

Grundsatzpapier

des Centrum für Europäische Politik (CEP) über

Eine ordnungspolitische EU-Finanzmarktregulierung. „Für einen neuen Umgang mit Risiken“.

Inhalt

Executive Summary.....	2
1. EINLEITUNG.....	3
2. MASSSTÄBE DER ORDNUNGSPOLITIK.....	4
Maßstab 1: Freiheit zur Eingehung von Risiken	4
Maßstab 2: Eigenverantwortung der Finanzmarktakteure	4
Maßstab 3: Finanzmarktstabilität	5
Maßstab 4: Wettbewerbsneutralität.....	5
Maßstab 5: Ordnungsbildung durch „Marktregeln“	6
3. WAS LIEF FALSCH?	7
3.1. Politische Fehler.....	7
3.2. Versagen der Aufsichtsbehörden	8
3.3. Fehleinschätzungen privater Marktteilnehmer	8
4. NEUN THESEN FÜR EINE NEUE FINANZMARKTORDNUNG	10
These 1: Wir brauchen internationale, mindestens aber transnationale Aufsichtsstrukturen.....	10
These 2: Ratings: eine begrenzte Regulierung ist notwendig.....	11
These 3: Eigenkapitalanforderungen müssen angepasst werden	12
3.1 Eigenkapitalanforderungen sollten sich nach der Systemrelevanz richten.....	12
3.2 Die Eigenkapitalrichtlinie sollte keine prozyklische Wirkung entfalten	12
3.3 Überregulierung bei Verbriefungen schadet den europäischen Banken	13
These 4: Die Regulierung von Versicherungen sollte vorangetrieben werden	13
These 5: Die Regulierung der Managergehälter ist verfehlt	13
These 6: Transparenzanforderungen an Hedge- und Staatsfonds.....	14
These 7: Eine Stelle zum Clearing von Derivaten erhöht die Finanzmarktstabilität	15
These 8: Bad Bank: Auf die Details kommt es an.....	15
These 9: Auf Bilanzierungsregeln sollte Verlass sein	16

Executive Summary

Die Ursachen für die Finanzkrise sind komplex und vielfältig. Sie offenbaren den Bedarf nach einer besseren Regulierung der Finanzmärkte. Anhand von fünf ordnungspolitischen Maßstäben wurden neun Thesen für eine neue, verbesserte Finanzmarktregulierung entwickelt.

Die aktuelle Krise bietet die fast einmalige Chance für eine Erneuerung der europäischen Finanzmarktregulierung. Es ist daher, auch zur Vermeidung künftiger Krisen, wichtig, dass die Weichen nun richtig gestellt werden. Die Europäische Union sollte auf der G20-Tagung Anfang April in London ihre Verhandlungsposition effizient nutzen, um eine ordnungspolitisch fundierte Finanzmarktregulierung zum weltweiten Standard zu etablieren.

Die 9 Thesen des CEP für eine neue Finanzmarktordnung:

1. Der stärkste Erneuerungsbedarf besteht bei der Organisation der europäischen Aufsichtsstrukturen: diese müssen in der EU internationaler gestaltet werden. Für die konkrete Bankenaufsicht wäre eine enge Zusammenarbeit der bestehenden nationalen Aufsichtsbehörden unter gleichzeitiger Einrichtung einer Gruppenaufsicht ideal. Eine Konzentration von Aufsichtstätigkeiten in den Händen der Europäischen Zentralbank ist unrealistisch und könnte zu einem Zielkonflikt mit dem geldpolitischen Auftrag der EZB führen. Zur adäquaten Überwachung der Finanzmarktstabilität muss ein globales Frühwarnsystem, etwa beim IWF, eingerichtet werden.
2. Vorschriften für Ratingagenturen, deren Ratings zur Berechnung des vorgeschriebenen Eigenkapitalbedarfs herangezogen werden, sind wünschenswert. Eine generelle Regulierung sämtlicher Ratingagenturen ist jedoch nicht erstrebenswert.
3. Die Eigenkapitalrichtlinie muss geändert werden, um nicht länger prozyklisch zu wirken. Die Höhe des Eigenkapitals sollte sich auch an der Systemrelevanz einer Bank orientieren. Bei Verbriefungen droht eine Überregulierung: Ein zu hoher Eigenbehalt bei Verbriefungen bringt keine Ergebnisse und schadet sogar den europäischen Banken.
4. Die Regulierung von Versicherungsunternehmen hinkt hinter der Bankenregulierung her. Die Solvabilitätsrichtlinie („Solvency II“) sollte schnellstmöglich verabschiedet werden, inklusive der Gruppenaufsicht und Gruppenunterstützung.
5. Auf eine Regulierung von Managergehältern sollte verzichtet werden: es bestehen effektivere und weniger einschneidende Instrumente zur Beherrschung etwaiger Anreizprobleme.
6. Die G20-Staaten müssen einheitliche Berichtspflichten für Hedge- und Staatsfonds einführen. Informationen über Konzentrationsrisiken und über das Ausmaß des „Leveraging“ ermöglichen Erkenntnisse über ein eventuell systemrelevantes Verhalten von Hedge- und Staatsfonds.
7. Die Clearingstelle für Derivate sollte – unter größtmöglicher Beteiligung privater Investoren – eingerichtet werden.
8. Eine Bad Bank mit finanzieller Beteiligung des Staates sollte es nur dann geben, wenn dadurch eminente Gefahren für die Finanzmarktstabilität abgewendet werden können.
9. Fair-Value Bilanzierungsregeln verursachen momentan zwar Verwerfungen, sie sollten aber nicht beliebig oft geändert werden, da dies dem Anlegervertrauen massiv schaden kann. Lediglich in Einzelfällen, in denen eine Marktbewertung nicht länger möglich ist, muss das Regelwerk weiterentwickelt und klare Kriterien aufgestellt werden.

1. EINLEITUNG

Eiserne Grundsätze unserer marktwirtschaftlichen Ordnung werden dieser Tage auf den Kopf gestellt. Banken werden (teil)verstaatlicht und bekommen Steuergelder in Milliardenhöhe. Staatsgarantien und Darlehen werden quasi am laufenden Band vergeben. Die Politik scheint zu den Gewinnern der Finanzkrise zu gehören: Sie ist gefragt wie lange nicht.

Während die nationale Politik sich noch mit Einzelfallentscheidungen durch die Krise laviert, müssen bald die Weichen für die Zukunft gestellt werden, damit der Finanzsektor eine langfristig tragfähige neue Grundlage bekommt, die Krisen des derzeitigen Ausmaßes unwahrscheinlicher macht. Die Weichen für eine solche Entwicklung werden primär auf europäischer und internationaler Ebene zu stellen sein.

