkrise eine bedeutende Rolle.

ANSPRECHPARTNER IN DER KONRAD-ADENAUER-STIFTUNG

Christina Langhorst

Koordinatorin Internationale Wirtschaftspolitik

Hauptabteilung Politik und Beratung

10907 Berlin

Tel.: +49(0)-30-2 69 96-35 17

E-Mail: christina.langhorst@kas.de

Matthias Schäfer

Kommissarischer Leiter des Teams Wirtschaftspolitik

Hauptabteilung Politik und Beratung

10907 Berlin

Tel.: +49(0)-30-2 69 96-35 15

E-Mail: matthias.schaefer@kas.de