

Finanzmarktregulierungen

Christina Langhorst und Stormy-Annika Mildner | Die 20 wichtigsten Wirtschaftsmächte einigten sich Anfang April auf Regulierungsmaßnahmen, um Krisen zu verhindern: Zukünftig sollen alle Finanzmärkte, -produkte und -marktteilnehmer einer Regulierung oder einer angemessenen Überwachung unterworfen werden. Auch beim G-8-Gipfel in L'Aquila, Italien, wird die Finanzkrise oben auf der Tagesordnung stehen. Ob allein mit Finanzmarktregulierungen die nächste Krise verhindert werden kann, ist jedoch mehr als fraglich.

>> Die Finanzkrise ist eine Krise des Systems <<

Das ist höchstens eine Halbwahrheit. Märkte sind alles andere als unfehlbar. Angesichts der aktuellen Krise etwas anderes zu behaupten, wäre geradezu absurd. Auf Märkten finden Such- und Entdeckungsprozesse statt, es kommt zum Erfolg, aber auch zum Irrtum und zu Fehlentwicklungen. Das Versagen von einzelnen Marktteilnehmern oder sogar Teilsystemen – wie der Finanzmärkte – ist aber noch kein grundsätzliches Systemversagen. So ist auch nicht die Marktwirtschaft Schuld an der Krise, sondern die Verletzung marktwirtschaftlicher Prinzipien, ohne die sie nicht funktionieren kann. Ob die Steuerung knapper Ressourcen durch Angebot und Nachfrage zu gesellschaftlich erwünschten Ergebnissen führt, hängt von dem staatlichen Ordnungsrahmen ab, in den der Markt eingebettet ist. Nicht die Systemfrage, sondern die Frage nach den richtigen Rahmenbedingungen muss gestellt werden. Und letztere haben erhebliche Defizite aufgewiesen.

Gerade das Haftungsprinzip, das als zentrale Voraussetzung für ein effizientes Marktergebnis gilt, wurde im Vorfeld der Krise gleich mehrfach missachtet – ganz unschuldig ist der Staat daran nicht: Für US-amerikanische Immobilienkäufer beispielsweise beschränkte sich die Haftung häufig auf die erworbene Immobilie, das weitere Vermögen blieb unangetastet. Das lud zum Erwerb von Eigenheimen ein – die große Nachfrage trieb die Häuserpreise in die Höhe und nährte die Immobilienblase. Zudem verblieben vergebene Hypothekenkredite meist nicht bei der zuständigen Bank. Sie konnten in Wertpapiere umgewandelt und ohne Selbstbehalt weiterverkauft werden. Die Gewissheit, für Verluste nicht haften zu müssen, erleichterte den Hausbanken die Kreditvergabe an Schuldner mit gerin-

ger Bonität. Die sozialpolitisch motivierte staatliche Förderung des Eigenheim-erwerbs gerade für Minderheiten und soziale Randgruppen durch die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac verschärfte diese Entwicklung. Schließlich wurde das Prinzip der Haftung auch durch die impliziten Staatsgarantien außer Kraft gesetzt. Die Gewissheit, dass im Notfall der Staat Instituten mit systemrelevanter Größe – allen voran dem Versicherungskonzern AIG, Fannie Mae und Freddie Mac – aushelfen würde, zog eine Verzerrung des Verhaltens der Marktteilnehmer, der Preise und der Risikoprämien nach sich. Die Folgen waren fatal. Falsch wäre es daher, die Krise als Legitimation für einen allmächtigen Staat heranzuziehen. Denn oftmals basiert das Marktversagen von heute auf dem Staatsversagen von gestern. Das gilt auch für die gegenwärtige Krise.