Mit diesem Grundsatzpapier will das CEP eine ordnungspolitisch verantwortbare Finanzmarktregulierung für die EU skizzieren. Daran besteht dringender Bedarf. Denn viele Mitgliedstaaten der EU wollen offenbar die Krise bekämpfen, indem sie sich möglichst große Spielräume für prinzipienlosen Aktionismus verschaffen. Die der Finanzkrise folgende Krise der „Realwirtschaft“ hat in vielen Mitgliedstaaten zu massiven öffentlichen Ausgabeprogrammen geführt. In vielen Mitgliedstaaten scheint die Politik bereit zu sein, den Stabilitäts- und Wachstumspakt de facto außer Kraft zu setzen. Auch protektionistische Tendenzen sind nicht mehr zu übersehen.

In diesem Papier werden zuerst die ordnungspolitischen Maßstäbe für die Finanzmarktregulierung entwickelt. Anschließend werden die Ursachen für die Finanzkrise kurz erläutert. Danach werden neun Thesen für eine wünschenswerte Neuordnung der Finanzmärkte auf europäischer und internationaler Ebene aufgestellt. Das letzte Kapitel zieht ein Fazit.

2. MASSSTÄBE DER ORDNUNGSPOLITIK

Maßstab 1: Freiheit zur Eingehung von Risiken

Wirtschaftliches Handeln braucht einen Ordnungsrahmen, der ein möglichst freies Handeln der Marktakteure und damit ein möglichst unverzerrtes Funktionieren der Märkte zulässt und schützt. Die konkrete Ausgestaltung dieses Ordnungsrahmens hängt von den Funktionsbedingungen des jeweiligen Marktes ab.

Für Finanzmärkte charakteristisch ist, dass sie von einem hohen Ausmaß an Unsicherheit geprägt sind, die zu unterschiedlichen Erwartungen über die Zukunft führen. So haben Käufer und Verkäufer einer Aktie unterschiedliche Vorstellungen über deren künftige Wertentwicklung. Den Abschluss der Transaktion empfinden dennoch beide Parteien als Gewinn: Sie widerspiegelt unterschiedliche Erwartungen oder eine unterschiedlich ausgeprägte Bereitschaft, Risiken einzugehen.

Risiken lassen sich bei Finanzmarkttransaktionen daher nicht verhindern. Die Forderung nach größtmöglicher Sicherheit auf dem Finanzmarkt würde nicht nur diesen Finanzmarkt zum Erliegen bringen, sondern auch Investitionen und damit das Wachstum der realen Wirtschaft massiv behindern.

Daher gilt gerade für den Finanzmarkt, dass staatliche Regulierung die individuelle Freiheit zur Eingehung von Risiken möglichst wenig einengen sollte.

Maßstab 2: Eigenverantwortung der Finanzmarktakteure

Eine größtmögliche Handlungsfreiheit für Marktakteure bedeutet, dass diese auch bereit sein müssen, die Auswirkungen ihres risikoreichen Handelns zu übernehmen. Nicht der Staat, sondern der Markt entscheidet über den Erfolg einer Geschäftsidee oder eines Unternehmens. Die Abwälzung etwaiger negativer Folgen auf die Allgemeinheit käme einer erheblichen Einschränkung der Freiheit dieser Akteure gleich: Sie müssten – ob sie dies nun wollen oder nicht – solche Rettungspläne mitfinanzieren. Daher sollte ein Unternehmen, welches am Markt nicht bestehen kann, von dort auch verschwinden können.

Dies gilt grundsätzlich für alle Unternehmen, ob aus dem Automobil- oder aus dem Finanzsektor. Gerade im letzteren, der im besonderen Ausmaß Risiken eingeht, erfüllt das Prinzip der Eigenverantwortung eine disziplinierende Rolle. Im Klartext: grundsätzlich muss auch eine Bank vom Markt verschwinden können.

Derzeit erhalten wichtige, so genannte „systemrelevante“ Finanzmarktakteure aber entgegengesetzte Anreize: Ihre Insolvenz würde zu massiven Verwerfungen auf dem Finanzmarkt führen, und könnte über eine Kettenreaktion auch andere Institute in die Insolvenz treiben. Diese Institute wissen, dass sie wegen dieser „Systemrelevanz“ im Zweifel vom Staat gerettet werden („too big to fail“) und bekommen dadurch geradezu den Anreiz, übermäßige Risiken einzugehen. Diese Bevorzugung gegenüber nicht-systemrelevanten Banken mag zwar zu rechtfertigen sein, sie stellt aber dennoch eine Wettbewerbsverzerrung da, die minimiert werden sollte.

Dementsprechend ist es für eine ordnungspolitisch tragfähige Ordnung von entscheidender Bedeutung, durch eine angemessene Regulierung zu verhindern, dass solche systemrelevante Institute die „Moral Hazard“-Problematik ausnutzen und dadurch überhaupt in wirtschaftliche Probleme geraten. Alle Banken, auch systemrelevante, sollte für die Folgen ihres Verhaltens verantwortlich sein.

Maßstab 3: Finanzmarktstabilität

Voraussetzung für ein möglichst freies Verhalten der Finanzmarktakteure ist die Stabilität des Finanzmarktes. Ohne hoheitliche Regulierung kann diese Finanzmarktstabilität aber nicht garantiert werden.

Erstens weist die Finanzmarktstabilität Merkmale eines öffentlichen Gutes auf. Durch die weitgehende Verknüpfung von Geschäftsbeziehungen zwischen Banken wirkt sich eine Insolvenz einer einzigen Bank – etwa als Folge ihrer überhöhten Risikobereitschaft – auch direkt auf andere Banken aus. Das detaillierte Überwachen der Tätigkeit jedes Geschäftspartners kann einer Bank aber nicht zugemutet werden. Dies wäre mit immensen Transaktionskosten verbunden und würde den Markt zum Erliegen bringen.

Hoheitliche Regeln die ein Risikomanagement vorschreiben, können dagegen diese Transaktionskosten erheblich senken. Sie ermöglichen so das nachhaltige Funktionieren des Marktes und tragen zur Wahrung der Finanzmarktstabilität bei.

Zweitens ist die Finanzmarktstabilität übergeordnet, da Finanzinstitute in unserer modernen Volkswirtschaft eine besondere Rolle spielen. Mit einer Instabilität des Marktes oder gar Insolvenzen von Banken gehen nämlich enorme Kosten einher.

Zunächst wären Einleger von einer Bankeninsolvenz negativ betroffen. Zwar könnten Einlagensicherungssysteme diesen Verlust teilweise begrenzen. Es besteht aber das Risiko einer Verschlimmerung der Probleme, wenn das grundsätzliche Vertrauen der Einleger in die Sicherheit ihrer Einlagen Schaden nimmt. In dem Fall muss damit gerechnet werden, dass Kunden massiv Einlagen auch bei anderen – wirtschaftlich gesunden – Banken abziehen. Da ein solcher „Run on the Bank“ jede Bank in ernsthafte Liquiditätsproblemen bringt, muss er vermieden werden.

Anders ausgedrückt: eine einzelne Bankeninsolvenz kann eine psychologische Wirkung entfalten, die zur Insolvenz anderer, wirtschaftlich gesunder Banken führen kann.

