

Sebastian Dullien

Umbau der Finanzmärkte: Übermäßiges Vertrauen in Marktrationalität hält an

Seit dem Ausbruch der US-Subprime-Hypothekenkrise 2007 und der Pleite der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 scheint sich die Welt in einer permanenten Finanzkrise zu befinden: Auf die Krise in den USA, die die ganze industrialisierte Welt zur Jahreswende 2008/2009 an den Rand einer neuen Depression drückte, folgte fast unmittelbar die Eurokrise, in der zunehmendes Misstrauen an den Finanzmärkten gegenüber einzelnen europäischen Staaten zu Problemen im europäischen Bankensektor und massiver Kapitalflucht aus einigen Euländern führte.

Gleichzeitig hat die Politik diesseits und jenseits des Atlantiks mit einem ganzen Schwung von neuen Gesetzen und Instrumenten versucht, einerseits die Finanzmärkte soweit zu stabilisieren, dass von ihnen keine neuen Belastungen für die Volkswirtschaften als Ganzes ausgehen, andererseits künftige Krisen zu verhindern oder zumindest ihre gesamtwirtschaftlichen Kosten zu begrenzen.

In den USA sind die meisten der neuen Regeln in dem 2010 verabschiedeten „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“ zusammengefasst. Das rund 850 Seiten lange Gesetz baut dabei grundsätzlich die US-Finanzaufsicht um, erlaubt der Notenbank, Schattenbanken zu regulieren und enthält neue Regeln für Verbriefungen, Derivate und Ratingagenturen. In Europa erstrecken sich die Finanzmarktrefor-men auf eine Vielzahl von Verordnungen und Richtlinien, die in mehreren großen Paketen und zeitlich versetzt verabschiedet wurden. Jüngste Elemente wie die Umsetzung der Eigenkapitalvorschriften nach den international vereinbarten Basel-III-Regeln sowie die Bankenunion mit zentralisierter Bankenaufsicht bei der EZB befinden sich dabei zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Beitrags noch in verschiedenen Stufen des Gesetzgebungsverfahrens.

Dieser Beitrag untersucht, inwieweit spezifische Änderungen an den Regulierungen auf die Ursachen der globalen Finanzkrise seit 2008 eingehen und welche Auslöser der Krise vernachlässigt wurden. Dazu wird zunächst in einem kurzen Narrativ die US-Subprime-Krise nachgezeichnet. Danach werden die theoretischen Ursachen der Krise aufgeführt und untersucht, inwieweit diese mit den verschärften Regeln und Interventionen an den Finanzmärkten angegangen werden.

Der Verlauf der US-Subprime-Krise

Kurz zusammengefasst kann man die US-Subprime-Krise 2008/2009 so darstellen:¹ Den Ursprung nahm die Krise in den 2000er Jahren in den USA. Dort stiegen die Preise für Wohnimmobilien über Jahre mit zweistelligen Raten, obwohl sowohl Verbraucherpreise als auch verfügbare Einkommen nur mit niedrigen einstelligen Raten zulegten. Gleichzeitig entwickelte der Finanzsektor neue Finanzprodukte, die es einerseits Hauseigentümern erlaubten, bei gestiegenen Immobilienpreisen die Hypotheken aufzustocken und die Mittel unmittelbar für den Konsum einzusetzen (Mortgage Equity Withdrawal).² Andererseits wurden Hypotheken für Bevölkerungsschichten zugänglich gemacht, die zuvor aufgrund mangelnden Eigenkapitals, unstabiler Erwerbsbiographie oder schlechter Kredithistorie keinen Immobilienkredit erhalten hätten (die sogenannten Subprime Mortgages). Das Ergebnis war zum einen eine wachsende Verschuldung der amerikanischen Privathaushalte, zum anderen eine deutliche Verschlechterung der Besicherung der ausstehenden Hypotheken.

Normalerweise hätte man erwarten können, dass ein solcher Immobilien- und Hypothekenboom zwar zu einer Rezession in den USA und möglicherweise einigen isolierten

Prof. Dr. Sebastian Dullien lehrt Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) in Berlin.

1 Vgl. sowohl für die Beschreibung als auch für die Analyse S. Dullien, C. Kellermann, H. Herr: Der gute Kapitalismus, Bielefeld 2009; dies.: Decent Capitalism, London 2011; J. E. Stiglitz: The Stiglitz Report: Reform the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Crisis, New York, London 2011; oder H.-W. Sinn: Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, München 2010.

2 Vgl. zum Phänomen des Mortgage Equity Withdrawals A. Greenspan, J. Kennedy: Sources and Uses of Equity Extracted from Homes, Finance and Economics Discussion Series, 2007-20, Federal Reserve Board, Washington DC 2007.