>> Finanzmärkte sind Monster, die es zu bändigen gilt <<

Nur, wenn wir selbst sie zu Monstern werden lassen. Es gibt wenig andere Märkte, die so anfällig für ein Marktversagen sind wie die Finanzmärkte. Allein auf die Selbstregulierung bzw. Selbstheilungskräfte der Märkte zu setzen, ist nicht nur dumm, sondern grob fahrlässig. Finanzmärkte sind extrem globalisiert und – auch aufgrund der enormen technologischen Entwicklungen der letzten Jahrzehnte – in der Lage, blitzschnell zu reagieren. Dies birgt Gefahren, sind doch Informationen häufig unvollständig und zudem ungleich zwischen den Marktteilnehmern verteilt. Die Akteure neigen daher zu Herdenverhalten, was nicht selten zu Übertreibungen auf den Märkten führt. Die Entwicklung von Preisen spiegelt daher auch nicht zwangsläufig realwirtschaftliche Entwicklungen wider. Die Blase am amerikanischen Immobilienmarkt hat dies einmal mehr gezeigt.

Informationsdefizite erschweren zudem die richtige Einschätzung und Beherrschung von Risiken. Dies galt vor allem für die heute als „toxisch“ bezeich-

neten Wertpapiere. Hypotheken wurden gebündelt (verbrieft), strukturiert und als forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) weiterverkauft, die dann erneut zusammengefasst und als Collateralized Debt Obligations gehandelt wurden. Die komplizierten mathematischen Optimierungsverfahren, die diesem Prozess zugrunde lagen, scheiterten nicht nur an einer ausreichenden Diversifizierung der Risiken. Die Käufer dieser komplexen Papiere waren zudem aufgrund der fehlenden Transparenz kaum noch in der Lage, Wert und Risiko selbst zu bestimmen. Sie verließen sich fatalerweise auf das Urteil der Ratingagenturen – das Ergebnis ist bekannt.

Falsch ist jedoch, die Finanzmärkte wie jüngst geschehen als Monster oder einzelne Finanzmarktakteure als Heuschrecken zu verteufeln. Funktionsfähige Finanzmärkte sind eine unerlässliche Grundlage für eine leistungsfähige Volkswirtschaft, die Wohlstand schafft und einen sozialen Ausgleich ermöglicht. Ein effizienter Finanzmarkt dient als Vermittler zwischen Sparern und Investoren. Er kann – indem er attraktive Anlagemöglichkeiten bietet – die Sparquote erhöhen, die Investitionstätigkeit steigern und so das Wirtschaftswachstum eines Landes fördern. Gleichzeitig bietet er jedem Einzelnen die Möglichkeit, sein privates Einkommen den Bedürfnissen verschiedener Lebensphasen anzupassen, d.h. Finanzmärkte können gegenwärtigen Konsum in die Zukunft transferieren (z.B. zur langfristigen privaten Vermögensbildung) oder auch zukünftiges Einkommen in der Gegenwart verfügbar machen (z.B. zur Immobilienfinanzierung). Zudem ermöglicht der Finanzmarkt die Streuung und folglich die Minderung von Risiken. Die Verbriefung von Krediten ist daher – unter angemessenen Rahmenbedingungen – durchaus ein sinnvolles Instrument. Aber nicht nur das: Auch zur Absicherung von Preisschwankungen im (internationalen) Handel sowie zur Finanzierung von Importen und Exporten ist der Finanzmarkt unabdingbar. Deutschland profitiert davon in besonderem Maße. Regulierung muss daher wohl dosiert werden.