Darüber hinaus ist die Verflechtung zwischen Banken mittlerweile so ausgeprägt, dass eine Bankeninsolvenz auf direkter Weise andere Banken betrifft. Die Insolvenz einer einzigen Bank kann damit eine Kettenreaktion verursachen, die zur Insolvenz des gesamten Bankensystems führen kann.

Die Folgen einer solchen systemischen Finanzkrise wären verheerend: ein solcher massiver Ausfall könnte kein Einlagensicherungssystem verkraften, mit immensen Verlusten bei Einlegern als Folge. Auch die Realwirtschaft wäre unmittelbar und massiv betroffen. Ohne Banken findet keine Kreditvergabe statt. Viele Investitionen könnten nicht länger getätigt werden, mit enormen Wachstumsverlusten als Folge.

Die Wahrung der Finanzmarktstabilität sollte daher Ziel der Finanzmarktregulierung sein. Da bei einer konkreten Gefährdung des Finanzsystems keine Entscheidungsfreiheit mehr besteht, muss der Gesetzgeber einen allgemeinen Handlungsrahmen vorgeben, in dem jeder einzelne Finanzmarktakteur zwar eine maximale Freiheit genießt, die aber dort an Grenzen stößt, wo die Stabilität des Marktes gefährdet werden kann.

Maßstab 4: Wettbewerbsneutralität

In seinem Handeln muss der Gesetzgeber Wettbewerbsneutral sein. Seine Aufgabe ist es gerade, durch das Setzen von „Spielregeln“ ein faires Spiel zu ermöglichen und gerade nicht, das Ergebnis mitzubestimmen, indem einzelne Spieler anderen gegenüber bevorteilt werden.

Dies gilt insbesondere auch für staatliches Handeln am Finanzmarkt.

Ein Sonderschutz für „systemrelevante“ Banken – die der Finanzmarktstabilität dient – verzerrt den Wettbewerb mit anderen, kleineren Instituten, die gerade nicht systemrelevant sind. Dies könnte längerfristig dazu führen, dass der Finanzmarkt nur noch aus wenigen großen Instituten besteht, die alle systemrelevant sind. Staatliche Aufsichtsregeln sollten aber nicht die Struktur des Marktes maßgeblich beeinflussen.

Auch nationale Rettungspläne der jeweiligen EU-Mitgliedstaaten können den Wettbewerb verzerren. Durch die Existenz des europäischen Finanzbinnenmarkts entfalten solche nationale Maßnahmen unmittelbar eine EU-weite Auswirkung.

Die Unterstützung erfolgloser Unternehmen mittels staatlicher Beihilfen oder Garantien verursacht Wettbewerbsverzerrungen und sollte auf einem absoluten Mindestmaß begrenzt bleiben.

Maßstab 5: Ordnungsbildung durch „Marktregeln“

Regulierung ist mit unterschiedlichen Kosten verbunden. Nicht nur fallen unvermeidbare Kontrollkosten an. Vor allem engt die hoheitliche Regulierung den verbleibenden Freiraum für Vertrauen immer mehr ein: die zwingenden Regeln verdrängen spontane „Marktregeln“, auch wenn diese besser sind. Dies verhindert Flexibilität und Kreativität und verursacht so noch höhere Kosten. Auf Vertrauen gestützte „Marktregeln“ sind anpassungsfähiger als eine starre Regulierung. Sie brauchen keine formalen Gesetze und werden nicht zwangsmäßig vorgegeben sondern sind Ergebnis eines Praxistests. Freilich ist dieses Vertrauen verletzlich. Wo es systematisch enttäuscht wird, kann eine Regulierung wünschenswert werden.

Staatliche Regulierung ist kein Allheilmittel und ist durchaus mit Kosten verbunden. Nur in bestimmten Fällen ist sie einer Selbstregulierung überlegen.

3. WAS LIEF FALSCH?

Auch wenn eine vollständige Analyse der Finanzkrise noch aussteht steht bereits jetzt fest, dass die Krise nicht von einem einzigen Akteur verursacht wurde. Die Fehler wurden erst – wie man jetzt weiß – durch grundlegende systemische Missbildungen ermöglicht. Sie wurden sowohl seitens der Politik und der Aufsichtsbehörden als auch von den privaten Akteuren gemacht.

3.1. Politische Fehler

Politische Entscheidungen haben zur Entstehung der Finanzkrise beigetragen. Vor allem die US-Wohnungsbaupolitik hat zu einer staatlichen Einmischung in die Kreditvergabepraxis geführt unter Inkaufnahme zu hoher Risiken.

Der „Community Reinvestment Act“ aus 1977 (unter der Carter-Administration) und daraus resultierende staatliche Programme zur Förderung des Eigenheimbesitzes (vor allem in der Clinton-Administration) haben erheblich zu einer Lockerung der Kreditvergabestandards beigetragen.

Ziel des „Community Reinvestment Act“ ist es, Banken dazu zu motivieren, auch die Kreditnachfrage in Gegenden mit mittlerem und niedrigem Einkommen zu bedienen. Dabei sollten allerdings die gängigen Standards des Bankenwesens eingehalten werden. Das Gesetz sieht ebenfalls eine regelmäßige Evaluierung darüber vor, inwieweit jede Bank diesem Ziel gerecht wird. Diese Evaluierungen werden veröffentlicht und spielen eine Rolle bei der Genehmigung von Firmenzusammenschlüssen und –Übernahmen. Im Ergebnis vergaben Banken Hypotheken nun auch an Kunden, die dafür im „Normalfall“ nicht in Frage gekommen wären.

Erleichtert wurde dies auch durch die Tätigkeit von zwei großen Hypothekenrefinanzierern: Die „Federal National Mortgage Association“ (FNMA oder Fannie Mae) und die „Federal Home Loan Mortgage Corporation“ (Freddie Mac).

Diese beiden Gesellschaften wurden 1938 (als Teil des „New Deals“ von Präsident Roosevelt) bzw. 1968 mit dem staatlichen Auftrag geschaffen, die Versorgung der (vor allem ärmeren) Bevölkerung mit Krediten zu verbessern und so das private Wohneigentum in Amerika zu fördern.

Konkret sollten diese Gesellschaften einen „Zweitmarkt“ für Hypotheken anfeuern, indem sie Kredite von traditionellen Hypothekenbanken aufkaufen. Diese Kredite wurden anschließend zu Darlehen gebündelt und dienten als Sicherheit für Kapitalmarktanleihen, mit denen der Ankauf der Kredite finanziert wurde.

Zwar wurden Fannie Mae und Freddie Mac in den 1970ern privatisiert. Sie erhielten aber umfangreiche staatliche Garantien, so dass die Unternehmen als GSE (Government Sponsored Entity) gelten. Fannie Mae und Freddie Mac gingen dementsprechend hohe Risiken ein, um ihren Aktionären eine hohe Rendite zukommen zu lassen. Bei der Realisierung eines Risikos konnten sich die Unternehmen der Unterstützung des Staates gewiss sein.

