

Deregulierung, Finanzmarktdesaster und Reformoptionen: Die Hoffnung stirbt zuletzt

HANSJÖRG HERR/RAINER STACHULETZ

Einleitung

Das gegenwärtige Desaster auf den globalen Finanzmärkten im Allgemeinen und den Kreditmärkten im Besonderen ist mehr als eine temporäre Finanzmarktkrise. Die vierte große Finanzmarktkrise innerhalb der letzten zwei Dekaden verweist auf den Verschleiß eines Denkmusters: Der Glaube an wohlfahrtssteigernde Wirkungen deregulierter und liberalisierter Finanzmärkte sowie die Überlegenheit marktorientierter Finanzsysteme ist erschüttert.

Der gegenwärtig zu beobachtende Untergang eines ganzen Finanzmarktsegments, das faktische Aus für verbreitete Finanzierungsinstrumente und die schwere Beschädigung der Kreditmärkte summiert sich nach heutigen, vermutlich konservativen Schätzungen auf eine Größenordnung von 945 Milliarden US-Dollar (vgl. IMF 2008). Die tiefe Überzeugung, Finanzinnovationen würden quasi automatisch dazu beitragen, Wohlfahrtsgewinne und eine verbesserte Allokation von Risiken zu erzielen, geriet ins Wanken. Die Hoffnung, dass die Auslagerung von Kreditrisiken aus den Bankbilanzen »den Intermediären eine erhöhte Widerstandsfähigkeit gegen unerwartete, systemweite Schocks (vermittele)« (Krahen 2005: 14), muss der Einsicht weichen, dass die gefeierte »marktorientierte« Gestaltung des Kreditgeschäftes in hohem Maße die Gefahr von Moral Hazards birgt und das Problem asymmetrischer Informationen verschärft hat (vgl. Filc 2008). Tatsächlich wird heute erkennbar, dass sich die erratischen Verluste aus dem Kreditgeschäft auf nur wenige Player konzentrieren. Das zur Zeit zu beobachtende Marktversagen, die Austrocknung der Geldmärkte, immer neue Abschreibungsmilliarden und der demütige Blick der beteiligten Akteure in Richtung Zentralbanken und öffentlicher Haushalte stellen auch das Leitbild eines deregulierten finanzmarktgetriebenen Kapitalismus in Frage. Inzwischen konstatieren selbst die Verfechter einer marktbasierter Überwachung der Qualität von Kreditportfolios, dass die Welt nach

den Jahren freizügiger Disintermediation nun vor einer Reintermediation stehe.

Zunächst analysieren wir Ursachen und Dynamik der gegenwärtigen Krise. Im folgenden Abschnitt erinnern wir daran, dass nichtregulierte Vermögenmärkte aufgrund schwerwiegender Informationsprobleme und der grundsätzlich beschränkten Rationalität der Marktakteure zu gefährlichen Fehlentwicklungen tendieren. Danach skizzieren wir die Entwicklungslinien der Finanzmärkte während der vergangenen Jahrzehnte, um dann den Entwurf eines Reformszenarios zu umreißen.

Das Subprime Desaster

Bis zum Ende der 1930er Jahre war das amerikanische Hypothekengeschäft ausschließlich Gegenstand regulierter Banken bzw. »Savings and Loan Associations«. Das Modell entsprach einer »Buy-and-hold«-Strategie, d. h. verauslagte Kredite fanden sich bis zu deren Rückzahlung in den Bilanzen der kreditgebenden Banken (Originatoren), Liquiditäts-, Zins- und Bonitätsrisiken lagen während dieser Zeit bei der kreditgebenden Bank. Im Rahmen der als »New Deal« bekannten Wohlfahrtspolitik von Roosevelt erfuhr diese Situation durch die Einrichtung der Federal National Mortgage Association (populär Fannie Mae genannt) eine bedeutende Verbesserung, denn nun konnten erstklassige Kredite (»Prime Loans«) durch Inanspruchnahme einer staatlichen Institution zu attraktiven Bedingungen langfristig refinanziert werden. Zins- und Liquiditätsrisiken von »prime loans« wurden auf Fannie Mae und damit letztlich an den Bundeshaushalt transferiert. Mit Hilfe von Gewährleistungszusagen seitens Fannie Mae zugunsten der Kreditbanken verließen schließlich auch die Bonitätsrisiken die Bilanzen der Originatoren und belasteten den Bundeshaushalt. Fannie Mae wurde zum Garant eines landesweit risikoeffizienten Portfolios und der Förderung privaten Wohneigentums.

Rund dreißig Jahre später, zur Zeit der Johnson-Administration, begann – auch zum Zwecke der Entlastung des Bundeshaushalts – die Reorganisation des von staatlicher Regulierung geprägten Hypothekemarktes. Der Privatisierung von Fannie Mae folgte die Einrichtung der Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), die schließlich im Jahre 1970 die ersten Mortgage-Backed-Securities (MBS) entwickelte. Ginnie Mae refinanzierte die Hypothekendarlehen der Kreditban-

ken durch Emission langfristiger Wertpapiere und transferierte damit Zins- und Liquiditätsrisiken aus dem Bereich der Originatoren bzw. des Bundeshaushalts an die Käufer der MBS. Die nun auf breiter Front einsetzende Verbriefung von Hypothekenkrediten durch (ehemals) staatlich lizenzierte Institute ermöglichte ein starkes Wachstum der Hypothekenfinanzierung mit differenzierten Risikotransfers. Die Banken konzentrierten sich auf das Hypothekengeschäft, das aufgrund der faktischen Risikofreiheit durch geringe Margen gekennzeichnet war. Fannie Mae und Ginny Mae garantierten die Bonität der Kreditnehmer und reichten Liquiditäts- und Zinsrisiken an die Käufer der MBS-Papiere weiter. Das Geschäft mit standardkonformen Prime Loans blieb eine Domäne dieser staatlich regulierten bzw. lizenzierten Finanzierungsagenturen. Noch im Jahre 2003 lag der MBS-Marktanteil dieser Institutionen bei rund 76 Prozent, während die anderen Banken zu diesem Zeitpunkt lediglich einen Anteil von 24 Prozent realisierten.

