

Cordelius Ilgmann, Ulrich van Suntum

# Ist die Finanzkrise eine Krise der Marktwirtschaft?

*Nach der Erschütterung der Weltfinanzmärkte wird die Liberalisierung von Märkten auch grundsätzlich kritisiert. Sind die Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung anzulasten? Wie stellt sich die aktuelle Finanzkrise in historischer Perspektive dar?*

Die aktuelle Finanzkrise hat den Kritikern einer liberalen Wirtschaftsordnung neuen Auftrieb gegeben. Warnungen vor zu viel Deregulierung und Privatisierung sind scheinbar eindrucksvoll bestätigt worden. Selbst wirtschaftsliberale Kommentatoren räumen inzwischen ein, dass man es mit dem freien Spiel des Marktes offenbar übertrieben hat. Das bleibt nicht ohne Folgen für die Politik. So wird die private Altersvorsorge teilweise wieder zugunsten einer rein umlagefinanzierten Rente in Frage gestellt. Staatliche Interventionen in Form von Mindestlöhnen, Subventionen für bedrohte Arbeitsplätze und zur Regulierung von Managervergütungen gelten weithin als notwendige Korrekturen für übertriebenes privates Gewinnstreben. Die Verstaatlichung von Banken ist in der aktuellen Notlage in vielen Ländern bereits Realität geworden.

Nach dem Zusammenbruch des Sozialismus zu Beginn der 1990er Jahre scheint sich das Rad der Geschichte damit wieder zurück zu einer stärker staatlich gelenkten Wirtschaftsordnung zu drehen. Diese Erfahrung ist keineswegs neu. Bereits 1947 bemerkte Walter Eucken: „Gerade die amerikanische und die deutsche Wirtschaftsgeschichte haben gezeigt, wie aus dem Versagen der freien Wirtschaft die Tendenz zur Zentralverwaltungswirtschaft entsteht.“<sup>1</sup> In der unzureichenden Ordnung des Geldwesens sah Eucken eine Gefahr für die Marktwirtschaft: „Falls diese Teilordnung – die Währung – versagt, wird zentralverwaltungswirtschaftliche Lenkung in anderen Teilgebieten der Wirtschaft provoziert.“<sup>2</sup>

Der Zusammenbruch des amerikanischen Immobilienmarktes im Jahre 2008 führte in der Tat zur schwersten Krise des Weltfinanzsystems nach dem Zweiten Weltkrieg. Sie war allerdings keineswegs die

erste ihrer Art.<sup>3</sup> So hat Ende der 1980er Jahre in Japan das Platzen der vorangegangenen Immobilienblase zunächst zu einem Crash der Aktienmärkte und nachfolgend zu einer langanhaltenden Depression geführt. Kurz zuvor hatte es eine Immobilien- und Aktienblase in Skandinavien gegeben. Mitte der 90er Jahre folgte die Finanzkrise in Südostasien. In Schweden ist es 2003 zu einem weiteren, der aktuellen Krise sehr ähnlichen Kollaps des Kredit systems gekommen.

## Finanzinnovationen als Auslöser

Aus einer längeren historischen Perspektive ist auf die Große Depression der 1930er Jahre zu verweisen, die ihren Ausgangspunkt – wenn auch nicht ihre einzige Ursache – in dem Aktiencrash von 1929 hatte. Aber auch schon davor ist die Geschichte der Finanzmärkte eine Geschichte ihrer Krisen gewesen – lange bevor von einem kapitalistischen Wirtschaftssystem überhaupt die Rede sein konnte. Die Auslöser dieser Krisen sind im Einzelnen durchaus unterschiedlich gewesen, jedoch spielten sehr oft Finanzinnovationen dabei eine entscheidende Rolle. Das Aufkommen des Wechsels, des Papiergeldes, der Aktie und anderer Finanzinnovationen überforderte oft zunächst sowohl die Urteilskraft der privaten Akteure als auch die staatlichen Kontrollmechanismen. Entsprechende Lerneffekte und Vorsichtsmaßnahmen setzten erst nach mehr oder weniger verheerenden Finanzmarktkrisen ein, die regelmäßig auch in der Realwirtschaft tiefe Spuren hinterließen.