Auf Druck der Clinton-Administration weichte Fannie Mae im Jahr 1999 seine Standards weiter auf und erklärte sich dazu bereit, auch Darlehen an Schuldner mit schlechter Bonität zu refinanzieren. Damit wurde das Institut dem politisch vorgegebenen Ziel gerecht, das Wohneigentum auch bei Minderheiten mit mittelmäßigem oder niedrigem Einkommen zu steigern.

Auf diese Weise führte das Verhalten von Fannie Mae und Freddie Mac zu einer Lockerung der Kreditvergabestandards bei privaten Banken. Diese vergaben zu relativ niedrigen Zinsen Baukredite auch an Kunden mit schlechter Bonität („Subprime“), da diese Kredite anschließend von den semi-staatlichen Instituten refinanziert wurden. Tatsächlich stieg in dem Zeitraum von 1993

bis 1998 die Kreditvergabe an schwarze und lateinamerikanische Bevölkerungsgruppen zwei- bis dreimal so schnell an, wie die Kreditvergabe an die weiße Bevölkerungsgruppe. (Quelle: Studie des Joint Center for Housing Studies der Universität Harvard.)

Über die Jahre sind Fannie Mae und Freddie Mac zu Riesen auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt herangewachsen. Zusammen garantierten sie zuletzt fast die Hälfte sämtlicher Hypothekenkredite in den Vereinigten Staaten. Die steigenden Ausfallraten bei den Darlehen haben Freddie Mac und Fannie Mae allerdings in ernsthaften Schwierigkeiten gebracht. Um eine Insolvenz zu vermeiden wurden die beiden Institute 2008 wieder verstaatlicht.

3.2. Versagen der Aufsichtsbehörden

Auch die Aufsichtsbehörden tragen eine Mitschuld an der Finanzkrise. Bis zum Ausbruch der jetzigen Krise war die Finanzbranche wahrlich nicht unreguliert, sondern gehörte zu einer der am dichtesten regulierten Wirtschaftszweige westlicher Volkswirtschaftssysteme.

Ihrer Hauptaufgabe, der Vermeidung einer Finanzkrise – sind die Aufsichtsbehörden nicht gerecht geworden. Sie haben die Krise zu spät erkannt und wurden von ihrem Ausmaß überrascht.

Die 20 größten Industriestaaten (G20) kamen im November 2008 in Washington zu folgendem Schluss:

„[Policy-makers, regulators and] supervisors, in some advanced countries, did not adequately appreciate and address the risks building up in financial markets, keep pace with financial innovation, or take into account the systemic ramifications of domestic regulatory actions.“

Noch im November 2006 schätzte die Bundesbank daher in ihrem Finanzstabilitätsbericht die Risikolage deutscher Banken als „entspannt“ ein. Auch im ungünstigsten Szenario, träfe man auf „ein deutsches Bankensystem, das sich derzeit über alle Sektoren hinweg in robuster Verfassung präsentiert. Die verbesserte Widerstandskraft beruht sowohl auf einer relativ günstigen Risikolage als auch auf einer gestiegenen Risikotragfähigkeit“.

Auch andere Aufsichtsbehörden teilen in dieser Zeit die Einschätzung der Bundesbank. Tatsächlich haben die Aufsichtsbehörden das Ausmaß des wachsenden systemischen Risikos im Finanzmarkt nicht rechtzeitig erkannt. Das wachsende Volumen der Kreditverbriefungen wurde lange Zeit wohlwollend zur Kenntnis genommen und als Instrument der besseren Risikodiversifizierung gepriesen. Sorgen bereiteten damals allenfalls die globalen Ungleichgewichte und speziell das enorme US-Amerikanischen Handelsbilanzdefizit. Auch die weltweite Überversorgung mit Liquidität und die bei den Hedgefonds vermutete Gefahr für die Finanzstabilität wurden intensiv diskutiert.

3.3. Fehleinschätzungen privater Marktteilnehmer

Im Anlauf zur Finanzkrise waren die weltweiten Finanzmärkte trotz einer Überschwemmung mit Liquidität von historisch niedrigen Inflationserwartungen und dementsprechend niedrigen Zinsen geprägt. In diesen Zeiten des „billigen Geldes“ bestand die große Herausforderung für professionelle wie private Finanzmarktteilnehmer darin, das viele vorhandene Geld gewinnbringend einzusetzen. Bei niedrigen Zinsen ist eine hohe Rendite aber nur unter Inkaufnahme hoher Risiken möglich. Diese Risiken wurden aber nicht erkannt oder – weit schlimmer – billigend in Kauf genommen.

Ursache für diese risikofreudige Einstellung war zum einen das skizzierte günstige ökonomische Umfeld, in dem sich viele Marktteilnehmer eine Krise wahrhaft nicht vorstellen konnten oder wollten. Wie man jetzt weiß, schätzten die Marktteilnehmer – ähnlich wie die Aufsichtsbehörden – das bestehende Risiko systematisch zu gering ein. Zum anderen hat auch der starke

Wettbewerbsdruck auf globalen Kapitalmärkten eine große Rolle gespielt. Der kurzfristig orientierte Renditevergleich zwischen Unternehmen – auch durch den privaten Investor – hat eine „search for yield“, gestärkt, in der Risiken eine immer unwichtigere Rolle einnahmen.

Auf dieser Suche nach Rendite entdeckten die Institute das Anlageprodukt „Kreditverbriefung“. In seiner einfachsten Form ging es dabei um den Weiterverkauf von gebündelten Hypothekarkrediten, häufig aus den USA. Dort hatten das Niedrigzinsumfeld und die Annahme immer steigender Häuserpreise, kombiniert mit staatlichen Eigenheimprogrammen, zu einem regelrechten Bauboom geführt.

Durch den Verkauf der Hypothekenkredite musste sich die kreditvergebende Bank nicht länger um den ursprünglichen Kredit kümmern. Das Risiko der Nicht-Zurückzahlung wurde nun von dem Institut getragen, welches die verbrieften Forderungen erworben hat.

Als Folge dieser Risikoveräußerung steigerten die Banken ihre Kreditvergabe noch weiter und lockerten dabei die Kreditvergabestandards. Für den verkauften Kredit mussten sie nun nämlich nicht länger Eigenkapital bereithalten. Das freigekommene Kapital wurde für neue Hypotheken genutzt, die anschließend veräußert wurden.

4. NEUN THESEN FÜR EINE NEUE FINANZMARKTORDNUNG

These 1: Wir brauchen internationale, mindestens aber transnationale Aufsichtsstrukturen.

Eins der ersten Opfer der Finanzkrise ist die europäische Aufsichtsarchitektur, die die Krise nicht unbeschadet überstehen wird. Die momentane Aufsichtsstruktur der EU ist national geprägt. In jedem Mitgliedstaat ist eine (oder mehrere) Behörde mit der Aufsicht über Banken, Versicherungen und andere Finanzmarktakteure beauftragt.