Diese Situation änderte sich erst durch die von den Wall Street Banken initiierte aggressive Vertriebsstrategie zur Ausweitung hochriskanter Subprime-Kredite oder Alt-A-Kredite (Kredite zwischen Prime und Subprime) in Verbindung mit dem exzessiven Einsatz eines in diesem Segment neuartigen Instruments des Risikotransfers, der Collateralized Debt Obligations (CDOs). Nach der Datenlage geht die Expansion im Hypothekengeschäft wesentlich auf die Ausweitung minderwertiger Subprime-Kredite zurück. Das Problem der Refinanzierung des stark expandierenden Subprime-Kreditmarktes wurde mit Hilfe einer Konstruktion bewältigt, deren Funktionsweise bestechend einfach scheint: Subprime- und Alt-A-Hypothekenkredite wurden gepoolt, die Cashflows aus den Krediten dienten als Sicherheit darauf begebener CDOs unterschiedlicher Risikoklassen. Oftmals wurden den CDOs neben den erwarteten Cashflows aus Hypothekenkrediten noch erwartete Zahlungen von anderen Kreditarten zugemischt, etwa Konsumentenkredite, Kreditkartenkredite oder Kredite an Schwellenländer. Selbst Rating-Agenturen waren letztlich nicht mehr in der Lage, die Tranchen seriös zu bewerten. Die Bedienung der unterschiedlichen Risikoklassen erfolgt nach einem kaskadenartigen Prinzip. Zunächst werden die relativ sicheren, AAA-eingestuften (Senior-)Tranchen bedient, anschließend die riskanteren Mezzanine-Tranchen und zum Schluss die hochriskante Junk-Bond-Tranche, das »First Loss Piece«. Denn bei einem Zahlungsausfall der Hypothekenschuldner mussten die Käufer des First Loss Pieces den gesamten Kreditausfall schultern, während die anderen Tranchen erst herangezogen wur-

den, wenn das First Loss Piece aufgebraucht war. Diese Logik der Weiterreichung von Krediten lässt den Umgang mit dem First Loss Piece, dem ›toxischen Müll‹ der Hypothekenkredite, zum Engpass der Kreditexpansion werden. Da von den Banken eine Eigenkapitalhinterlegung des First Loss Pieces von 100 Prozent gefordert wurde, bestand ein hoher Anreiz, die Risiken dieser Tranchen zu verkaufen. In diesem Kontext spielten Hedge-Fonds eine entscheidende Rolle, denn diese kauften in großem Umfang die Junk-Bond-Tranche und unterstützten damit die gigantische Kreditausweitung auf dem US-Hypothekenmarkt in den Jahren 2003 bis 2006.¹ Verschärfend kam hinzu, dass sogenannte Zweckgesellschaften, die von den Hypothekenbanken geschaffen wurden, die von den Banken ausgelagerten langfristigen Hypothekenkredite kurzfristig finanzierten, also ein extremes Fristenrisiko eingingen.

Der Markt kam zum Einsturz, als ein steigender Prozentsatz der Hypothekenschuldner ihre Kredite nicht mehr bedienen konnten. Aufgrund der extremen Fristentransformation standen die Zweckgesellschaften unter dem Druck einer permanenten Refinanzierung. Nach dem Ausbruch der Krise gelang es diesen Gesellschaften allerdings nicht mehr, sich zu refinanzieren. Die Banken, welche die Zweckgesellschaften geschaffen hatten, mussten einspringen und waren nun selbst von der Krise betroffen. Da keine Bank wusste, welche Zweckgesellschaften andere Banken hatten, brach wiederholt der Geldmarkt zwischen den Banken zusammen. Ohne wiederholte und massive Hilfe der Zentralbanken und des Staates wäre das Finanzsystem in den wichtigsten westlichen Ländern kollabiert. Am 4. April 2008 lag die Summe der von den 25 größten Kreditinstituten vorgenommenen Abschreibungen bei rund 225 Milliarden US-Dollar, wobei auf die größten fünf Institute deutlich mehr als 50 Prozent des Gesamtschadens entfallen. Eine im Maßstab geringfügige dreiprozentige Veränderung der Ausfallquoten amerikanischer Subprime-Hypothekenkredite war ausreichend, den 57 Billionen US-Dollar schweren Finanzmarkt in eine ernste Krise zu stürzen (vgl. Dodd 2007: 23).

1. Da Hedge-Fonds in der Regel mit erheblichem Leverage operieren, könnte ein Hedge-Fonds mit einem Eigenkapital von 100 Millionen US-Dollar über ein Leverage von 9 zusätzlich 900 Millionen US-Dollar Fremdkapital beschaffen. Investiert der Hedge-Fonds sein Gesamtkapital von jetzt einer Milliarde US-Dollar in nicht bewertete Junk Bonds, die zehn Prozent eines Forderungspools repräsentieren, dann lässt sich auf diese Weise ein Gesamtkreditvolumen von zehn Milliarden US-Dollar generieren, dessen Risiken über CDO-Konstruktionen ausplatziert sind.