Ein Beispiel dafür ist die Einführung des Papiergeldes in Frankreich durch den schottischen Finanzjongleur John Law zu Beginn des 18. Jahrhunderts.<sup>4</sup> Die

---

*Prof. Dr. Ulrich van Suntum, 54, ist geschäftsführender Direktor des Centrums für angewandte Wirtschaftsforschung der Universität Münster (CAWM). Cordelius Ilgmann, 28, M.A., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am CAWM.*

<sup>1</sup> Walter Eucken: Nationalökonomie wozu?, Zitiert nach der 4. Aufl. Düsseldorf und München 1961, S. 60 f.

<sup>2</sup> Ebenda, S. 65.

<sup>3</sup> Vgl. zu einem Überblick Charles P. Kindleberger, Robert Aliber: Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises, New Jersey 2005.

<sup>4</sup> Vgl. Francois R. Velde: John Law's System, in: American Economic Review, Vol. 97 (2007), S. 276-279.

anfängliche wirtschaftliche Scheinblüte endete nach wenigen Jahren im völligen Zusammenbruch des Finanzsystems. Law hatte 1716 im Auftrag des französischen Königs die Banque Royale als erste Aktienbank Frankreichs gegründet. Sie gab eigenes Papiergeld gegen Münzen und Staatspapiere heraus und diente so unmittelbar der Staatsfinanzierung. Zudem gründete Law mit der Mississippi-Gesellschaft eine Aktiengesellschaft, welche die angeblichen Goldschätze der französischen Kolonie Louisiana heben sollte. Die Aktien dieser Gesellschaft fanden reißenden Absatz und wurden wiederum mit dem Papiergeld der Banque Royale bezahlt. Die Spekulation trieb nicht nur den Preis der Aktien, sondern auch die umlaufende Papiergeldmenge immer weiter in die Höhe.<sup>5</sup> Das System begann 1720 zu kippen, als die Güterpreise zu steigen begannen und die Leute zunehmend versuchten, ihre Banknoten und Aktien in reale Wertanlagen wie Immobilien und Gold einzutauschen. Am Ende der allgemeinen Verkaufspanik waren sowohl die Banknoten als auch die Aktien der Mississippi-Gesellschaft praktisch wertlos geworden, das französische Finanzsystem war ruiniert. Law selbst musste nach Italien flüchten, wo er 1729 als verarmter Mann starb.

Ein noch früheres Beispiel für die Gefahren neuer Finanzierungsinstrumente war der sogenannte „Tulpenwahn“ in Holland zu Beginn des 17. Jahrhunderts. Nachdem Tulpen zunächst nur ein teures Hobby reicher Niederländer gewesen waren, führten neue Züchtungen zunächst zu ihrer größeren Verbreitung und einem schwunghaften Handel. Ab etwa 1630 begannen die Tulpenpreise zu steigen und bald konnten die einfachen Leute mit ein paar Zwiebeln mehr Geld verdienen als mit ihrem eigentlichen Beruf. Auf dem Höhepunkt der daraufhin einsetzenden Spekulationswelle 1636/37 verdreifachte sich der Preis einiger Tulpenzwiebeln innerhalb von nur einer Woche. Die berühmteste von ihnen – die *Semper Augustus* – erzielte schließlich Preise, die dem halben Lebenseinkommen einer Durchschnittsfamilie entsprachen.

Interessant ist, dass die Spekulation schon damals von sehr modern anmutenden Finanzinnovationen getrieben wurde. So entstand bald der sogenannte Windhandel, bei dem statt konkreter Ware nur noch Anrechte auf Tulpenzwiebeln verkauft wurden, welche sich noch in der Erde (oder auch nur in der Phantasie des Verkäufers) befanden. Diese Anrechte mussten oft nur mit 10% angezahlt werden, womit sie den Charakter von hoch riskanten Termingeschäften annahmen: Im Fall einer Verdoppelung des Tulpenpreises bis zur

Ausübung verzehnfachte sich der Eigenkapitaleinsatz. Halbte sich jedoch der Tulpenpreis, so entstand pro eingesetzten Gulden Kapital ein Verlust von fünf Gulden. Diese frühen Finanzierungspraktiken entsprachen im Prinzip den heutigen Finanzderivaten und damals wie heute führten die Hebeleffekte nach dem Platzen der Blase zum sofortigen Ruin derjenigen, die damit spekuliert hatten. Am Ende hatten viele kleine Handwerker ihr gesamtes Vermögen verloren und saßen obendrein auf hohen Schulden, so dass sie nicht einmal in den alten Beruf zurückkehren konnten. Die Folgen für die Realwirtschaft waren entsprechend katastrophal.