Diese Aufsichtsarchitektur ist veraltet. Nicht nur wird sie der Realität auf den Finanzmärkten nicht länger gerecht. Mit ihr kann aber auch das ordnungspolitisch erwünschte Ziel – die Wahrung der Finanzmarktstabilität – nicht dauerhaft sichergestellt werden.

Es muss unbedingt vermieden werden, dass bestehende Risiken durch zersplitterte Aufsichtsstrukturen übersehen werden. Beispielweise kann das Risiko, welches einem global agierenden Konzern – über mehrere Länder verteilt – ausgesetzt ist, viel höher sein, als die einfache Summe der Risiken, die in jedem Mitgliedstaat beobachtet werden. Auch die globale Vernetzung von Finanzinstituten – die schließlich auf globalen Kapitalmärkten agieren – macht eine möglichst globale Betrachtungsweise der Risiken unumgänglich.

Angesichts der grenzüberschreitenden Tätigkeit vieler Banken oder Versicherungen können die Risikoprofile dieser Unternehmen und darauf beruhende Maßnahmen der Aufsichtsbehörden daher nicht länger nur auf den Aktivitäten eines Instituts in einem Land beruhen. Da aber gerade dies erfolgen würde, wenn die Aufsichtsstrukturen unverändert bleiben, brauchen wir neue Aufsichtsstrukturen.

Die mikro-prudentielle Aufsicht über einzelne in der Europäischen Union grenzüberschreitend tätige Banken und Bankengruppen muss effizienter gestaltet werden. Dabei sollte die Gruppenaufsicht eingeführt werden, die die Qualität der Aufsicht verbessert, weil auf Basis des gesamten Risikoprofils einer Institutsgruppe gearbeitet wird. Um eine tatkräftige und schnelle Aufsicht sicherzustellen, sollte in dieser Gruppenaufsicht die Aufsichtsbehörde des Herkunftsstaats des Mutterinstituts eine Entscheidungsbefugnis für die gesamte Gruppe bekommen.

In der Europäischen Union scheint der politische Wille zur Umsetzung dieser Vorschläge zurzeit nicht vorhanden zu sein. Die Regierungen vieler kleinerer Mitgliedstaaten wollen dem Konzept der Gruppenaufsicht nicht zustimmen: Sie sind nicht dazu bereit, die Aufsicht über Banken, die in ihren Mitgliedstaaten tätig sind, an die Behörde des Herkunftsstaats des Konzerns abzugeben.

Als zweitbeste Variante zur Gruppenaufsicht sollte in diesem Fall eine föderale Aufsichtsstruktur eingeführt werden. Nach Vorbild des Europäischen Systems des Zentralbanken (ESZB) wäre das Zusammenarbeiten der nationalen Aufsichtsbehörden denkbar. Dies könnte im Rahmen bestehender Strukturen stattfinden, in etwa in den CEBS-, CEIOPS- oder CESR-Ausschüssen, die jeweils für Aufsichtsfragen über Banken, Versicherungen und den Wertpapierhandel mit Experten der nationalen Aufsichtsbehörden besetzt sind. Wichtig sind dann allerdings klare Entscheidungsregeln, die einen schnellen Entscheidungsprozess ermöglichen.

Der Vorschlag, die mikro-prudentielle Aufsicht bei der EZB anzusiedeln, erscheint dagegen weder wünschenswert noch realistisch. Zum einen könnte die Verantwortung der EZB für die Bankenaufsicht ein Zielkonflikt mit der geldpolitischen Aufgabe der EZB verursachen. Zum anderen werden einige Mitgliedstaaten, etwa Großbritannien, die nicht zur Eurozone gehören, eine Bankenaufsicht bei der EZB kaum akzeptieren.

Die makro-prudentielle Aufsicht – also die Aufsicht über die Stabilität des gesamten Finanzsystems – sollte auf eine höchstmögliche Ebene gehoben werden. Eine weltweite Überwachung dieser ebenfalls weltweiten Risiken – in etwa beim Internationalen Währungsfonds (IWF) – wäre sicherlich ein großer Fortschritt.

Ob die Bereitschaft zur Einrichtung einer solchen weltweiten „Frühwarninstanz“ anwesend ist, wird das G20-Treffen Anfang April in London zeigen. In der EU scheint sie jedenfalls ansatzweise vorhanden zu sein. Die jüngste Vorschläge der De-Larosière-Gruppe, zu diesem Zweck in der EU einen „European Systemic Risk Council“ einzurichten, dem die EZB-Ratsmitglieder und die Europäischen Aufsichtscommittees für Banken (CEBS), Versicherungen (CEIOPS) und Wertpapiere (CESR) angehören sollen, gehen in die richtige Richtung und sind zu begrüßen.

These 2: Ratings: eine begrenzte Regulierung ist notwendig

Die Bonitätsurteile („Ratings“) von Ratingagenturen nehmen im bestehenden Aufsichtsrecht eine zentrale Rolle ein. Die gesetzlichen Anforderungen an Finanzdienstleister, die der Stabilität des Finanzsystems dienen sollen, lassen explizit die Nutzung von Ratings zu. So erkennt die EU in der Richtlinie 2006/48/EG („Basel II“) die Ratings als wichtigsten Gradmesser für Bonitätsrisiken an: Banken, Versicherungen und andere regulierte Finanzdienstleister können bei der Ermittlung, wie viel Eigenkapital sie zur Absicherung ihrer Kreditrisiken bereithalten müssen, Ratingagenturen heranziehen.

Durch diese Anerkennung vermittelt die EU den Ratingagenturen allerdings eine quasi-hoheitliche Rolle bei der Stabilisierung des Finanzsystems. Die Arbeit privater Unternehmen wird zur Erreichung eines öffentlichen Guts – der Stabilisierung des Finanzsystems – herangezogen. Vor diesem Hintergrund sind hoheitliche Anforderungen an die Arbeit der Ratingagenturen ordnungspolitisch konsistent und sogar wünschenswert: Sie dienen der Wahrung der Finanzmarktstabilität.

Die Ratings von Ratingagenturen sollten nur dann für die Berechnung des vorgeschriebenen Eigenkapitalbedarfs herangezogen werden, wenn bestimmte Anforderungen an die Transparenz erfüllt sind. So sollten Ratingagenturen die Modelle offen legen, die ihre Ratings zugrunde legen. Auch die getroffenen Annahmen und angewandten Methoden sollten transparent sein. Dies ist insbesondere bei strukturierten Finanzprodukten wichtig, da sonst eine Überprüfung der Ratings durch Finanzdienstleister unmöglich ist. Die Offenlegung von potentiellen Interessenkonflikten stärkt die Möglichkeiten einer solchen Überprüfung. Es ist daher positiv zu bewerten, dass der derzeit diskutierte Vorschlag der EU-Kommission, einige diese Punkte übernimmt.