Bankenzusammenbrüchen führt, nicht aber notwendigerweise zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Wichtige Ursache für die globale Verbreitung der Krise war ein Boom bei einer weiteren Finanzinnovation, der Verbriefung dieser Hypotheken. In diesem Verfahren wurde eine große Zahl von Immobilienkrediten gebündelt, in unterschiedliche Tranchen zerlegt und weiterverkauft. Die Konstruktion dieser Collateralized Debt Obligations (CDOs) war derart, dass Wertpapiere geschaffen wurden, die zuerst mögliche Verluste aus den Hypotheken tragen sollten (sogenannte Equity-Tranchen), solche, auf die danach zugegriffen würde (Mezzanin-Tranche), und solche, die erst bei enormen Verlusten der unterliegenden Hypotheken Einbußen hinnehmen müssen (Senior-Tranchen).

Insbesondere die Senior-Tranchen wurden von Ratingagenturen oft mit sehr guten Kreditbewertungen versehen, da es historisch seit dem zweiten Weltkrieg noch nie zu einem Rückgang der Immobilienpreise für die USA als Ganzes gekommen war und mathematische Modelle deshalb ein sehr niedriges Risiko der Hypothekenkredite und der durch sie besicherten Derivate anzeigten. Geschäftsbanken weltweit nutzten daraufhin die durch die Eigenkapitalvorschriften Basel II in der Bankregulierung angelegte Möglichkeit, durch Investitionen in hoch bewertete Anlagen mit sehr wenig Eigenkapital eine enorm große Bilanzsumme aufzubauen.³ Einige der international tätigen Großbanken erreichten vor der Krise ein Verhältnis von hartem Eigenkapital zu ungewichteten Aktiva in der Bilanz von eins zu 40 oder sogar mehr, was einem Anteil von Eigenkapital an der Gesamtbilanz von gerade einmal knapp über 2% entspricht. Zudem wurden bestimmte Aktivitäten in außerbilanzielle Zweckgesellschaften ausgelagert, um noch einmal die Eigenkapitalanforderungen zu drücken. Da diese Gesellschaften als Teil des sogenannten „Schattenbankensektors“ keine Banken im Sinne des Gesetzes waren, weil sie kein Einlagengeschäft betrieben, wurden sie weit weniger überwacht und reguliert. Risiken für ihr Engagement bei diesen Zweckgesellschaften fielen allerdings trotzdem auf die Banken zurück, weil diese den Zweckgesellschaften oftmals üppige Kreditlinien eingeräumt hatten. Im Vertrauen auf liquide Geldmärkte finanzierten einige Institute ihr Leverage zudem durch eine sehr kurzfristige Kreditaufnahme.

Als in der Krise dann die Immobilienpreise zu fallen begannen und erste Hypothekenkredite ausfielen, stellte sich heraus, dass einige der CDOs weit schlechtere Qualität hatten, als es die Kreditbewertungen der Ratingagen-

turen eigentlich hätten erwarten lassen. Einige der Banken waren offensichtlich sehr große Risiken eingegangen und standen angesichts einer niedrigen Kapitaldecke vor der Pleite. Da aber nicht einfach zu erkennen war, welche Hypotheken genau hinter welchem dieser komplexen Produkte stand, stießen die Investoren diese Anlageklasse in großer Masse ab. Die Preise fielen und verursachten neue Verluste in den Bankbilanzen. Gleichzeitig wuchs das Misstrauen zwischen den Banken: Weil niemand mehr wusste, welche Bank welche Risiken in ihrer Bilanz hatte, stoppten die Institute die Vergabe von unbesicherten Krediten untereinander. Institute, die sich stark auf kurzfristige Finanzierung verlassen hatten, standen unmittelbar vor der Zahlungsunfähigkeit.

Als Reaktion auf die Lage an den Finanzmärkten schränkten die Banken ihre Kreditvergabe an die Realwirtschaft massiv ein, was zu einem starken Einbruch bei internationalem Handel, Investitionen und Hausbau führte und die Weltwirtschaft zur Jahreswende 2008/2009 in eine tiefe Rezession drückte.

Um eine weitere Abwärtsspirale zu verhindern, sahen sich die Regierungen und Notenbanken weltweit gezwungen, Geschäftsbanken zu unterstützen, sei es durch die Bereitstellung von Liquidität, Garantien für Kredite oder (Teil-)Verstaatlichungen. Aufgrund der großen Komplexität sowohl bei den Finanzprodukten, als auch bei den Verbindlichkeiten aus Krediten und Finanzderivaten der Institute untereinander war es für Aufsichtsbehörden und Regierungen schwer zuzuschätzen, welche Bankpleiten systemische Risiken nach sich ziehen würden und welche Institute man bedenkenlos hätte in die Insolvenz schicken können.