>> Ursache der aktuellen Krise ist fehlende Regulierung <<

Stimmt – aber nur zum Teil. Richtig ist, dass sich die Finanzmarktpolitik in den USA durch eine Politik der wohlwollenden Vernachlässigung auszeichnete. Es wurde versäumt, die Finanzmarktaufsicht und Regulierungen an innovative Finanzprodukte und neue Risiken anzupassen. Man vertraute auf das interne Risikomanagement und die Selbstregulierung der Finanzinstitute. Deregulierung wurde als Maßnahme zur Stärkung der amerikanischen Finanzindustrie im internationalen Wettbewerb gewertet. Bestimmte Segmente der Finanzmärkte wurden sogar überhaupt nicht reguliert, darunter die Hypothekenanbieter. Für sie gab es weder eine Zulassungs- noch eine Registrierungspflicht. Im Verbund mit der Möglichkeit der kreditgebenden Institute, das mit Hypotheken verbundene Ausfallrisiko durch Verbriefung weiterzugeben, förderte dies die Vergabe von Darlehen auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität. Auch Investmentbanken hätten stärker reguliert werden müssen. Zuletzt hatte die amerikanische Börsenaufsicht SEC im Jahr 2004 die Eigenkapitalregulierung für große Investmentbanken gelockert – in der Folge konnten die Institute ihren Verschuldungsgrad deut-

lich erhöhen. Mit der Subprime-Krise wurde das mangelnde Eigenkapital dann zum Verhängnis.

Und dennoch: Kaum ein Wirtschaftszweig war so massiv reguliert und überwacht wie der Finanzsektor. Hauptproblem war denn auch eher die fragmentierte Finanzaufsicht: Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen unterlagen verschiedenen Aufsichtsbehörden auf nationaler und einzelstaatlicher Ebene. Zahlreiche Finanzinstitute wählten sich „ihre“ Aufsichtsbehörde selbst aus, indem sie beispielsweise von einer einzelstaatlichen zu einer bundesstaatlichen Satzung wechselten (und vice versa). Rund 240 Banken änderten ihre Regulierungscharter seit dem Jahr 2000. Als besonders problematisch hat sich die fragmentierte Finanzaufsicht bei großen Bankkonglomeraten erwiesen. Der Versicherungskonzern AIG konnte z.B. trotz seiner systemischen Bedeutung den vergleichsweise schwachen Regulierer für Sparinstitute (OTS) wählen, da ihm neben zahlreichen Versicherungen auch ein Sparinstitut gehörte. Aufgrund der Fragmentierung war das Aufsichtssystem darüber hinaus nicht in der Lage, Risiken rechtzeitig zu identifizieren, die sich aus dem Gesamtsystem ergaben. Verhängnisvoll war schließlich auch die enge Verflechtung von Wallstreet und Aufsichtsbehörden. Die hohe Fluktuation des Personals zwischen der Politik und der Finanzwirtschaft dürfte zur wohlwollenden Interpretation der Aufsichtserfordernisse beigetragen haben.

»» Der beste Weg aus der Krise ist Prinzipientreue ««

Solange sich die Prinzipien nicht als falsche Medizin erweisen. Richtig ist, dass die Missachtung ordnungspolitischer Prinzipien im Vorfeld der Krise Fehlreize erzeugte und so die Basis für den Kollaps der Finanzmärkte schuf. Ordnungspolitik ist jedoch eine Präventivstrategie. Ist das Kind aber einmal in den Brunnen gefallen, ist sie machtlos. Das aktive staatliche Eingreifen war und ist richtig, hat es doch einen Zusammenbruch des Geld- und Kreditsystems, der die ganze Wirtschaft in den Abgrund zieht, verhindert und geholfen, verlorenes Vertrauen zurückzugewinnen. Dem „Patienten“ Finanzmarkt in der gegebenen Situation Liquidität vorzuenthalten, würde einer Verweigerung der Verabreichung von Medizin an einen Schwerkranken gleichgekommen. Es wäre schlichtweg verantwortungslos – selbst dann, wenn gravierende Langzeitfolgen zu erwarten sind.