### Laissez faire im Geldwesen?

Diese historischen Erfahrungen waren den klassischen Vertretern der Freihandelslehre sehr wohl vertraut. So schreibt bereits Adam Smith seitenlang über die Gefahren der Wechselreiterei und über Exzesse etwa im schottischen Bankgewerbe, wobei er allerdings die Banken eher als Opfer denn als Urheber der Übertreibungen ansah: „Die Bankpolitik ist immer wieder Gefahren ausgesetzt, die von der Ungeschicklichkeit der Inhaber von Geldpapieren herrühren, auch drohen ihr andere Missgeschicke, vor denen kein noch so kluger und erfahrener Bankier schützen kann.“<sup>6</sup> Ein reines Laissez faire im Bankwesen hat Adam Smith – ebenso wie die meisten liberalen Ökonomen der Klassik – daher nie vertreten. Smith trat vielmehr für eine – wenn auch aus heutiger Sicht sehr maßvolle – Beschränkung der erlaubten Bankgeschäfte ein. Sehr aufschlussreich ist seine Begründung hierfür: „Man könnte nun einwenden, [dies] sei eine handfeste Verletzung der persönlichen Freiheit... doch wenn einige dieses Naturrecht so ausüben, daß sie die Sicherheit des ganzen Landes gefährden können, so schränkt jede Regierung, die liberalste wie die diktatorischste, dieses Recht gesetzlich ein, und zwar ganz zu Recht. Auch die Vorschrift zum Bau einer gemeinsamen Brandmauer, um das Übergreifen von Feuer zu verhindern, verletzt die persönliche Freiheit genau auf die gleiche Weise wie das hier vorgeschlagene Bankgesetz.“<sup>7</sup>

Es gab zwar auch die von den sogenannten Banking-Theoretikern vertretene Auffassung, dass die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft sich mehr oder weniger automatisch regeln würde. Durchgesetzt haben sich aber letztlich die Vertreter der Currency-Schule, die eine strenge staatliche Begrenzung der Liquidi-

<sup>5</sup> Vgl. Paul Strathern: Schumpeters Reithosen. Die genialsten Wirtschaftstheorien und ihre verrückten Erfinder, Frankfurt 2003, S. 49.

<sup>6</sup> Adam Smith: Der Wohlstand der Nationen. Ausgabe nach der 5. Auflage London 1789, München 1978, S. 265.

<sup>7</sup> Ebenda, S. 267.

tätsversorgung für nötig hielten. Diese Auffassung dominiert bis heute, gerade unter marktliberalen Autoren. So hat etwa der von Henry Simons und Milton Friedman vertretene „Chicago-Plan“ ursprünglich eine 100%ige Reservehaltung des Bankensektors vorgeschlagen, um deren Geldschöpfungsspielraum zu beschränken.

Absolut ablehnend gegenüber einem Laissez faire im Geldwesen waren auch die Ordoliberalen um Walter Eucken, die ein strenges Regelwerk von konstituierenden und regulierenden Prinzipien der Marktwirtschaft formulierten. Ihre Erkenntnisse werden heute gelegentlich als „ideologiebasierte Plausibilitätsüberlegungen“<sup>8</sup> verspottet. Die aktuelle Finanzkrise kann jedoch letztlich auf die Verletzung wichtiger ordoliberaler Prinzipien zurückgeführt werden, insbesondere des Prinzips der Geldwertstabilität und des Haftungsprinzips.

### Ordoliberales Denken und Geldwesen

Im Mittelpunkt des ordoliberalen Denkens steht die Funktionsfähigkeit des Preismechanismus.<sup>9</sup> Notwendige Bedingung hierfür ist die Geldwertstabilität, welche jedoch durch die Geldschöpfungsfunktion der Banken strukturimmanent gefährdet ist. So schreibt etwa Alfred Müller-Armack: „Die Banken werden im Bestreben, ihren Umsatz zu erweitern, einer Kreditexpansion zuneigen, deren Anreiz eine Senkung der Zinssätze unter die durch die Realkapitalversorgung einer Volkswirtschaft gebotene Höhe ist.“<sup>10</sup> Und Walter Eucken stellt fest: „Die Geldversorgung wurde [im 19. Jahrhundert, die Verf.] von der jeweiligen Liquidität und Kreditbereitschaft der Banken und zugleich auch von der Kreditnachfrage, also von der Investitionsneigung der Unternehmer, abhängig.“<sup>11</sup> In dieser Abhängigkeit der Geldversorgung von Kreditgeschäften der Banken liege die „eigentliche Ursache der Unstabilität“<sup>12</sup> des Geldes.