Abstrakt betrachtet hatte die Krise damit die folgenden zehn theoretischen Ursachen:

1. *Herdentrieb und irrationales Marktverhalten*: An den US-Immobilienmärkten war es über Jahre zu übertriebenen Preissteigerungen gekommen. Ursache dürften hier die Verbreitung eines Narrativs („soziale Ansteckung“) ewig steigender Immobilienpreise gewesen sein und damit irrationale Erwartungen über die künftige Hauspreisentwicklung.⁴
2. *Moral Hazard in Kreditverträgen*: Banken sind Kreditnehmer ihrer Sparkunden. Wie aus der Literatur zu Finanzbeziehungen bekannt ist, haben sie damit einen Anreiz, insbesondere bei geringer Eigenkapitalausstattung übermäßige Risiken einzugehen, denn damit

3 Unter Basel II werden Aktiva gemäß ihres gemessenen Risikos für die Eigenkapitalhinterlegung gewichtet: Für mit AAA-geratete Finanzprodukte muss so eine Bank wesentlich weniger Eigenkapital bereithalten als etwa für eine B-geratete Anlage.

4 Vgl. R. Shiller: *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, Princeton 2008.

steigt die erwartete Rendite auf das Eigenkapital, während das zusätzliche Risiko auf Kosten der Depositenkunden bzw. der Einlagensicherung geht.⁵

3. *Moral Hazard* bei der Kreditvergabe und Verbriefung: Da die Banken und Hypothekenfinanzierer davon ausgehen konnten, die Kreditrisiken der Hypotheken auf die Käufer der CDOs abzuwälzen und damit aus den eigenen Bilanzen zu entfernen, senkten sie nach und nach die Kreditstandards. Hypotheken wurden zum Teil mit Drücker-Methoden vergeben – ohne eine Kreditprüfung, die diese Bezeichnung verdient hätte.
4. *Too big to fail*: Gerade große Banken konnten darauf vertrauen, dass sie im Krisenfall von der eigenen Regierung gerettet würden. Daher konnten diese Institute noch einmal größere Risiken eingehen, ohne dass sie sich hätten Sorgen machen müssen, dass ihre Einlegerkunden oder Kreditgeber deshalb höhere Risikoprämien verlangt hätten.
5. *Exzessive Komplexität*: Die Vertrauenskrise nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers ist vor allem darauf zurückzuführen, dass Risiken sowohl in komplexen Finanzprodukten als auch bei ganzen Instituten weder von Geschäftspartnern noch von Aufsichtsbehörden adäquat zu bewerten waren.
6. *Inkohärente Aufsichtsstrukturen*: Aufsichtsstrukturen sowohl in Europa als auch in den USA hatten sich oft historisch entwickelt und waren den modernen Strukturen des Finanzsektors nicht gewachsen. So waren in den USA Hypothekengesellschaften, die zeitweise für den Großteil der neu vergebenen Subprime-Hypotheken verantwortlich waren, legal keine Banken und damit nur auf der Ebene der Einzelstaaten reguliert.⁶ In Europa lag die Verantwortung für Aufsicht und Regulierung auf nationaler Ebene, was dazu führte, dass einige Länder wie etwa Irland mit bewusst laxen Regeln riskante Geschäftstätigkeiten anzogen, die am Ende zu Problemen in anderen Ländern führten.⁷
7. *Interessenkonflikte*: Vor der Krise verkauften Ratingagenturen oftmals nicht nur ihre Ratings für bestimmte Produkte an Banken, sondern boten diese gleichzeitig, wie man mit geringen Änderungen an der Struk-

tur komplexer Produkte ein besseres Rating erreichen könnte. Da die Ratingagenturen von den Gebühren aus den Rating-Aufträgen der Banken lebten, gab es einen Anreiz, nicht ganz objektiv zu bewerten. Bei den Aufsichtsstrukturen in Europa gab es Interessenkonflikte, weil die nationalen Aufsichtsbehörden oftmals auf eine Stabilität des eigenen Finanzsektors achten sollten, zugleich aber die politische Vorgabe herrschte, den eigenen Finanzsektor und Arbeitsplätze bei den Finanzinstituten zu fördern.