Die Subprime-Hypothekenkrise zeigt, dass Finanzsysteme nicht funktionieren, wenn Kreditgeber nicht mehr selbst für die Qualität ihrer Schuldner haften müssen, sondern die Risiken an andere verkaufen – in diesem Fall u. a. beispielsweise an deutsche Landesbanken –, die den Hypothekenmarkt in den USA nicht einschätzen können. Moral Hazard und asymmetrische Informationsverteilungen sind in diesem Fall elementare Mängel, die zwangsläufig zu Marktversagen führen.

Problemverschärfend kommt hinzu, dass die derzeit geltenden internationalen Bilanzierungsstandards pro-zyklisch und daher problemverschärfend wirken. Denn obwohl Qualitäten wie Transparenz, Entscheidungsbezogenheit und Markteffizienz zu den deklamierten Zielsetzungen der internationalen Rechnungslegung zählen, besteht heute der begründete Verdacht, dass gerade die starre Anwendung des weltweit bejubelten Fair Value Accounting (IAS 39), mit dem zwingend eine Bewertung von Finanzvermögen zum Zeitwert vorgesehen ist, in Auf- und Abschwungsphasen wie ein Brandbeschleuniger wirkt. Für zumeist »Over The Counter« (OTC) gehandelte, grundsätzlich wenig liquide und wenig transparente Instrumente wie CDOs lässt sich zudem kein valider Marktwert als Bewertungsbasis ermitteln. In diesen Fällen muss mit Hilfe einiger weitgehend theoriefrei ermittelter und hinsichtlich ihrer Bewertungsfunktionalität zweifelhafter Indikatoren ein Wert konstruiert werden.

Der fehlende Preis- und Mengenanker von Vermögenmärkten

Dispositionen über Vermögen implizieren Festlegungen für die Zukunft. Die Konsequenzen dieser Festlegungen zeigen sich erst in der Zukunft, manchmal erst in einer fernen Zukunft. Aus diesem Grunde können Entwicklungen auf Vermögenmärkten nicht ohne Aussagen über Erwartungen diskutiert werden. Dabei beruht das Wissen über die Zukunft auf einer unsicheren Basis. »Wir wissen es schlichtweg nicht«, so brachte Keynes (1937: 214) zum Ausdruck, dass die ausgefeiltesten Wahrscheinlichkeitsmodelle die Unsicherheit über die Zukunft nicht überwinden können. Gerade bei Vermögensdispositionen sind nicht alle zukünftigen Ereignisse bekannt und selbst den als hinlänglich bekannt vermuteten Ereignissen können oft keine spezifischen Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden. Erwartungen haben keinen Anker in ökonomischen Fundamentalfaktoren, da die zukünftigen Fundamentalfaktoren heute nicht

bekannt sind und selbst unter Experten umstritten ist, was Fundamental-faktoren sind. Bei der Suche nach Erwartungsbildungsmodellen ist die ökonomische Theorie auf Disziplinen wie die Soziologie oder Psychologie verwiesen. Über sozioökonomische Prozesse bildet sich in jeder historischen Situation typischerweise eine Stimmungslage heraus, ein »Zustand des Vertrauens« (Keynes 1936: 125) oder eine »verbreitete Beurteilung«² der zukünftigen Entwicklung. Bei dergestalt bestimmten Erwartungen sind Phasen mit überschwänglichem Optimismus ebenso vorprogrammiert wie Phasen mit tiefem Pessimismus. Selbst scheinbar belanglose Entwicklungen im Bereich der Ökonomie oder der Politik können zu Änderungen des »Zustandes des Vertrauens« führen.

Die Preisentwicklung auf Vermögensmärkten hängt auch deshalb weitgehend von Erwartungen ab, weil die meisten Vermögensobjekte eine geringe und gegebenenfalls erst längerfristig relevante Preiselastizität des Angebots haben. Hierunter fallen beispielsweise der Aktienmarkt, der Immobilienmarkt, der Devisenmarkt und der Markt für Rohstoffe und Antiquitäten. Nehmen wir an, optimistische Erwartungen treiben die Immobilienpreise in die Höhe. Der Vermögenswert eines Hauses kann dabei weit über die Produktionskosten eines Hauses steigen. Dadurch wird zwar der Bau neuer Häuser angeregt, jedoch wird es Jahre dauern, bis zusätzliche Häuser auf den Markt kommen und das Angebot erhöhen. Eine steigende Nachfrage nach Grundstücken in guter Lage führt zu keinerlei Erhöhung des Angebots. Ähnlich ist es bei Aktien. Treiben optimistische Erwartungen die Aktienkurse in die Höhe, so gibt es zwar einen Anreiz für Unternehmen, neue Aktien zu emittieren, jedoch ist die Neuemission von Aktien im Vergleich zum Bestand sehr gering und makroökonomisch ohne besondere Bedeutung. Wir können festhalten, dass Vermögenspreise weder einen stabilen Anker in Produktionskosten haben, was bei normalen Waren wie Stühlen oder Drehbänken der Fall ist, noch einen stabilen Anker bei der Erwartungsbildung.

Es gibt einen zentralen Bereich der Vermögensmärkte, der quantitativ sehr stark reagieren kann: die Kreditmärkte. Optimistische Erwartungen führen im Finanzsystem zur Kreditexpansion, die faktisch keine Grenze hat, solange die Zentralbank die Kreditexpansion nicht bremst. Denn Geld und Kredit können, wie Schumpeter (1926) es ausdrückt, aus dem Nichts geschaffen werden und sind potentiell beliebig vermehrbar. In entwickelten Finanzmärkten verfügt die Zentralbank lediglich über das

2. »Conventional judgement« (Keynes 1937: 214).