Die Frage, ob die Geldschöpfung der Banken durch eine (unabhängige) Zentralbank kontrolliert werden könne, beurteilt Eucken skeptisch. „So haben die Staaten selbst oft ein erhebliches Interesse daran, den Zins zu drücken, um die Verzinsung der Staatsschuld niedrig bzw. den Kurs der Staatspapiere hoch zu hal-

<sup>8</sup> Vgl. Olaf Storbeck: Neue Köpfe, neues Denken. Die stille Revolution in der deutschen Ökonomie: mehr Internationalität, weniger Ideologie, in: Handelsblatt vom 21. November 2005, S. 11; dort wird Christoph M. Schmidt wie oben zitiert.

<sup>9</sup> Walter Eucken: Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Tübingen 1990 (6. Auflage), S. 255.

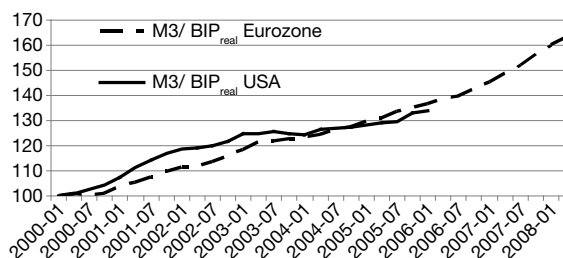
<sup>10</sup> Alfred Müller-Armack: Wirtschaftslenkung und Marktwirtschaft, München 1990, S. 112.

<sup>11</sup> Walter Eucken: Grundsätze ..., a.a.O., S. 258.

<sup>12</sup> Ebenda, S. 263.

### Überschusszuwachs der Geldmenge gegenüber dem realen BIP in der Eurozone und den USA

(Index 1. Vierteljahr 2000 = 100)



In der Abbildung wird jeweils die kumulierte Differenz zwischen dem Zuwachs der Geldmengenaggregate und dem Zuwachs des saisonbereinigten, realen BIP ausgewiesen. Vom ersten Quartal 2000 bis zum 1. Quartal 2006 betrug der entsprechende Überschusszuwachs der Geldmenge M3 in der Eurozone 36,5%, in den USA 34%.

ten. Und zwar auch dann, wenn zur Vermeidung einer Inflation eine Zinserhöhung notwendig wäre. Darüber hinaus drängen auch die Interessen privater Kreditnehmer in Richtung auf Kreditexpansion. Der Staatsverwaltung [d.h. der Zentralbank, die Verf.] wird in diesem Vorschlag zu viel zugemutet. Wahrscheinlich würde in concreto die Stabilität nicht erreicht.“<sup>13</sup>

Eine treffendere Beschreibung der Problematik ließe sich auch in aktuellen Publikationen schwer finden. In der Tat stand auch am Anfang der derzeitigen Finanzkrise eine massive staatliche Geldmengenausweitung, der konjunkturpolitische Absichten zu Grunde lagen. Daran war keineswegs nur die amerikanische Notenbank beteiligt, sondern auch die Europäische Zentralbank. So ist die Geldmenge M3 in der Eurozone zwischen dem ersten Quartal 2000 und dem zweiten Quartal 2008 um 89,7% gestiegen, während gleichzeitig das reale BIP der Eurozone nur um 15% zugenommen hat. In den USA ist die – dort als Steuerungsgröße dienende – Geldmenge M2 im gleichen Zeitraum um 64,8% ausgeweitet worden, bei einem Zuwachs des realen BIP um 19,5%. Stellt man das Wachstum der – nur bis zum ersten Quartal 2006 ausgewiesenen – Geldmenge M3 in den USA dem dortigen BIP-Zuwachs gegenüber, so war die Dynamik der Geldmengenausweitung dort vergleichbar groß wie in der Eurozone (vgl. die Abbildung). Rein rechnerisch führte der Geldmengenüberhang, soweit er sich nicht in der Inflationsrate niederschlug, zu einer entsprechend sinkenden Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Faktisch wurden damit aber die steigenden Vermögenspreise und die Spekulation an den Finanzmärkten alimentiert.