8. *Regulatorische Arbitrage zwischen Bankensektor und Schattenbanken*: Banken verlagerten riskante Aktivitäten in den Schattenbankensektor, blieben aber über Kredit- und Kapitalbeziehungen für einen beträchtlichen Teil der Risiken haftbar.
9. *Intransparente Geschäftsbeziehungen*: Zwischen den Banken und Schattenbanken hat sich vor der Krise ein Netz großer Forderungen und Verbindlichkeiten entwickelt. Zum einen, weil sich Finanzinstitute untereinander finanziert haben, zum anderen, weil Finanzinstitute und Banken Risiken bestimmter Aktiva mit Finanzderivaten von (und damit mit potenziellen Forderungen gegenüber) anderen Finanzinstituten absicherten. Oftmals erfolgte dies durch sogenannte „over the counter“-Derivate, d.h. Finanzkontrakte, die aus einfachen, bilateralen Verträgen bestehen. Dieses Netz aus Verbindlichkeiten war insbesondere für die Aufsichtsbehörden bei Eintritt der Krise kaum zu durchschauen, sodass sich etwa die US-Notenbank und die US-Regierung gezwungen sahen, dem Versicherungskonzern AIG einen Notkredit zu geben.
10. *Makroökonomische Ungleichgewichte*: Ein wichtiger Hintergrund, um zu verstehen, warum in den USA die Regierung und die Notenbank den Boom am Subprime-Hypothekenmarkt zuließen, sind die globalen makroökonomischen Ungleichgewichte sowie die wachsende Ungleichheit bei der Einkommensverteilung innerhalb der USA: Aufgrund des schwachen Wachstums der Masseneinkommen dort sowie der Endnachfrage in einigen Abnehmerländern mit massiven Leistungsbilanzüberschüssen blieb über Jahre das aus Einkommenszuwächsen gespeiste Konsumwachstum schwach. Nur durch eine wachsende Verschuldung der Privathaushalte konnte diese Lücke in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgeglichen werden. Dies wurde von der Fed und der US-Regierung akzeptiert, um einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern.⁸

5 Siehe für eine gute Einführung in das Thema F. S. Mishkin: *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 8. Aufl., Boston u.a.O. 2007, Kapitel 8 bis 11.

6 Vgl. E. M. Gramlich: *Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust*, Washington DC 2007.

7 Die Probleme der deutschen Hypo Real Estate gingen so auf die Verluste der Tochter Depfa zurück, einer Bank nach irischem Recht und mit Sitz in Dublin.

8 Vgl. S. Dullien, C. Kellermann, H. Herr, a.a.O.

Maßnahmen zur Stabilisierung

Sowohl in den USA als auch in Europa sind eine Reihe der oben aufgeführten Punkte mit den in den vergangenen Jahren auf den Weg gebrachten Reformen adressiert worden.

Mit der unter der Bezeichnung „Basel III“ angestoßenen Reform der Eigenkapitalregeln sollen über die kommenden Jahre die Eigenkapitalanforderungen für Banken deutlich erhöht werden. Da gleichzeitig auch die Anforderung daran verschärft worden ist, was als „hartes Kernkapital“ gilt, dürfte diese Reform das vorgeschriebene harte Kernkapital mehr als verdoppeln. Zudem werden Banken, die aufgrund von Größe oder Vernetzung weltweit systemische Bedeutung haben, gezwungen, einen weiteren Kapitalpuffer anzulegen. Diese Erhöhung der Kapitalanforderungen sollen das Moral-Hazard-Problem der Banken begrenzen: Da die Eigentümer der Banken künftig mehr eigenes Kapital für riskante Geschäfte bereitstellen müssen, würden sie weniger extreme Risiken eingehen, so die Hoffnung.

Die Reform der Eigenkapitalregeln unternimmt zudem ebenfalls einen Schritt hin zum Abbau des „too big to fail“-Problems: Künftig müssen sogenannte global systemrelevante Banken (global systemically important financial institutions oder G-SIFIS) zum einen einen zusätzlichen Eigenkapitalpuffer vorhalten, zum anderen ein sogenanntes „Testament“, detaillierte Regeln zur Abwicklung im Krisenfall, erarbeiten. Die Hoffnung dieser Regeln ist zweierlei: Einerseits soll die Systemrelevanz aus Sicht des Bankmanagements mit Zusatzkosten belegt werden, die mögliche Vorteile aus einer „Too big to fail“-Position ausgleichen, damit Banken nicht systemrelevante Positionen anstreben. Andererseits soll die Abwicklung in einer Krise aus Sicht der Aufsichtsbehörden vereinfacht werden, um zu verhindern, dass öffentliche Mittel zur Restrukturierung privater Banken eingesetzt werden.

Zur Vermeidung der Moral-Hazard-Probleme bei Verbriefungen wurden sowohl in den USA als auch in Europa die Regeln für emittierende Institute verschärft. Nach den neuen Vorschriften müssen nun Banken einen größeren Anteil der Erstverlusttranchen in der eigenen Bilanz halten. Da nun die ersten Verluste immer zunächst auf Kosten der ausgebenden Bank gehen, ist der Anreiz für die Institute gestiegen, genauere Kreditprüfungen vorzunehmen.