Zinssatzinstrument, um die Kreditexpansion des Finanzsystems zu steuern. Bei sehr optimistischen Erwartungen sind unter Umständen radikale Zinssatzerhöhungen notwendig, um eine überzogene Kreditexpansion zu drosseln. Bei pessimistischen Erwartungen werden Finanzinstitute ihr Kreditangebot einschränken und Kreditrationierung betreiben (vgl. Stiglitz und Greenwald 2003). Selbst niedrige Refinanzierungszinssätze der Zentralbank können dann eine Verknappung der Kredite nicht verhindern.

Vermögensmärkte eignen sich wie kein anderer Markt zum schnellen Verdienen von viel Geld mit wenig Anstrengung. Das entscheidende Instrument dazu ist die Spekulation. Vermögensobjekte werden mit eigenem oder geliehenem Geld mit der Hoffnung gekauft, dass ihr Preis steigt und beim späteren Verkauf ein Spekulationsgewinn erzielt werden kann. Gekauft werden können Aktien, Immobilien, Währungen oder auch ganze Unternehmen, um sie nach ihrer Umstrukturierung gewinnbringend zu verkaufen. Die Möglichkeit des schnellen Geldverdienens lockt nicht nur Spekulanten auf Vermögensmärkte, sondern auch Akteure mit extremer Risikobereitschaft und Gier einschließlich Betrüger aller Art.

Theoretische Argumente und die Wirtschaftsgeschichte sprechen dafür, dass deregulierte Vermögensmärkte ein hohes endogenes Instabilitätspotential mit erheblichen Gefahren für den Rest der Ökonomie beinhalten. Es ist die Kombination aus spezifischen Erwartungen, spekulativen Aktivitäten, einer starken Kreditexpansion und einer Vermögensmarktinflation, die auf breiter Front zerstörerisch wirken kann (vgl. Fisher 1933; Minsky 1990). Bei Entwicklungen auf Vermögensmärkten sind destabilisierende Rückkopplungseffekte charakteristisch. So erhöhen steigende Vermögensmarktpreise den Wert von Sicherheiten, stimulieren darüber die Kreditexpansion und erzeugen gleichzeitig spekulative Aktivitäten, da Spekulanten auf den Zug steigender Preise aufspringen. Typischerweise steigt die Verschuldung aller Wirtschaftssubjekte in einer solchen Situation an. Spekulation im engen Sinne bildet zwar nicht das Rückgrat eines solchen Prozesses, kann jedoch entscheidend zu Übertreibungen beitragen. Meist lockt in der Endphase solcher Vermögensmarktinflationen die Geldgier Zocker und Betrüger auf den Markt (vgl. Kindleberger 1978). Das Finanzsystem wird im Verlaufe einer solchen Entwicklung immer anfälliger für alle Arten von Schocks.

Vermögensmarktinflationen sind äußerst gefährlich, da sie Vermögensmarktdeflationen mit der Gefahr systemischer Finanzmarktkrisen

und Krisen in der Realökonomie nahezu unvermeidlich machen. Immobilienpreisblasen sind in der Regel gefährlicher als Aktienpreisblasen, da Immobilienkäufe mit einem volkswirtschaftlich größeren Kreditvolumen verbunden sind. Der anfänglichen Zahlungsunfähigkeit von Schuldern, insbesondere solcher, deren Investitionen und Spekulationen kreditfinanziert sind, folgt bei Finanzinstitutionen die Zerstörung von Aktivpositionen (Forderungen aus Krediten) und damit die Vernichtung von Eigenkapital. Schließlich erschwert der Preisverfall banküblicher Sicherheiten den Schuldnern die Neuaufnahme und Prolongierung von Krediten. Gleichzeitig werden Schuldner vorsichtiger bei der Kreditaufnahme, da höhere Risikozuschläge und ein wachsendes Liquiditätsrisiko (Anschlussfinanzierung) das finanzwirtschaftliche Risiko der Unternehmen größer werden lassen. Die beschriebene Wirkungskette führt zu einer zunehmenden Reduzierung der Kreditvergabe von Finanzinstituten und gleichzeitig zu einer zunehmenden Verschlechterung der Refinanzierungsbedingungen der Nichtbanken aufgrund erheblich steigender Finanzmarktvolatilitäten und Risikozuschläge. Die ausgeprägte Nachfragezurückhaltung der Schuldner aufgrund wachsender finanzwirtschaftlich geprägter Bilanz- und Ergebnisrisiken begünstigt den in dieser Phase typischen »Credit-Crunch«, Fremd- und Eigenkapitalmärkte trocknen aus.

Tendenzen der Finanzmarktentwicklung

Die 1970er Jahre stellen einen Bruch der ökonomischen und politischen Entwicklung der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg dar. In dieser Phase bildete sich eine ökonomische und politische Konstellation heraus, die zu weitreichenden Deregulierungen im Finanzsystem geführt hat (vgl. Mohamed 2008).

Zunächst kam es zu Finanzinnovationen in Form einer zunehmenden Verbriefung von Forderungstiteln, die dann auf Sekundärmärkten gehandelt werden konnten. Dazu haben nicht zuletzt der Renditedruck von Finanzinstitutionen und die zunehmende Beschleunigung der Refinanzierungszyklen, wie jetzt bei der Subprime-Krise, beigetragen. Durch Verbriefung bläht sich die Liquidität in der Volkswirtschaft auf. Dies führt potentiell zu einer höheren Volatilität von Vermögens Titeln und der ökonomischen Entwicklung insgesamt, da größere Vermögenssummen schnell umgeschichtet werden können. Die Gleichsetzung von Finanz-

innovation mit einer verbesserten Finanzintermediation ist naiv. Oftmals ist nur das geschickte Aufspüren von Regulierungslücken, Steuerarbitragen und Informationsasymmetrien sowie das Ausnutzen unreflektierter Risikobereitschaft in Verbindung mit mangelhaftem Know-how und amateurhafter Renditeillusion der Hintergrund erfolgreicher Finanzinnovationen (vgl. Herr und Stachuletz 2007).