Es wäre daher falsch, mit einer dogmatischen Wirtschaftspolitik der Krise entgegenzutreten. Gefordert ist stattdessen ein gewisser Pragmatismus, der situationsgerechtes Eingreifen ermöglicht. In Zeiten des Aufschwungs ist Schuldenpolitik oder expansive Geldpolitik schädlich. In der gegenwärtigen Situation aber, in der die Menschen ihr Geld vor lauter Unsicherheit horten, führt daran kein Weg vorbei. Die Krise mit einem Mittel zu bekämpfen, das sie herbeigeführt hat, ist aber auch riskant. Daher ist besondere Wachsamkeit gefordert. Klare Bedingungen, unter denen der Staat handelt, sind ebenso notwendig wie eine von vornherein kommunizierte Rückzugsstrategie. Letztere muss darstellen, wie die verabreichte Medizin „Liquidität“ zügig wieder abgesetzt wird, bevor sie den Nährboden für weitere Vermögensblasen schafft. Kommt noch hinzu, dass für die Realwirtschaft nicht unbedingt gut ist, was für die Finanzmärkte unabkömmlich ist. Es geht um den Erhalt des Systems – nicht aber um die Rettung einzelner

Unternehmen, schon gar nicht wenn diese bereits vor der Krise in Schwierigkeiten steckten.

Letztlich gilt: Nur wenn sich der Staat im Normalfall zurückhält, hat er die moralische Glaubwürdigkeit und die finanzielle Kapazität, um im Krisenfall erfolgreich eingreifen zu können. Das gegenwärtige Krisenmanagement zeigt, wie schwer es ist, die Rolle des Staates als Mitspieler (anstelle des ordnungspolitisch korrekten Schiedsrichters) zu definieren.

»» „Richtige“ Regulierung verhindert die nächste Krise ««

Falsch. Man kann aus Krisen lernen. Aktuell geht es darum, eine intelligenteren Regulierung zu finden, die systemische Risiken vermindert, Transparenz erhöht und Risikopuffer etabliert. Es wäre jedoch fatal zu glauben, dass ein Mehr an Regulierung automatisch die nächste Krise verhindern wird. Denn jede Krise ist anders. Eine Krise wie die derzeitige war in den Szenarien der Finanzmarktregulierung nicht vorgesehen, gekommen ist sie trotzdem. Krisen lassen sich kaum verhindern – nicht durch Gesetze und auch nicht durch die Politik. Übertreibungen wird es immer geben, das liegt allein schon in der Fehlerhaftigkeit menschlichen Handelns. Darüber hinaus ist es eine sichere Wette, dass innovative Finanzmarktakteure auch in Zukunft versuchen werden, strenge Regulierungen zu umgehen. Bereits im Vorfeld der aktuellen Krise hatten Banken ihre Risikogeschäfte in so genannte Zweckgesellschaften ausgelagert, um die Bilanzierungspflicht und die Eigenkapitalrichtlinien Basel I und Basel II zu umschiffen. Das verminderte die Transparenz und erschwerte den Aufsichtsbehörden die Arbeit. Vor allem nationale regulative Alleingänge sind zum Scheitern verurteilt. Denn zum einen sind nationale Aufsichten gerade mit grenzüberschreitenden Finanzkonglomeraten völlig überfordert. Zum anderen ist nichts an Stabilität und Transparenz gewonnen, wenn nationale Unterschiede und damit die Möglichkeit für Regulierungsarbitrage erhalten bleiben.

Das größte Problem besteht allerdings darin, dass mit Regulierung allein weitere zentrale Ursachen der Krise überhaupt nicht angegangen werden: so z.B. eine zu laxen Geldpolitik oder die massiven Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft. Letztere ergaben sich in den vergangenen Jahren als Folge der hohen Kapitalzuflüsse in die USA auf der einen und der immensen Kapitalabflüsse aus den asiatischen Schwellenländern und aus Staaten des Nahen und Mittleren Ostens auf der anderen Seite. Werden diese nicht abgebaut, bestehen weiterhin gefährliche Spannungen, die sich früher oder später über die Finanzmärkte entladen werden.



CHRISTINA LANGHORST ist Koordinatorin Internationale Wirtschaftspolitik in der Konrad-Adenauer-Stiftung in Berlin.



Dr. STORMY-ANNIKA MILDNER ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) in Berlin.