Ein weiteres Element zur Vermeidung des Moral Hazards bei Verbriefungen ist die Verschärfung der Regeln für Ratingagenturen, insbesondere der Versuch, die Qualität von Ratings zu verbessern, indem Interessenkonflikte vermieden werden. Die Ratingagenturen sind nun

verpflichtet, verschiedene Maßnahmen zu treffen, um das Ratingverfahren vom Vertrieb und Marketing zu trennen. In den USA ist unter dem Dach der Securities and Exchange Commission (SEC) eine neue Behörde zur Aufsicht der Ratingagenturen geschaffen worden. Das sogenannte Office of Credit Ratings kann bei Verletzung der Vorschriften die Zulassung zur Bewertung bestimmter Wertpapiere suspendieren.

Die inkohärenten Aufsichtsstrukturen sind in den USA mit einem grundlegenden Umbau der Aufsichtslandschaft mit dem Dodd-Frank-Act angegangen worden, unter dem einige Aufsichtsbehörden geschlossen, andere neu geschaffen wurden und die Zuständigkeit logischer gebündelt wurde. Zudem wurde der US-Notenbank Federal Reserve eine zentrale Rolle in der Aufsicht von Finanzinstituten bis hin zu den Schattenbanken eingeräumt.

In Europa hat es einen ersten Schub der Zentralisierung der Finanzaufsicht kurz nach der US-Subprime-Krise gegeben. Mit dem Aufbau des Europäischen Finanzaufsichtssystems wurde erstmals eine einheitliche Aufsichtsstruktur für die EU geschaffen. Diese besteht aus einem neuen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) sowie drei neuen Behörden zur Aufsicht

- der Banken (die Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA),
- der Versicherungen (die Europäische Aufsichtsbehörde für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung EIOPA) und
- der Finanzmärkte (die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA).

Allerdings waren die Befugnisse und Aufgaben dieser Behörden zunächst sehr begrenzt und beschränkten sich vor allem auf koordinierende Aufgaben zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden sowie auf Fälle grenzüberschreitender Konflikte. Ein zweiter Schub der Zentralisierung der Finanzaufsicht steht in Europa unmittelbar bevor: Nachdem im Zuge der Eurokrise klar wurde, dass zur Stabilisierung der Markterwartungen eine zentralisierte Abwicklung und Rekapitalisierung der Banken notwendig werden könnte und die reine Koordinierung nationaler Aufsichtsbehörden unzulänglich ist, steuert die EU nun auf eine Bankenunion zu, bei der die Europäische Zentralbank eine zentrale Rolle bei der Aufsicht und möglichen Abwicklung grenzüberschreitend relevanter Finanzinstitute einnimmt.⁹

⁹ Zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Textes im Dezember 2012 hatten sich die Staats- und Regierungschefs zwar auf grundlegende Prinzipien der Bankenunion geeinigt, wichtige Details waren aber nach wie vor ungeklärt.

Tabelle 1

Theoretische Ursachen der Krise und daran anknüpfende Regulierungsschritte

	Theoretische Krisenursache	Regulierungsschritte
Traditionelle Anreiz- und Informationsprobleme (mit neoklassischem Instrumentarium zu analysieren)	Moral Hazard in Kreditverträgen	Erhöhte Eigenkapitalanforderungen (Basel III)
	Moral Hazard bei der Kreditvergabe und Verbriefung	Neue Verbriefungsregeln Verstärkte Regulierung bei Ratingagenturen (einschließlich „Chinese Wall“ zwischen Marketing und Ratingaktivitäten)
	Too big to fail	Erhöhte Eigenkapitalanforderungen für systemrelevante Institute (Basel III) Vorschriften zum „Bankentestament“
	Inkohärente Aufsichtsstrukturen	Komplettumbau der US-Regulierungslandschaft Neues EU-Aufsichtsregime Euro-Bankenunion
	Interessenkonflikte	Verstärkte Regulierung von Ratingagenturen (einschließlich „Chinese Wall“ zwischen Marketing und Ratingaktivitäten) Europäisierung der Bankenaufsicht
	Regulatorische Arbitrage zwischen Bankensektor und Schattenbanken	Erhöhte Eigenkapitalanforderungen für Geschäfte mit Schattenbanken Begrenzungen von Fondsbeteiligungen und Derivatehandel für Geschäftsbanken im Dodd-Frank-Act Vorschläge zum Trennbankensystem (OECD, Liikanen-Gruppe)
	Intransparente Geschäftsbeziehungen	Verpflichtung zur zentralen Abwicklung von bestimmten Derivatgeschäften (sowohl in den USA als auch in der EU)
	Probleme außerhalb des neoklassischen Analyserahmens	Herdentrieb und irrationales Marktverhalten
Exzessive Komplexität des Finanzsektors		--
Makroökonomische Ungleichgewichte (wachsende Einkommensungleichheit, globale Leistungsbilanzungleichgewichte)		-- ¹