Gleichzeitig gewannen als Folge zunehmender Liquidität und zunehmender Preisvolatilität von Vermögentiteln spekulative Aktivitäten an Bedeutung. Nicht zuletzt die wachsende Bedeutung von Sekundärmärkten für Wertpapiere aller Art impliziert eine potentiell zunehmende Bedeutung von destabilisierender Spekulation. So liegt die durchschnittliche Halteperiode von Aktien in den USA bei nur noch einem Jahr (vgl. Crotty 2003). Nicht zu vergessen ist außerdem, dass mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods auch Wechselkurse zum Objekt der Spekulation geworden sind. Allein das Wachstum des internationalen Handels reicht bei weitem nicht aus, die schwindelerregenden Umsätze an den Devisenmärkten zu begründen. Man kann sich des Eindrucks nicht erwehren, dass die Spekulation ein Ausmaß angenommen hat, welches für die ökonomische Entwicklung schädlich ist.

Überdies hat sich – getrieben von Gier und der Jagd nach kurzfristigen Renditechancen – weit jenseits langfristig realistischer Verwertungsraten ein im Vergleich zu den Wirtschaftswunderjahren der 1950er und 1960er Jahren »ungeduldiger« Kapitalismus herausgebildet. Dies zeigt sich nicht nur an der zunehmenden Bedeutung der Spekulation, sondern auch an dem generell kurzfristigen Zeithorizont der Finanzmärkte. Die zunehmende Rolle und Macht dieser Märkte hat auch in den Unternehmen mehr und mehr zu einem kurzfristigeren Zeithorizont geführt, der eine langfristige und damit am Ziel des nachhaltigen ökonomischen Erfolgs orientierte Unternehmenspolitik untergräbt. Das Finanzsystem hat im Vergleich zu früheren Phasen den Unternehmenssektor zu weitaus höheren Zins-, Dividenden- oder anderen Zahlungen zwingen können, so dass sich die Cashflow-Situation des Unternehmenssektors verschlechtert hat (vgl. Crotty 2003). Die gestiegene Macht des Finanzsektors hat weltweit zu einer Umverteilung zum Nachteil der abhängig Beschäftigten geführt.

Auch haben Vermögensmarktinflationen mit nachfolgenden Vermögensmarktdeflationen seit den 1980er Jahren stark an Bedeutung gewonnen – Beispiele dafür sind die Aktien- und Immobilienblase in Japan Ende der 1980er Jahre, die weltweite New-Economy-Aktien-Blase in den

1990er Jahren und die Immobilienblase in den USA und vielen anderen Ländern nach 2003.

Hinzu kommt, dass zuletzt in großem Umfang Risiken durch Verbriefungsstrategien an immer weiter entfernte Anleger weitergereicht wurden. Der direkte Kreditgeber hält also immer weniger Kredite, die er an Haushalte, Unternehmen etc. vergeben hat, sondern reicht sein Risiko weiter an ökonomische Einheiten, die letztlich die Risiken aufgrund ihrer schlechten Informationsposition nicht richtig einschätzen können. Das traditionelle »Buy-and-hold«-Geschäftsmodell der Vergangenheit wurde abgelöst durch ein immer schnelleres Modell des »buy-and-sell«. Besonders problematisch ist, dass Finanzmarktaktivitäten systematisch in Bereiche verlagert wurden, die von der Bankenaufsicht und anderen Kontrollinstanzen nicht erfasst werden. Ein Beispiel sind die Offshore-Zentren, die zu Knotenpunkten des weltweiten Finanzsystems geworden sind. Ein anderes Beispiel ist der Verkauf von Forderungen seitens Banken vor der Subprime-Krise (vgl. oben). Nach jahrelangem Palaver über die notwendige und erreichte Transparenz und Informationseffizienz der Finanzmärkte können wir heute faktisch eine gänzlich intransparente Verschiebung von Risiken in nicht oder wenig regulierte Bereiche beobachten.

Die genannten Tendenzen verstärken sich gegenseitig und haben ein Finanzsystem entstehen lassen, das deutlich instabiler ist und wenig bis gar nichts zu einer Beschleunigung der (real-)ökonomischen Dynamik beigetragen hat.

Dimensionen und Eckpunkte grundlegender Reformationen

Die erste von vier grundlegenden Orientierungen einer Reformpolitik besteht darin, dass destabilisierende Vermögensmarktinflationen verhindert werden müssen, da diese bei den unvermeidlichen Vermögensmarktdeflationen das Finanzsystem und die Realökonomie destabilisieren. Für die Geldpolitik haben Vermögensmarktinflationen und -deflationen eine widersprüchliche Handlungssituation gebracht, da eine Vermögensmarktinflation nicht zwingend mit einer Gütermarktinflation oder eine Vermögensmarktdeflation mit einer Gütermarktdeflation einhergeht (vgl. Heine et al. 2006). Damit Entwicklungen auf den Vermögensmärkten die Geldpolitik nicht zu einer die Realökonomie destabilisierenden Politik zwingen, bedarf es zusätzlicher Gestaltungskonzeptionen und In-

strumente zur Verhinderung von destabilisierenden Vermögensmarktinflationen.

Zweitens muss die Spekulation auf Vermögensmärkten eingedämmt werden. Preisspekulationen liefern keinen positiven Beitrag zur Entwicklung der Gesamtoökonomie. Ziel muss also sein, die spekulative Wirkungskette zwischen steigenden Vermögenspreisen und steigender spekulativer Nachfrage zu vermeiden, das Volumen der Spekulation drastisch zu verringern und spekulative Prozesse so zu »entschleunigen«.