<sup>13</sup> Walter Eucken: Grundsätze..., a.a.O., S. 259 f.

Eine stabile Geldordnung ist aus ordoliberaler Sicht nicht nur notwendig, um einen reibungslosen Zahlungsverkehr zu ermöglichen und die in Geld angelegten Ersparnisse zu schützen. Sie soll vor allem auch konjunkturelle Schwankungen in Grenzen halten und Finanzkrisen der oben beschriebenen Art verhindern. Es ist kein Zufall, dass liberale Ökonomen, soweit sie sich mit Konjunkturtheorie beschäftigten, den wesentlichen Auslöser für realwirtschaftliche Störungen zu meist in Instabilitäten des monetären Sektors sehen.<sup>14</sup> Dies galt für Ralph Hawtrey ebenso wie für Milton Friedman. Da keynesianisch geprägte Autoren diesem Aspekt im Allgemeinen weit weniger Bedeutung beimessen, wäre eher ihnen der Vorwurf eines zu weitgehenden Laissez faire im Kreditsektor zu machen als den „Neoliberalen“.

### Das Haftungsprinzip

Was das Haftungsprinzip betrifft, so galt für die Ordoliberalen der Grundsatz: „Wer den Nutzen hat, muß auch den Schaden tragen.“<sup>15</sup> Die Haftung wurde eindeutig und streng gefasst: „Wer für Pläne und Handlungen der Unternehmen (Betrieb) und Haushalte verantwortlich ist, haftet (Haftungsprinzip) [Hervorhebung im Original].“<sup>16</sup> Die Ordoliberalen hatten vor allem die Lenkungsfunction der Haftung im Auge. Nach Eucken hat sie drei konkrete Aufgaben: Die Selektion von rentablen Unternehmen und fähigen Personen, die Erschwerung der Unternehmenskonzentration und die sorgsame Allokation des Kapitals.<sup>17</sup>

In der modernen, durch anonyme Kapitalgesellschaften geprägten Wirtschaft wird man die Haftungsfrage durch die Prinzipal-Agent-Problematik ergänzen müssen.<sup>18</sup> Gäbe es eine unbeschränkte Haftung des Principals für den Agenten, so würden die Signalisierungs- und Kontrollkosten sehr hoch ausfallen, da das Risiko des Principals sich auf das gesamte persönliche Vermögen erstreckt. Die Entstehung von Publikumsaktiengesellschaften wäre daher ohne Haftungsbeschränkung kaum möglich gewesen. Während man heute darüber kaum noch nachdenkt, stellte die Einführung der Haftungsbeschränkung bei den Kapitalgesellschaften im 19. Jahrhundert eine kontroverse

Neuheit da.<sup>19</sup> Während der Beratungen zu dem ersten deutschen Aktiengesetz von 1843 setzten sich etwa die Minister Mühler und von Alvensleben vehement für die Beibehaltung der persönlichen Haftung der Aktionäre ein, da sie die Gläubiger vor hoch risikobereiten Aktiengesellschaften schützen wollten, denn „gerade in der persönlichen Verhaftung der Theilnehmer liege ein wirksames Mittel, dem Hange zum Aktienspiele entgegen zu wirken und die Interessenten zu veranlassen, daß Unternehmen im Voraus gehörig zu überlegen.“<sup>20</sup> Und weiter: „Die Theilnehmer möchten ihrerseits durch entsprechende Anweisung und Kontrollierung ihrer Vertreter dafür sorgen, daß letztere nur innerhalb des gemeinschaftlichen Vermögens Verpflichtungen eingingen. Würden diese Grenzen überschritten, so möchten die Theilnehmer die Folgen des mangelhaft verwalteten Unternehmens tragen, nicht aber das Publikum büßen lassen.“<sup>21</sup> Neben dem Gläubigerschutz ging es also auch um die Kontrolle des Vorstandes durch die Aktionäre. In der Tat dürften Gesellschaftsformen mit beschränkter Haftung strukturell risikofreudiger sein als Personengesellschaften, was auch eine höhere Volatilität der Wirtschaft insgesamt bedeuten kann.