¹ Auf EU-Ebene wurde zwar mit dem „Six Pack“ ein Instrument geschaffen, das prinzipiell einige makroökonomische Ungleichgewichte zumindest innerhalb der Eurozone angehen könnte. Dieses Verfahren wurde allerdings nicht in die Tabelle aufgenommen, weil es zum einen die Probleme globaler Ungleichgewichte außen vor lässt und zum anderen aufgrund der asymmetrischen Konstruktion (eine Sanktion von Leistungsbilanzüberschüssen ist praktisch ausgeschlossen) kaum dazu geeignet sein dürfte, das Problem unzureichender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage anzugehen.

Quelle: eigene Zusammenstellung.

Intransparente Geschäftsbeziehungen zwischen den Finanzinstituten untereinander, aber auch zwischen Banken und Schattenbanken sind auf beiden Seiten des Atlantiks mit strengeren Transparenzpflichten, höheren Eigenkapitalanforderungen, sowie der Verpflichtung, den Handel mit bestimmten standardisierten Finanzderivaten auf zentralen Handelsplattformen abzuwickeln, angegangen worden. Darüber hinaus ist mit der sogenannten Volcker-Regel im Dodd-Frank-Act der Umfang der Beteiligung von Geschäftsbanken an Investment- und Hedgefonds ebenso begrenzt worden wie der Handel mit bestimmten Derivaten auf eigene Rechnung.

Neben den bereits beschlossenen Maßnahmen wird aktuell in Europa diskutiert, ob die Banken künftig ihre risikanteren Aktivitäten rechtlich und ökonomisch von dem traditionellen Bankgeschäft trennen müssen. Die OECD schlägt ein solches Modell ebenso vor wie die von der EU-Kommission eingesetzte Expertengruppe unter dem

Vorsitz des finnischen Notenbankpräsidenten Erkki Liikanen¹⁰, es ist außerdem Teil der Vorschläge des sozialdemokratischen Kanzlerkandidaten Peer Steinbrück in Deutschland.

Tabelle 1 fasst die theoretischen Ursachen der Krise und die darauf eingehenden Regulierungsschritte zusammen.

¹⁰ Vgl. zu den OECD-Vorschlägen A. Blundell-Wignall, G. Wehinger, P. Slovik: The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do, OECD 2009, S. 19-23; oder A. Blundell-Wignall, P. Atkinson: The Financial Crisis – Reform and Exit Strategies, OECD 2009, S. 57-64; für die Vorschläge der Liikanen-Gruppe E. Liikanen: High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, final report, 2.10.2012, http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf; oder für eine Analyse der Anwendungsmöglichkeiten des Trennbankensystems auf Deutschland P. Steinberg, C. Somnitz: Wege zu einer stärkeren Trennung von Investment- und Geschäftsbanking, in: Wirtschaftsdienst, 92. Jg. (2012), H. 6, S. 384-391.

Vernachlässigte Elemente

Selbstverständlich kann man sich darüber streiten, ob die Maßnahmen ausreichend sind und einer am Reißbrett entworfenen Optimallösung entsprechen. So kritisiert etwa Martin Hellwig, dass die Verschärfung der Eigenkapitalregeln nicht weit genug gehen und der Ansatz, Eigenkapitalanforderungen wie unter den Basel-II- und Basel-III-Regeln über komplexe Risikoabschätzungen an das Risiko des Bankportfolios zu koppeln, von vornherein verfehlt sei.¹¹ Sein Argument ist, dass auch unter den neuen Basel-III-Regeln das Risiko von Bankenpleiten bestehen bleibe und es damit zu einer Panik im Interbankenmarkt kommen könne. Er fordert deshalb Eigenkapitalquoten von „deutlich mehr als 10%, möglicherweise näher an 20% oder 30%“. Die Risikogewichtung von Aktiva lehnt Hellwig ab, weil er bezweifelt, dass mit den gängigen mathematischen Modellen eine adäquate Ex-ante-Risikobewertung überhaupt möglich ist. Die differenzierte Gewichtung von Aktiva der Banken habe vor allem dazu geführt, dass Risiken über Derivate und Zweckgesellschaften aus den Bankbilanzen verlagert wurden, ohne die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes zu verbessern. In der politischen Debatte dagegen wird gelegentlich kritisiert, dass bestimmte Regeln für Ratingagenturen oder Hedge Fonds nicht scharf genug gefasst und deshalb hier strengere Vorschriften notwendig seien.