Drittens hat es sich als Illusion erwiesen, dass Risiken durch Verkauf, Mischung und erneute Mischung auf viele Schultern verteilt werden können und damit ungefährlich werden. Portfoliotheoretisch lassen sich einzelne unsystematische Risiken zweifellos durch eine intelligente Mischung von risikotragenden Vermögengiteln reduzieren. Allerdings ist dabei zu beachten, dass der Rückgriff auf historische Volatilitäten und Korrelationen als Substitut für prognostische Daten keine taugliche Entscheidungsstrategie darstellen kann. Die in der Schule »rationaler Erwartungen« begründete Annahme, die im Hintergrund nahezu aller Risikomodelle steht, dass sich die Vergangenheit in der Zukunft wiederholt und damit die historischen Volatilitäten etc. auch in der Zukunft gelten, ist völlig abwegig und entspricht nicht der Lebenswirklichkeit (vgl. Heine und Herr 2003). Historische Volatilitätsmuster enthalten keine Information über die Zukunft, Ereignisse sind nicht normalverteilt, und zuvor als unkorreliert angesehene Vermögensanlagen können plötzlich stark korrelieren. Dies ist insbesondere in Finanzmarktkrisen der Fall. Risikomodelle funktionieren daher leidlich in Schönwetterphasen, versagen jedoch in Krisenphasen und können nicht wirksam systemische Risiken beseitigen oder vor deren Folgen schützen (vgl. Greenspan 2008). Es spricht vieles dafür, dass das gegenwärtige Finanzsystem mit seinem hohen Verbriefungsanteil und seinem besonders weit entwickelten Markt für den Handel mit Kreditrisiken nicht stabil ist. Bankenbasierte Finanzsysteme alten Typs ohne weitreichende Möglichkeiten der Veräußerung von Risiken scheinen stabiler als die nun existierenden Systeme und haben in der Vergangenheit keinesfalls zu niedrigerem Wachstum der Realökonomie geführt als die neuen Systeme.

Viertens ist sorgfältig darauf zu achten, dass die notwendige und wünschenswerte regulative Funktion der Preisbildung nicht durch eine gedankenlose Beschädigung der Markttransparenz und damit ihrer Informationseffizienz beeinträchtigt wird. Unkontrollierte, wenig regulierte und intransparente Finanzmarktsegmente, wo exklusive Akteure durch

Geheimhaltung und getarnt durch mystisches Strategiegefasel sich als schlichte Regulations-Arbitrageure die Taschen mit Renditen füllen und deren Risiken »ausplatzen«, können ohne Schaden für die Allgemeinheit rereguliert werden. Die übliche scharfe Unterscheidung zwischen Banken und Nichtbank-Intermediären hält einer theoretischen Analyse nicht stand.

Einzelmaßnahmen

Im Folgenden werden beispielhaft Einzelmaßnahmen für die oben skizzierten Reformfelder aufgelistet. Jede Einzelmaßnahme bewirkt isoliert nicht viel, jedoch kann die Summe der Maßnahmen das Finanzsystem grundlegend reformieren und stabilisieren.

Verhinderung von Vermögensmarktinflationen und -deflationen

- a) Von der Zentralbank variierbare Mindesteigenkapitalquoten beim Kauf von Vermögensobjekten, insbesondere Immobilien. Politisch ließen sich Kreditqualitäten über die Vorgabe von refinanzierungsrelevanten Mindeststandards (Eigenkapitalquote, Sicherheiten, Cash-flow etc.) steuern. Vermögensmarktinflationen, ausgelöst durch verstärkte Nutzung von Finanzierungsinstrumenten wie Wertpapierleihe könnten durch eine flexibel handhabbare Begrenzung des Beleihungswertes von Wertpapieren eingedämmt werden.
- b) Überzyklische Ausrichtung von Eigenkapitalvorschriften von Finanzinstitutionen. Die existierenden Eigenkapitalvorschriften wirken pro-zyklisch, da im Boom das Eigenkapital der Finanzinstitutionen in der Tendenz steigt und vor allem in einem Abschwung aufgrund steigender Abschreibungen etc. sinkt. Diese pro-zyklische Wirkung kann durch eine überzyklische flexiblere Ausrichtung von Eigenkapitalvorschriften reduziert werden (vgl. Palley 2003).
- c) Degressive Besteuerung von Wertzuwächsen bei Vermögensanlagen wie Aktien oder Immobilien nach der Haltedauer. Degressive und nach Haltedauer gestaffelte Steuersätze bei der Besteuerung von Kapitalgewinnen reduzieren den Anreiz, in einer Phase steigender Vermögensmarktpreise aus spekulativen Gründen Vermögen zu kaufen.

Eindämmung bzw. Kanalisierung von Spekulation

- a) Transaktionssteuer beim Kauf von Aktien, Immobilien und Devisen. Die bereits relativ hohen Transaktionskosten auf dem deutschen Immobilienmarkt zeigen deren mangelnde Eignung zur Regulation destabilisierender Finanzmarktentwicklungen. Bedenkt man allerdings, dass im Jahre 2005 der tägliche Umsatz an den Devisenmärkten mit 1,88 Billionen US-Dollar dreimal so hoch war wie vor fünfzehn Jahren und inzwischen dem 42-fachen des Welthandels entspricht, entsteht der Eindruck, dass ein Teil dieser Geldströme auf kurzfristig motivierte Spekulation zurückgeht, die auf kleinste Preisänderungen innerhalb kurzer Zeiträume setzt und potentiell auch längerfristige kumulative Bewegungen auslösen kann. Tobin (1978) folgend könnte eine Transaktionssteuer auf Devisenmarkt-Transaktionen erhoben werden. Keynes (1936) plädierte für eine Börsenumsatzsteuer.
- b) Erhöhung von Margin-Leistungen bei derivativen Finanzgeschäften. Die Eröffnung eines Kontos zur Abwicklung derivativer Finanzmarktgeschäfte (Margin-Account) erfordert den Einsatz einer Margin-Leistung. Das Margin-Konto dient bei einer täglichen Abrechnung der Finanzmarktinvestitionen der Gewährleistung ausreichender Marktliquidität auch bei größeren Preisänderungen. Die Höhe der Margin-Leistung sollte variiert werden, um spekulatives Wachstum derivativer Positionen zu reduzieren. Das Management von Preisrisiken (z. B. Kurs-, Zins- oder Währungsrisiken) zur Absicherung realwirtschaftlicher Grundgeschäfte würde dadurch nur geringfügig verteuert.