Bei allem Lob an den Kommissionsvorschlag ist folgende Kritik aber dennoch geboten: Zum einen sollte Ratingagenturen keine hoheitliche Rolle aufgezwungen werden. Es sollte daher der einzelnen Ratingagentur überlassen bleiben, ob sie, neben der Anfertigung unverbindlicher Ratings, auch quasi-gesetzliche Aufgaben wahrnehmen will. Nur die Ratings solcher Agenturen dürfen reguliert werden. Eine solche Differenzierung sehen die Pläne der Kommission aber nicht vor.

Zum anderen dürfen Anforderungen an die aufsichtsrechtliche Nutzung von Ratings nicht zu protektionistischen Zwecke missbraucht werden. Die Kommission will nur solche Ratings anerkennen, die von einer europäischen Ratingagentur stammen. Der Sitz der Agentur ist für die Qualität des Ratings aber nicht entscheidend. Auch Ratings von Ratingagenturen aus Drittstaaten sollten aufsichtsrechtlich genutzt werden können, wenn sie einer vergleichbaren Aufsicht wie in der EU unterliegen.

These 3: Eigenkapitalanforderungen müssen angepasst werden

Regulatorische Anforderungen an die Höhe des Eigenkapitals von Banken können – wenn richtig ausgestaltet – die Finanzmarktstabilität entscheidend sichern. Sie sind damit ordnungspolitisch notwendig. Konkret sollten diese Regeln vorsehen, dass Banken, je nach eingegangenem Risiko, Eigenkapital als „Puffer“ hinterlegen. Dieser Puffer führt bei einer Bank zu Kosten: das Kapital ist gebunden und kann nicht mehr eingesetzt werden. Im Ergebnis kann einer Bank damit der Anreiz gegeben werden, keine überhöhten Risiken einzugehen, was der Finanzmarktstabilität dient.

In der Europäischen Union erfüllt die Eigenkapitalrichtlinie („Basel II“) diese ordnungspolitische Funktion. Die Richtlinie ist Ergebnis der Verhandlung im Baseler-Ausschuss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und soll nun überarbeitet werden. Dazu hat die EU-Kommission einen Vorschlag vorgelegt, der noch vor April vom Europäischen Parlament und vom Ministerrat verabschiedet werden sollte.

Wenngleich die Eigenkapitalrichtlinie ordnungspolitisch grundsätzlich positiv zu bewerten ist, besteht in drei Punkten Anpassungsbedarf.

3.1 Eigenkapitalanforderungen sollten sich nach der Systemrelevanz richten

Erstens richten sich die bisherigen Eigenkapitalanforderungen nicht nach der Systemrelevanz einer Bank. Lediglich die von der Bank eingegangenen Risiken spielen bei der Berechnung ihres Eigenkapitalbedarfs eine Rolle. Da die Eigenkapitalanforderungen aber die Stabilität des gesamten Finanzsystems zu schützen versuchen, wäre zu überlegen, ob von systemrelevanten Banken keine höhere Eigenkapitalhinterlegung verlangt werden sollte.

Eine solche Regel wäre zwar mit einer Wettbewerbsbenachteiligung solcher Banken verbunden. Allerdings profitieren diese Banken dank ihres systemrelevanten Status im Gegensatz aber auch von einem Insolvenzschutz, über die kleinere Banken nicht verfügen. Im Ergebnis könnte die Wettbewerbsverzerrung dadurch ausgeglichen werden.

3.2 Die Eigenkapitalrichtlinie sollte keine prozyklische Wirkung entfalten

Zweitens muss die prozyklische Wirkung der Eigenkapitalrichtlinie behoben werden. In Zeiten eines wirtschaftlichen Abschwungs verstärkt die Richtlinie diese Abwärtsbewegung. Bei fallenden Aktienkursen müssen Banken Portfolioverluste abschreiben, was ihr Eigenkapital schmälert. Dies zwingt Banken dazu, weniger Kredite zu vergeben, da sie diese mit Eigenkapital hinterlegen müssen. Soweit dadurch geplante Investitionen unterbleiben, weil eine Finanzierung nicht zustande kommt, verschlechtern sich die Ratings der Unternehmen, weshalb Banken bei der Kreditvergabe noch mehr Eigenkapital hinterlegen müssen. Dies verteuert die Kredite weiter, was Investitionen noch weniger attraktiv macht und den Abschwung verstärkt.

Dieses Problem sollte – wie es bereits von den Spanischen Aufsichtsbehörden praktiziert wird – dahingehend behoben werden, dass Institute und Aufsichtsbehörden bei der Risikobemessung sämtliche – auch negative – Phasen eines Wirtschaftszyklus berücksichtigen. In Zeiten eines Abschwungs schlagen Abschreibungsbedarf und Eigenkapitalschwankungen so nicht unmittelbar auf die Kreditvergabe durch. Kostenlos gibt es diese Sicherheit jedoch nicht: Indem Risiko konservativ eingeschätzt wird, steigt der Eigenkapitalbedarf und sinkt das mögliche Volumen der Kreditvergabe vor allem in Zeiten des Aufschwungs.

3.3 Überregulierung bei Verbriefungen schadet den europäischen Banken

Drittens darf bessere Regulierung nicht mit Überregulierung verwechselt werden. Eine solche Überregulierung – die eine Ordnungsbildung durch Marktregeln verhindert – schlägt aber gerade die Kommission nun vor. Zu Erwähnen ist hier vor allem die de-facto-Verpflichtung für Emittenten einer Verbriefung, 5% der verbrieften Forderungen in den eigenen Büchern zu behalten. Kurz- und mittelfristig birgt dies die Gefahr, dass eine Bank, die in Verbriefungen investiert, sich auf die Erfüllung dieser Verpflichtung leichter verlässt, statt das eingegangene Risiko umfassend eigenständig zu prüfen. Die Verpflichtung konterkariert damit die Bemühungen der Richtlinie um ein besseres Risikomanagement. Langfristig behindert sie zudem die Vertrauensbildung, da sie es dem Emittenten erschwert, die Angemessenheit seiner Kreditvergabepaxis zu signalisieren. Weil der Einbehalt des Emittenten auf einer gesetzlichen Verpflichtung beruht, ist seine Aussagekraft nämlich gering. Will der Emittent seine Seriosität auf diese Weise glaubhaft machen, wird er mehr als 5% der Forderungen einbehalten müssen, was mit höheren Kosten verbunden ist.

Die Vorschrift kann schließlich auch die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken – und damit der EU insgesamt – verringern. In Verbriefungen von außereuropäischen Emittenten, welche die europäische Verpflichtung nicht befolgen, dürften europäische Banken nämlich nicht länger investieren. Dadurch blieben europäischen Banken Anlageformen verschlossen, die - momentanen Turbulenzen zum Trotz – für die Risikodiversifizierung und Renditemöglichkeiten der Banken sehr sinnvoll sein können.