Während die Forderung nach noch höheren Eigenkapitalanforderungen plausibel ist und in der Debatte immer wieder auftaucht, bleibt die Frage, ob tatsächlich durch höhere Eigenkapitalanforderungen die gewünschte Stabilität des Bankensektors zu erreichen ist. Historisch ist dies alles andere als klar: In den USA hatten Geschäftsbanken im 19. Jahrhundert regelmäßig Eigenkapitalquoten, die den von Hellwig geforderten Werten entsprachen. Trotzdem waren Banken Krisen an der Tagesordnung. Zwischen 1945 und den 1970er Jahren dagegen operierten die Geschäftsbanken mit extrem niedrigen Eigenkapitalquoten, ohne dass es zu größeren Banken Krisen gekommen wäre.¹²

Tatsächlich scheint ein anderes Problem viel drängender: Kontrastiert man die oben aufgezählten theoretischen Ursachen der Krise mit den verabschiedeten Maßnahmen (vgl. Tabelle 1), so fällt auf, dass neben der Frage einer ausreichenden Verschärfung der Regeln in einigen Berei-

chen eine Reihe von Ursachen so gut wie gar nicht angegangen worden ist und zwar:

- Herdentrieb und irrationales Marktverhalten,
- exzessive Komplexität von Finanzmärkten und Finanzprodukten und
- makroökonomische Ungleichgewichte.

Das Vernachlässigen dieser drei Punkte scheint dabei nicht ganz zufällig. Teilt man die Liste der theoretischen Ursachen der Krise oben grob auf in traditionelle mikroökonomische Anreizprobleme und Probleme asymmetrischer Information, die mit dem neoklassischen Analyseinstrumentarium untersucht werden können, und solchen, die über diesen Analyse Rahmen hinausgehen, so fällt auf, dass gerade jene Elemente, die über die neoklassische Standard-Argumentation hinausgehen, vernachlässigt worden sind.

Die neoklassische Analyse unterstellt dabei als Grundannahme, dass individuelle Akteure sich zumindest im Erwartungswert rational verhalten, Finanzmärkte in relativ kurzer Zeit zu einem Gleichgewicht zurückfinden, an dem Vermögenspreise den intrinsischen Wert von Aktiva abbilden und dass damit Finanzmärkte grundsätzlich effizient funktionieren, wenn die Anreize und Haftungsregeln richtig gesetzt sind. Komplexität ist nicht an sich ein Problem, solange die Informationen nicht asymmetrisch verteilt sind.

Eine alternative Lesart würde unterstreichen, dass es genügend Anhaltspunkte dafür gibt, dass sich Individuen insbesondere bei Finanzinvestitionen oftmals nicht rational verhalten, dass Marktpreise über längere Zeiträume (die sich durchaus über mehrere Jahre erstrecken können) von fundamental gerechtfertigten Preisen abweichen können und dass makroökonomische Ungleichgewichte ganze Volkswirtschaften auf nicht-nachhaltige Verschuldungstrends, deren Korrektur unweigerlich mit Banken- und Finanzkrisen einhergeht, bringen können. Diese Lesart würde auch darauf hinweisen, dass die gewachsene Komplexität des Finanzsektors und der Finanzprodukte weder von den Akteuren dieses Sektors, noch von den Kunden und auch nicht von den (üblicherweise deutlich schlechter bezahlten und damit möglicherweise auch schlechter qualifizierten) Aufsehern durchschaut werden kann, was zu einer nicht aufzulösenden Informationsasymmetrie zwischen Finanzinstituten einerseits und Unternehmen und Haushalten sowie Aufsichtsbehörden andererseits führt.

Unterstützt wird diese Lesart unter anderem durch neuere Literatur aus dem Bereich der Verhaltensökonomie, die auf die Instabilität von Preisbildungsmechanismen ebenso hindeutet wie auf systematische Abweichungen

11 Vgl. M. Hellwig: Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual?, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn 2010/31.

12 Vgl. für eine Übersicht der historischen Eigenkapitalquoten von US-Banken G. P. Dwyer: Capital at Banks, Federal Reserve Bank of Atlanta: Notes from the Vault, April 2011, http://www.frbatlanta.org/cenfis/pubscf/nftv_1104.cfm (2.1.2013).

im individuellen Verhalten von den Annahmen neoklassischer Mikroökonomie.¹³ Auch mit Blick auf die historische Erfahrung scheint diese Lesart plausibel: Die historisch einzige Phase ohne nennenswerte Banken Krisen in den entwickelten Ländern waren die Jahrzehnte zwischen Ende des zweiten Weltkriegs und Mitte der 1970er Jahre, als die Weltwirtschaft von Kapitalverkehrskontrollen, einer klaren internationalen Wirtschaftsordnung, die makroökonomische Ungleichgewichte begrenzte, und strikter Regulierung des Finanzsektors, die eine ganze Reihe spekulativer und übermäßig komplexer Aktivitäten untersagte, geprägt war.