Reregulierung unkontrollierter Bereiche

- a) Erstellung konsolidierter Bilanzen. Finanzinstitutionen müssen dazu verpflichtet werden, alle ihre Aktivitäten in einer konsolidierten Bilanz zu präsentieren. Dazu gehört auch die Einbeziehung von Zweckgesellschaften, Offshore-Einrichtungen und Conduits. Würde eine solche Regelung derzeit eingeführt, wäre eine Reihe von Banken, aufgrund fehlenden Eigenkapitals, nicht in der Lage existierende Vorschriften einzuhalten. Solche Institute sollten kurzfristig von Eigenkapitalvorschriften befreit werden, diese jedoch mittelfristig erfüllen müssen. In die gleiche Richtung zielen auch die Vorschläge des Financial Stability Forums (vgl. BIS 2008).

- b) Informations- und Widerspruchsrecht bei Verkauf von Forderungen. Ein Problem ist, dass Institute Forderungen verkaufen, ohne dass der Schuldner dies erfährt. Es könnte für solche Verkäufe ein Informations- und kostenloses Kündigungs- und Widerspruchsrecht für Schuldner eingeführt werden.
- c) Ausdehnung aufsichtsrechtlicher Vorschriften auf andere Finanzintermediäre. Die klassische Bank, die Einlagen einwirbt und Kredite vergibt, hat aufgrund vielfältiger Finanzinnovationen an Bedeutung verloren. Nichtbank-Intermediäre wie Investmentfonds und Versicherungen haben an Bedeutung gewonnen. Sie sollten tendenziell den gleichen Regulierungen wie Banken unterworfen werden. Alle Varianten von Fonds, insbesondere Hedge-Fonds, sollten weitergehenden Regulierungen unterworfen werden. Für Nichtbank-Finanzintermediäre sind sowohl spezifische Eigenkapitalanforderungen als auch Publikationspflichten und Aufsichtsmechanismen einzurichten.
- d) Standardisierung von Finanzprodukten. Es existieren Finanzprodukte (etwa CDOs), die in ihrer Komplexität selbst von Experten nicht verstanden werden und die Transparenz der Märkte reduzieren. Für solche Produkte sollten erstens spezifische Zulassungsregeln vorgesehen und zweitens deutlich erweiterte Eigenkapitalhinterlegungsvorschriften Anwendung finden (vgl. BIS 2008).
- e) Unabhängigkeit der Rating-Agenturen. Rating-Agenturen haben zur Entstehung der Finanzmarktkrise beigetragen. Sie sind nicht immer in der Lage, die Qualität von Papieren hinreichend gut einzuschätzen. Zwischen Rating-Agenturen und Instituten, die ihre Papiere einschätzen lassen, gibt es oftmals keine Unabhängigkeit. Der Code of Conduct für Rating-Agenturen bedarf dringender Überarbeitung (vgl. BIS 2008). Es könnte auch über eine unabhängige staatliche Aufsichtsstelle nachgedacht werden, die sich aus Gebühren für die Überwachung von Ratings finanziert.
- f) Begrenzung von Geschäftsfeldern für öffentliche Institute und Versicherungen. Spezifischen Finanzinstitutionen sollten spezifische Geschäftsfelder vorgeschrieben werden. Banken in öffentlicher Hand, wie Landesbanken, oder der KfW sollten Spekulationsgeschäfte untersagt werden. Aktivitäten, die über den Raum der EU oder EWU hinausgehen, könnten für spezifische Institute, etwa Sparkassen oder Landesbanken, drastisch begrenzt werden. Bei Versicherungen oder Fonds im Eigentum von öffentlichen Haushalten oder Versicherungsträgern sollten Geschäfte außerhalb der EU ebenfalls eng reguliert

werden. So sieht ein Vorschlag der europäischen Versicherungsaufsicht vor, Investitionen in strukturierte Finanzprodukte standardmäßig mit einem Eigenkapital von 45 Prozent zu unterlegen.³