Dass die Haftungsbeschränkung in einer hochkomplexen arbeitsteiligen Wirtschaft unter Umständen notwendig ist, hat auch Eucken nicht bestritten. Um einer übermäßigen Verwässerung des Haftungsprinzips Einhalt zu gebieten, forderte er jedoch: „Im Falle einer größeren Beteiligung ist also die Haftung der herrschenden Kapitalgesellschaft und auch des herrschenden Einzelunternehmers oder der herrschenden Personalgesellschaft für die Schulden der beherrschten Kapitalgesellschaft vorzusehen.“<sup>22</sup>

Für die Bewertung der aktuellen Finanzmarktkrise ist dieser Aspekt sehr wichtig. Wenn sich beispielsweise Hypothekenbanken bei der Kreditvergabe durch die Verbriefung der Forderungen der Haftung zum größten

<sup>14</sup> Vgl. zu den klassischen Konjunkturtheorien Gunther J. Tichy: Konjunkturschwankungen. Theorie, Messung, Prognose, Berlin/Heidelberg/New York 1976, S. 18 ff., sowie das klassische Werk von Gottfried Haberler: Prosperität und Depression, Tübingen 1937.

<sup>15</sup> Walter Eucken: Grundsätze..., a.a.O., S. 279.

<sup>16</sup> Ebenda, S. 281.

<sup>17</sup> Vgl. Walter Eucken: Grundsätze..., a.a.O., S. 280.

<sup>18</sup> Vgl. einführend zur Principal-Agent-Theorie Arnold Picot u.a.: Die grenzenlose Unternehmung. Information, Organisation und Management, Wiesbaden 2005 (5. Aufl.), S. 55-60.

<sup>19</sup> Walther Hadding, Erik Kießling: Anfänge deutschen Aktienrechtes: Das Preußische Aktiengesetz vom 9. November 1843, in: Jörn Eckert (Hrsg.): Der praktische Nutzen der Rechtsgeschichte (Festschrift Hattenhauer), Heidelberg 2003, S. 159-190, S. 185. Einschränkung ist anzumerken, dass das Preußische Recht die beschränkte Haftung schon für privilegierte Gesellschaften und für Kommanditisten vorsah.

<sup>20</sup> Motive zum Kommissionsentwurf, zitiert nach Theodor Baums: Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlichen Preussischen Staaten. Texte und Materialien (Neudrucke Privatrechtlicher Kodifikationen und Entwürfe des 19. Jahrhunderts, Band 5), Stuttgart 1981, S. 67.

<sup>21</sup> Ebenda.

<sup>22</sup> Walter Eucken: Grundsätze..., a.a.O., S. 283.



Teil entziehen können,<sup>23</sup> besteht für sie ein Anreiz, ihre Kreditvergabe auszudehnen. Dies kann wie im Fall des U.S. Immobilienmarktes zu einer Kreditblase führen, solange Anleger bereit sind, diese Verbriefungen zu erwerben. Zwar geht die Haftung dabei nicht verloren, sondern auf die Anleger über. Die Komplexität der auf diese Weise entstehenden Kreditketten impliziert jedoch Informationsasymmetrien, Entscheidungsfunktion und Haftungsfunktion fallen dadurch immer weiter auseinander. Offenbar waren im Vorfeld der aktuellen Finanzkrise weder Anleger noch Banken, ja nicht einmal die Ratingagenturen und Aufsichtsbehörden in der Lage, die Risiken richtig zu bewerten. Nur so konnte es zu dem kollektiven Ponzi-Spiel<sup>24</sup> kommen, bei dem die zweistelligen Renditen letztlich nicht real erwirtschaftet, sondern durch immer neue Liquiditätsschaffung generiert wurden.

### Managerhaftung

Neben der Haftung der Banken als Institution muss auch die Frage nach der Haftung im Innenverhältnis gestellt werden. Wegen der Principal-Agenten-Problematik müssen Vorkehrungen dafür getroffen werden, dass angestellte Manager tatsächlich das Wohl des Unternehmens (und nicht nur ihr eigenes) im Auge haben. Spätestens dann, wenn der Konkurs eines Unternehmens auch gesamtwirtschaftlich relevante Auswirkungen hat, wird die Gewährleistung dieses Prinzips auch zu einer Aufgabe des Staates.