Schlussfolgerung

Folgt man der neoklassischen Analyse, dann gehen die angestoßenen Reformen klar in die richtige Richtung. Man mag noch wie Martin Hellwig die Frage stellen, warum Banken sowohl über steuerliche Regeln als auch durch die implizite Staatsgarantie, im Krisenfall das nationale Bankensystem zu stabilisieren, subventioniert werden. Allerdings ist weitgehend unumstritten, dass die Anreizprobleme im Bankensystem mit den nun angestoßenen Reformen an Eigenkapital- und Verbriefungsregeln sowie den gestiegenen Anforderungen an Ratingagenturen zumindest verringert werden dürften. Zieht man weiter in Betracht, dass die wenigsten der staatlich gestützten Banken in der auf die US-Subprime-Krise folgenden internationalen Finanzkrise tatsächlich all ihr Eigenkapital aufgebraucht hatten, so muss man konstatieren, dass die Basel-III-Regeln das Finanzsystem deutlich stabiler und weniger risikofähig machen dürften.

Folgt man der alternativen Interpretation der Krise, so ist es eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die Stabilisierung des Finanzsystems, diese Anreizprobleme anzugehen. Allerdings würde nach dieser Interpretation auch eine noch so konsistente, anreizkompatible Rahmensetzung für den Finanzsektor nicht ausreichen, Banken- und Finanzkrisen künftig zu verhindern. Dies wäre nach dieser Interpretation nur möglich, wenn tatsäch-

lich die makroökonomischen Ungleichgewichte angegangen und die übermäßige Komplexität des Finanzsystems reduziert würden. Wenn zudem Finanzmärkte in ihrer Preisbildung regelmäßig und längerfristig fundamentale Werte über- oder unterschätzen, müsste versucht werden, die Allokationsfunktion der Finanzmärkte in einer Volkswirtschaft auf ein notwendiges Maß einzudämmen.

Als Instrumente für diese Ziele wären erstens makroökonomisch internationale Regeln und Institutionen notwendig, die nationale Regierungen zwingen, mit ihren wirtschaftspolitischen Instrumenten gegen Einkommens- oder Leistungsbilanzungleichgewichte vorzugehen, wie sie etwa John Maynard Keynes mit seinem Clearing-Union-Plan (auch als Bancor-Plan bekannt) vorgeschlagen hat. Zweitens bräuchte man eine Finanzmarktregulierung, die überkomplexe Finanzinnovationen etwa durch Einführung einer strikten Ex-ante-Genehmigungspflicht ähnlich wie bei Arzneimitteln verhindert.¹⁴ Und drittens müsste überlegt werden, welche Steuerungsfunktion den Finanzmärkten jenseits enger Fragen der Kredit- und Kapitalallokation zugebilligt werden sollte und wo alternative Steuerungsmechanismen denkbar wären (etwa bei der Alterssicherung, der Managerbesoldung oder Mark-to-market-Regeln in der Bilanzierung).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die meisten der derzeit angegangenen Finanzmarktreformen immer noch zu stark eine grundsätzliche Rationalität der Finanzmärkte unterstellen. Die Ursachen der Finanzkrise werden hier in einem Versagen des Staates gesehen, die Regeln auf den Finanzmärkten so zu setzen, dass sich die Akteure im Finanzsektor von sich aus stabilitätskonform verhalten. Die Möglichkeit, dass die grundsätzlichen Preisbildungsmechanismen an Finanzmärkten schlecht funktionieren, ist dagegen nicht in die Reformbemühungen einbezogen worden. Bevor eine echte, nachhaltige und dauerhafte Stabilisierung des Finanzsystems gelingen kann, muss hier umgedacht werden.

¹³ Für eine populärwissenschaftliche Einführung in das Thema siehe D. Ariely: Predictably Irrational, New York u.a. 2010.

¹⁴ Für eine moderne Diskussion dieser Elemente siehe S. Dullien, H. Herr, C. Kellermann, a.a.O.

Title: *Financial Market Reform: Still Too Much Faith in Market Rationality*

Abstract: Governments on both sides of the Atlantic have reacted with a raft of new regulations to the US subprime mortgage crisis. The article argues that while these new rules actually touch many of the incentive and information problems which were instrumental in creating the crisis, they only address problems which can be analysed in the traditional neoclassical framework. Issues beyond this paradigm such as underlying market irrationality, bubbles, macroeconomic imbalances or the excessive complexity of the financial system have been left unattended. As these issues played an important role in the genesis of the crisis, new regulations will not suffice to stabilise the global financial system for long.

JEL Classification: G01, G28, F30