- g) Stärkung der Eigenkapitalbasis von Finanzinstituten und Unternehmen. Höhere Eigenkapitalquoten dienen der Stabilität von Finanzinstitutionen und Unternehmen. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquote durch Regulierung spezifischer Geschäfte bzw. eine erweiterte Anwendung aufsichtsrechtlicher Regeln auch auf Nichtbank-Intermediäre wurde oben hervorgehoben. Auch bei Unternehmen sollte die Eigenkapitalbasis gestärkt werden. Dafür könnte die nach wie vor bestehende, gänzlich anachronistische steuerliche Privilegierung des Fremdkapitaleinsatzes durch eine gezielte Quellenbesteuerung von Fremdkapitalzinszahlungen beseitigt werden. Der Kauf eigener Aktien sollte auf Ausnahmetatbestände beschränkt bleiben. Die Entlohnung von Managern über Aktienoptionen führt dazu, dass das Management permanent den Kauf eigener Aktien von Unternehmen initiiert. Während des gesamten New-Economy-Aktien-Booms ist in den USA netto kein Geld über Aktienemissionen an die Unternehmen geflossen, da Unternehmen in großem Umfang eigene Aktien mit dem Ziel bonusmaximierender Kurspflege gekauft haben.
- h) Regulierung von Private-Equity-Aktivitäten. Durch entsprechende steuerliche Anreize kann die Attraktivität von »Leveraged-buy-out«-Transaktionen der Private-Equity-Industrie neu gestaltet werden. Kurzfristige Ausschüttung in Form von kreditfinanzierten »Sonderdividenden« an den Private-Equity-Investor können ohne Schaden für die Ökonomie durch entsprechend hohe Quellenbesteuerung (z. B. 100 Prozent im ersten Jahr nach Erwerb, 90 Prozent im zweiten Jahr nach Erwerb etc.) ausreguliert werden. Im Falle des Erwerbs von Kapitalgesellschaften durch einen Finanzinvestor (ein Investor, der keine wettbewerbsfähige realwirtschaftliche Kompetenz besitzt), kann die Stimmrechtsausübung an eine Mindesthaltungsdauer geknüpft werden.⁴ Andere Stakeholder sollten überdies ein Mitspracherecht bei Private-Equity-Aktivitäten bekommen.
- i) Neubewertung von Offshore-Zentren. Offshore-Zentren von Liechtenstein bis zu den Britischen Jungferninseln haben keinerlei positive

3. Vgl. die CEIOPS-Initiative, *Handelsblatt* vom 20. April 2008.

4. Unseres Erachtens darf die realökonomische Ernsthaftigkeit und Kompetenz, von Unternehmen, die sich selbst »Cerberus« und ihr Hauptquartier »Death Star« nennen, gelegentlich hinterfragt werden (vgl. etwa *Handelsblatt* vom 5.12.2007).

gesamtökonomische Funktion. Sie sind Zentren von Steuerhinterziehung im großen Maße, Geldwaschanlagen und dienen der Finanzierung von Terrorismus bzw. der internationalen organisierten Kriminalität. Da weder Geldwäsche noch Steuerhinterziehung noch Terrorismusfinanzierung von förderungswürdigem gesellschaftlichem Nutzen sind, können Finanztransfers an solche Adressen ohne Schaden suspendiert werden. Aktivitäten von Finanzinstitutionen mit Offshore-Zentren könnten mit einem hohen Strafzins versehen oder verboten werden.

Einige der angeführten Maßnahmen können nur auf internationaler Ebene durchgesetzt werden, andere bedürfen dringend internationaler Koordination und Kooperation. Es ist von fundamentaler Bedeutung, dass zumindest auf EWU-Ebene gemeinsame Finanzmarktregulierungen, Aufsichtsbehörden und letztlich auch ein in den Grundsätzen einheitliches Steuersystem entstehen. Nichtsdestoweniger können aber vorausgreifende nationale Regelungen wichtige Signalfunktion haben (beispielsweise die Behandlung von Offshore-Zentren, die Eindämmung von realwirtschaftlich destabilisierenden Private-Equity-Investments etc.).

Literatur

- Bank for International Settlements (BIS): »Financial Stability Forum Recommends Actions to Enhance Market and Institutional Resilience« (April 2008), Basel.
- Crotty, James: »The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era«, in: *Review of Radical Political Economics* Vol. 35 Nr. 3 (2003): 271–279.
- Dodd, Randal: »Subprime: The Tentacles of a Crisis«, in: *Finance and Development* Vol. 44 Nr. 4 (Dez. 2007): 15–21.
- Evans, Trevor (2008): »Die internationalen finanziellen Turbulenzen«, in: Miren Etxezarreta u. a., *Euromemo 2007*, Hamburg VSA-Verlag: 143–162.
- Filc, Wolfgang: »Stabilität des internationalen Finanzsystems«, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 7/2008: 3–8.
- Fisher, Irving: »The Debt-deflation Theory of Great Depressions«, in: *Econometrica* 1 (Jan. 1933): 337–257.
- Greenspan, Alan: »We Will Never Have a Perfect Model of Risk«, in: *FT.com* (March 2008), online: www.ft.com.
- Heine, Michael; Herr, Hansjörg (2003): *Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro und Makroökonomie*. München: Oldenbourg.
- Heine, Michael; Herr, Hansjörg; Kaiser, Cornelia (2006): *Wirtschaftspolitische Regime westlicher Industrienationen*. Baden-Baden: Nomos.

- Herr, Hansjörg; Stachuletz, Rainer (2007): »New Fashion in Finance« und Finanzmarktstabilität«, in: *WSI Mitteilungen* 60: 650–656.
- International Monetary Fund (IMF) (2008): *Global Financial Stability Report* (April). Washington D.C.
- Keynes, John M. (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin.
- Keynes, John M. (1937): »The General Theory of Employment«, in: *Quarterly Journal of Economics*, 51: 209–223.
- Kindleberger, Charles P. (1978): *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. New York.
- Krahn, Jan P.: »Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes«, in: *Working Paper Finance & Accounting*, Nr. 152 (2005), Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a. M.
- Minsky, Hyman P. (1990): *John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus*. Marburg.
- Mohamed, Seeraj: »Economic Policy, Globalisation and the Labour Movement. Changes from the Golden Age to the Neoliberal Era«, in: *Global Labour University Working Papers*, No.1 (2008).
- Palley, Thomas: »Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Related Reserve Requirements«, in: *Challenge* 46 (2003): 3, 53–72.
- Schumpeter, Joseph (1926): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. München.
- Stiglitz, Joseph; Greenwald, Bruce (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tobin, James: »A Proposal for International Monetary Reform«, in: *Eastern Economic Journal* 4 (1978): 153–159.