These 4: Die Regulierung von Versicherungen sollte vorangetrieben werden

Die europäischen Versicherungsunternehmen sind wichtige Investoren, die jährlich Investitionen in Höhe von 7200 Mrd. € tätigen. (Quelle: CEA, European Insurance and Reinsurance Federation.) Die Tätigkeiten von Versicherungen können also durchaus systemrelevant sein und erhebliche Auswirkung auf die Stabilität des Finanzsystems haben. Zur Wahrung dieser Finanzmarktstabilität ist damit nicht nur die Regulierung des Bankensektors, sondern auch die Regulierung von Versicherungsunternehmen ordnungspolitisch wünschenswert.

Die europäische Versicherungsregulierung hinkt der Bankenregulierung allerdings hinterher. Mit der Überarbeitung der Solvabilitätsrichtlinie („Solvency II“) – über die derzeit noch im Europäischen Parlament und im Ministerrat verhandelt wird – wird das Konzept der Eigenkapitalrichtlinie für Banken weitgehend auch für Versicherungen eingeführt. Diese Entwicklung ist zu begrüßen, die Richtlinie sollte – wie auch von der De-Larosière-Gruppe verlangt – schnellstmöglich angenommen werden. Zu den wichtigsten Fortschritten gehören die von der Kommission vorgeschlagene Gruppenaufsicht und Gruppenunterstützung.

These 5: Die Regulierung der Managergehälter ist verfehlt

Eine hoheitliche Regulierung der Vergütung von Bankenvorständen und Finanzmanagern (im Folgenden: Managergehälter) kann nicht überzeugend begründet werden und ist abzulehnen.

Richtig ist, dass bei der Managervergütung in der Finanzbranche Bonussysteme eine große Rolle spielen. Auch die These, dass viele dieser Bonussysteme nicht optimal ausgestaltet sind, mag zutreffen. Tatsächlich ist nicht auszuschließen, dass diese Vergütungssysteme in ihrer konkreten Gestaltung die Risikofreudigkeit der betroffenen Manager erhöhen. Wenn Erfolg belohnt, Misserfolg aber nicht explizit bestraft wird, erhöht sich der Anreiz, höhere Risiken einzugehen, in der Hoffnung auch bessere Ergebnisse einzufahren.

Eine hoheitliche Regulierung dieser Gehälter ist aber unverhältnismäßig. Nicht nur missachtet eine solche Regulierung eine Reihe ordnungspolitischer Maßstäbe. Ihr Ziel – die bessere Beherrschung von Risiken – kann auch mit weniger eingreifenden Mitteln erreicht werden.

Erstens missachtet eine Regulierung der Managergehälter in massiver Weise die Vertragsfreiheit. In privatrechtlichen Verträgen sollte es den einzelnen Vertragspartnern überlassen bleiben, sich über eine angemessene Entlohnung zu einigen.

Zweitens erschwert es eine solche Regulierung unnötigerweise, dass die Eigentümer einer Bank ihre Eigenverantwortung aufnehmen. Die Aktionäre werden damit durch eine solche Regulierung massiv bevormundet. Gerade jetzt ist damit zu rechnen, dass Aktionäre – bei den nach der Finanzkrise ein erhöhtes Risikobewusstsein vorliegen dürfte – verstärkt darauf achten werden, dass von Bonusmodellen keine Anreize zur Übernahme ungewollter Risiken ausgehen.

Drittens verzerrt eine Regulierung den Wettbewerb und verringert dadurch die Effizienz. Die Begrenzung von Managergehältern im Bankensektor führt dazu, dass Manager sich anderen, unregulierten Branchen zuwenden. Diese Entziehung von Humankapital kommt einer Benachteiligung der Finanzbranche gleich.

Viertens ist eine Regulierung von Managergehältern unverhältnismäßig. Ihr Ziel – ein besseres Risikomanagement – kann auch mit milderem Mitteln erreicht werden. Es ist gerade Ziel der Eigenkapitalrichtlinie („Basel II“), dieses Risikomanagement zu optimieren und keine ungewollten Risiken einzugehen. Eine solche risikomathematische Herangehensweise ist dem „Hineinregieren“ in Managervergütungen überlegen.

Eine Ausnahme gilt jedoch für den Fall, in dem sich die Mitgliedstaaten zur Stabilisierung der Finanzmärkte vorübergehend an Banken beteiligen. Als Aktionär sind diese Staaten selbstverständlich berechtigt, über Vergütungssysteme mitzubestimmen.

Ob und wie weit die Europäische Kommission die Managergehälter regulieren wird oder lediglich eine „Empfehlung“ abgeben wird, ist zurzeit noch unklar. Formale Regeln sind jedoch aus ordnungspolitischer Sicht abzulehnen. In diesem Fall ist eine Ordnungsbildung durch Marktregeln einer Regulierung überlegen. Denkbar wäre z.B. ein Verhaltenskodex mit einer „comply or explain“ Klausel, bei der Marktteilnehmern für abweichendes Verhalten eine Erklärung geboten wird. Dieser Verhaltenskodex sollte – mehr als bisher der Fall war – auch langfristigen Zielen und nachhaltigen Strategien Rechnung tragen.

These 6: Transparenzanforderungen an Hedge- und Staatsfonds

Hedge- und Staatsfonds kann bisher wenig handfestes vorgeworfen werden. Freilich sind sie – wissentlich – hohe Risiken eingegangen und sicherlich stoßen die Strategien von Hedgefonds nicht überall auf Zustimmung. Die Freiheit der Unternehmensentscheidung gebietet es aber, auch umstrittene Strategien dieser Investoren, zuzulassen. Schließlich gehören die betroffenen Unternehmen zu einem großen Teil, wenn nicht vollständig, diesen Hedgefonds.

Beim Eintreten von Verlusten haben Hedge- und Staatsfonds ihre Eigenverantwortung allerdings übernommen. Dass Hedgefonds zu den Verlierern der Krise gehören und sie nicht verursacht haben, ist unbestritten. Den Staatsfonds kann sogar zugesprochen werden, durch zusätzliche Kapitalzuschüsse die Folgen der Finanzkrise abgeschwächt zu haben.

Auch für Hedge- und Staatsfonds gilt der gleiche Grundsatz wie für andere Finanzmarktakteure: Eine Regulierung ist nur dann notwendig, wenn dadurch Gefahren für die Finanzmarktstabilität abgewendet werden können. Solange über ein systemrelevantes Verhalten von Hedge- und Staatsfonds keine überzeugenden Indizien vorliegen, sollten sie unreguliert bleiben.

Allerdings ist unser Wissen über die Risiken, welche von Hedge- und Staatsfonds eingegangen werden, derzeit sehr begrenzt. Um zu abschließenden Einsichten der Systemrelevanz von diesen Marktteilnehmern zu gelangen, wäre es sinnvoll, bestimmte Berichtspflichten einzuführen. Von Relevanz wären da vor allem Informationen über Konzentrationsrisiken und über das Ausmaß in dem „Leverage“ (d.h. die Hebelwirkung über Kredite) betrieben wird.

Um Umgehungsstrategien zu vermeiden, bedarf es dafür allerdings einer möglichst globalen Initiative, die realistischerweise nur von der G20 erwartet werden kann.