Bisher wurde vielfach die Meinung vertreten, Manager seien eher risikoscheuer als die Kapitaleigner, da ihr Arbeitsplatz an das Unternehmen gebunden ist und sie insoweit mit ihrem zukünftigen Lohn haften. Daher seien die Anreize durch eine variable Vergütungsstruktur so zu setzen, dass die Vorstände risikofreudiger werden und es somit zu einer Angleichung an die Risikoneigung der Kapitaleigner kommt.<sup>25</sup> Dabei wird aber zu wenig beachtet, dass der Manager je nach Situation auf dem Arbeitsmarkt durchaus bald eine neue Stelle finden kann. Seine Haftung würde sich dann nur noch auf eine eventuelle Negativdifferenz zwischen neuer und alter Vergütung beschränken. Zudem ist auch zu hinterfragen, ob die Entlassungsdrohung für die Spitzenverdiener unter den Managern überhaupt eine wirksame Sanktion darstellt. Insbesondere ältere

<sup>23</sup> Vgl. grundlegend dazu Bernd Rudolph u.a.: Kreditrisikotransfer. Moderne Instrumente und Methoden, Berlin/Heidelberg/New York 2007, S. 37-60.

<sup>24</sup> Carlos („Charles“) Ponzi war ein Finanzbetrüger, der im Boston der 20er Jahre in großem Stil Gewinnauszahlungen nach dem Schneeballsystem aus den Einlagen immer neuer Anleger finanzierte.

<sup>25</sup> Bettina Korn: Vorstandsvergütung mit Aktienoptionen. Sicherung der Anreizkompatibilität als gesellschaftsrechtliche Gestaltungsaufgabe, Sternenfels 2000, S. 29 f.

Vorstände, die praktisch „ausgesorgt“ haben, müssen eigentlich wenig befürchten, zumal wenn sie überdies noch hohe Abfindungen erhalten.

Eine erfolgsorientierte Vergütung muss unter Principal-Agent-Aspekten sehr sorgfältig ausgestaltet werden. Hängt sie von der kurzfristigen Entwicklung des Unternehmens ab, so setzt sie den Managern Anreize, welche den langfristigen Interessen der Kapitaleigner nicht dienen.<sup>26</sup> Auch unter gesamtwirtschaftlichen Aspekten ist für einen längerfristigen Mix aus erfolgs- und leistungsorientierten Vergütungsanteilen zu plädieren,<sup>27</sup> zumal in einem für die Volkswirtschaft ohnehin so sensiblen Bereich wie dem Bankgewerbe.

Die Ordoliberalen waren auch hier ihrer Zeit weit voraus, indem etwa Eucken die Haftung der Vorstände fordert – jedenfalls soweit diese von den Aktionären weitgehend unabhängig agieren können. Dabei geht es ihm hauptsächlich um die Lenkungsfunktion der Haftung: „[...] so bewirkt die Erfolgshaftung trotzdem ein anderes persönliches Einsteigen in der Wirtschaftsführung der Betriebe. [...] In einer Aktiengesellschaft, in welcher der Aktienbesitz zersplittert und in der der Vorstand allmächtig ist, haftet der Vorstand.“<sup>28</sup> Die Erfahrungen der Finanzkrise zeigen, dass eine solche Managerhaftung in Publikumsgesellschaften auch heute noch bedenkenswert ist.

### Fazit

Zusammenfassend lässt sich also zweierlei festhalten. Zum einen sind Finanzkrisen aus historischer Perspektive keine an die marktwirtschaftliche Ordnung gebundenen Erscheinungen. Sie treten vielmehr meist im Zuge von Finanzinnovationen auf, deren (negative) Auswirkungen anfangs nicht unmittelbar einsichtig und von bestehenden Regelungen nicht erfasst sind. Zum anderen ist gerade die aktuelle Krise aus der Verletzung wichtiger (ordoliberaler) marktwirtschaftlicher Prinzipien entstanden. Funktionstüchtige Wettbewerbsmärkte können nur bestehen, wenn die Geldwertstabilität gewährleistet ist. Weil das Geschehen auf den Finanzmärkten das Preisniveau und somit den Steuerungsmechanismus der marktwirtschaftlichen Ordnung beeinflusst, müssen diese reguliert werden. Diese Zusammenhänge sind von den Ordoliberalen bereits in der ersten Hälfte des vorigen Jahrhunderts sehr klar formuliert worden.

<sup>26</sup> Maresa Bors: Erfolgs- und leistungsorientierte Vorstandsvergütung, Aachen 2006, S. 25 und 32.

<sup>27</sup> Ebenda, S. 36 f.

<sup>28</sup> Walter Eucken: Grundsätze..., a.a.O., S. 284.