These 7: Eine Stelle zum Clearing von Derivaten erhöht die Finanzmarktstabilität

Eine Clearingstelle für Derivate kann – durch die gegenseitige Auflösung vorhandener Risiken und die Absicherung von Ausfallrisiken – zum besseren Risikomanagement beitragen. Sie erhöht damit die Stabilität des Finanzmarktes.

Die daraus folgende Schlussfolgerung, dass eine Clearingstelle qua Gesetz herbeigeführt und staatlich betrieben werden muss, überzeugt jedoch nicht. Auch investierende Institute haben nämlich ein Eigeninteresse an einer solchen Clearingstelle. Vor dem Hintergrund dieser Eigenverantwortung müssten auch die privaten Investoren sich am notwendigen Eigenkapital für eine solche Clearingstelle beteiligen.

Am wirkungsvollsten ist eine zentrale Clearingstelle, die den Derivatenhandel möglichst umfassend abdeckt. Allerdings wären mit einem solchen natürlichen Monopol erhebliche Wettbewerbsprobleme verbunden. Als Zwischenlösung wäre die Errichtung einiger weniger Clearingstellen denkbar. Damit würde zwar auf Teile der Einsparungsmöglichkeiten, die durch Größeneffekte entstehen, verzichtet. Dieser Verzicht könnte aber von den Gewinnen, die aus dem Wettbewerb zwischen Clearingstellen resultieren, wieder wettgemacht werden.

These 8: Bad Bank: Auf die Details kommt es an

Zwar ist gegen die Idee einer so genannten „Bad Bank“ – d.h. die Auslagerung von Wertpapieren mit hohem und anhaltendem Abschreibungsbedarf aus der Bankenbilanz in einer neu zu gründenden Bank – prinzipiell nichts einzuwenden. Entscheidend ist jedoch, wohin und zu welchen Bedingungen die Problempapiere ausgelagert werden.

Als problemlos ist dabei eine rein private Initiative – etwa von einer Gruppe privater Banken – zur Gründung einer solchen Bad Bank zu bewerten, die mit privatem Kapital refinanziert wird. In Schweden wurde dieser Weg Anfang der 90er Jahre von privaten Banken gegangen. Eine solche private Lösung wird der Eigenverantwortung der Finanzmarktakteure am meisten gerecht.

Beteiligt sich der Staat finanziell, dann gilt auch hier die Maxime, dass das staatliche Intervenieren mit der Finanzmarktstabilität begründbar sein sollte. Die staatliche Beteiligung ist nur dann zulässig, wenn eine akute Systemgefährdung abgewendet werden soll. Wird dieses Kriterium nicht eingehalten, resultiert Willkür.

Die Hürden für eine Bad Bank mit staatlicher Unterstützung sind damit sehr hoch angesetzt: Es muss sichergestellt sein, dass Steuermittel nur für die Bad Banks von systemrelevanten Banken bereitgestellt werden. Die daraus resultierende Wettbewerbsverzerrung zulasten „gesunder“ sowie „nicht-systemrelevanter“ Banken ist unvermeidlich und hinzunehmen. Allerdings wirft auch die Frage der Bewertung der abzustoßenden Wertpapiere massive Probleme auf. Eine zu hohe Bewertung kommt einer zu weit reichenden Wettbewerbsverzerrung gleich; eine zu niedrige entlastet die Not leidenden Banken nicht ausreichend und ist damit weitgehend wirkungslos.

Als Alternative zur Bad Bank wird häufig eine staatliche Garantie gegen den Ausfall von Wertpapieren diskutiert. In diesem Szenario blieben die Wertpapiere in der Bankenbilanz. Gegen Bezahlung einer „Versicherungsprämie“ kann die Bank allerdings eine staatliche Garantie gegen den Ausfall der Wertpapiere besorgen. Auch hier können die gleichen Bedenken geltend gemacht werden. Eine staatliche Beteiligung sollte es nur im Falle einer Systembedrohung geben. Die Höhe der Subventionen – und damit der Wettbewerbsverzerrung - wird von der Höhe der zu leistenden Prämie bestimmt.

These 9: Auf Bilanzierungsregeln sollte Verlass sein

Bilanzen nehmen in der Finanzwirtschaft eine besondere Bedeutung ein. Sie dienen Investoren als wichtige Information bei dem effizienten Einsatz von knappem Kapital. Daher müssen Bilanzen auch über die Jahre aussagekräftig und vergleichbar bleiben, was stabile Bilanzierungsregeln erfordert. Aufgabe des Staates ist es, solche Regeln zu entwerfen oder deren Einhaltung zu überwachen. Tut sie dies nicht, kann die Stabilität der Finanzmärkte gefährdet sein, da Investoren sich bei Anlageentscheidung auf die Vollständigkeit und Korrektheit der Bilanz verlassen.

Allerdings können hoheitliche Bilanzierungsregeln – genauso wie Eigenkapitalvorschriften – ein prozyklisches Element enthalten und zur Verstärkung eines wirtschaftlichen Abschwungs führen.

Genauer gesagt wird das Fair-Value-Prinzip der internationalen Bilanzierungsregeln (IFRS) kritisiert, welches eine marktnahe Bewertung von Aktiva vorschreibt. Die massiven Kursverluste der letzten Monate und der gewaltige Preisverfall vieler strukturierter Produkte hat viele Geschäftsbilanzen mit großen Abwertungsverlusten für Firmenwerte und Wertpapiere belastet. Ähnlich wie nach unten angepasste Ratings kann auch diese Prozyklität eine Kreditklemme verursachen, da Eigenkapital zum Ausgleich der Verluste herangezogen werden muss.

Eine abrupte Abänderung der Bilanzierungsregeln in Form einer Abkehr von Marktbewertungsregeln ist allerdings nicht geboten. Sie ist mit erheblichen Gefahren verbunden. Änderungen am Bilanzregelwerk können den Verdacht nähren, dass Risiken in der Bilanz „verborgen“ werden sollten, was dem Anlegervertrauen massiv schaden könnte. Die gleiche Argumentation gilt für die bilanzielle Behandlung von Zweckgesellschaften („Conduits“). Zwar kann die Gründung solcher Gesellschaften sinnvoll sein, sie sollten aber nicht über die Anwesenheit der Risiken hinwegtauschen.

Eine Weiterentwicklung der Bilanzregeln ist darüber hinaus für Szenarien notwendig, in denen – aufgrund mangelnder Nachfrage – keine Marktbewertung mehr möglich ist. Hier muss das Regelwerk weiterentwickelt und müssen klare Bewertungskriterien aufgestellt werden.

Auch sei angemerkt, dass die bestehenden Bilanzierungsregeln keine verpflichtende Orientierung an den Börsenkursen vorschreiben. Unternehmen können auch eine Bewertung nach der Discounted-Cashflow-Methode vornehmen, was jedoch detaillierte Kenntnisse über künftige Zahlungsströme voraussetzt, die in der derzeitigen Krise nicht vorhanden sind.