
POLICY PLATFORM | White Paper

Aktuelle Finanzmarktpolitik: Wo bleibt die Nachhaltigkeit?

Reinhard H. Schmidt

House of Finance Endowed Chair of Finance and Accounting
– supported by Helaba

Juli 2012

Aktuelle Finanzmarktpolitik: Wo bleibt die Nachhaltigkeit?¹

von Prof. Dr. Dr. h.c. Reinhard H. Schmidt

1. Einleitung, Problemstellung und Gang der Untersuchung

Alle Politiker, die sich jetzt, nach der weltweiten Finanzkrise und mittendrin in der europäischen Staatsschuldenkrise, zur Finanzmarktpolitik äußern, fordern übereinstimmend, dass sich die Finanzmarktpolitik endlich wieder an den Erfordernissen der Nachhaltigkeit orientieren müsse. Man hört das von Frau Merkel und Herrn Schäuble, vom früheren IWF-Chef Strauss-Kahn und seiner Nachfolgerin Lagarde, von EU-Kommissar Barnier und Kommissionspräsidenten Barroso und von Obama, Geithner und Bernanke.

Wer wird einer solchen Forderung nicht zustimmen wollen? Wir sind doch alle für das Gute und gegen das Schlechte, und Nachhaltigkeit wird im öffentlichen Diskurs quasi gleichgesetzt mit dem Guten in der (Finanz-)Welt und fehlende Nachhaltigkeit erscheint als das Schlechte schlechthin. So viel Übereinstimmung muss allerdings skeptisch machen. Ist die Forderung nach Nachhaltigkeit vielleicht so verbreitet, weil sie nichtssagend ist und deshalb leicht auf Zustimmung rechnen kann? Nein, das ist sicher nicht der Fall: Die Diagnose, dass die Finanzkrise durch fehlende Orientierung an Nachhaltigkeit verursacht worden ist, steht ebenso außer Frage wie die Berechtigung der Forderung, Nachhaltigkeit müsse wieder zum Orientierungspunkt für die Finanzmarktpolitik werden, wenn man aus der Krise etwas lernen will. Trotz dieses Bekenntnisses bleiben meine Zweifel, und ich will sie in eine andere Frage kleiden: Ist die Ausrichtung an dem Konzept der Nachhaltigkeit fruchtbar zum Verständnis dessen, was abgelaufen ist und teilweise derzeit noch abläuft, und hilfreich für die zu wünschende Neuausrichtung der Finanzmarktpolitik?

Ich will meinen Ausführungen drei Begriffsklärungen vorausschicken. Die erste betrifft die *Nachhaltigkeit*. Nachhaltig ist die aktuelle Nutzung von Ressourcen aller Art nur dann, wenn sie die Möglichkeiten einer späteren gleichartigen Nutzung nicht beeinträchtigt.

Das Konzept der Nachhaltigkeit ist inhaltlich so plausibel, dass es längst auch in die Umweltökonomie und in die Wachstumstheorie übertragen worden ist; und es ist auch zu einer weithin akzeptierten Forderung in der Wirtschaftspolitik geworden. Interessanterweise hat es auch schon sehr früh in der Betriebswirtschaftslehre eine wichtige Rolle gespielt, denn es steckt in den klassischen betriebswirtschaftlichen Konzepten von Kapital- und Substanzerhaltung, an denen unser Fach, wie unser gemeinsamer Lehrer Dieter Schneider (1970) geschrieben hat, zur Wissenschaft gereift ist.

Das Gebot der Nachhaltigkeit hat etwas Konservatives an sich. Aber es darf nicht missverstanden werden als der einfache Wunsch nach Stabilität, denn Stabilität kann Starrheit sein, und die wäre unter sich ändernden Bedingungen nicht nachhaltig. Wenn man Nachhaltigkeit anstrebt, muss es also auch

¹ Dieses Papier erscheint als Beitrag in der Festschrift für Gerd Rainer Wagner „Die gesellschaftliche Verantwortung des Unternehmens: Hintergründe, Schwerpunkte und Zukunftsperspektiven“, hrsg. von Rüdiger Hahn, Henrik Janzen und Dirk Matten, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2012, S. 371-389.

Raum für Flexibilität und Innovation geben – und damit wird es extrem schwer überhaupt zu beurteilen, was dann wirklich nachhaltig ist.

Unter *Finanzmarktpolitik* versteht man generell die Gestaltung von Finanzmärkten im weiten Sinne, von Banken, anderen Finanzintermediären und organisierten Finanzmärkten. Im Mittelpunkt der Finanzmarktpolitik steht die Regulierung, die Gestaltung der Regeln, an die sich die Marktteilnehmer halten müssen.

Akteure der Finanzmarktpolitik sind vor allem staatliche oder überstaatliche Instanzen. Finanzmarktpolitik geschieht aber auch durch Selbstregulierung und Selbstorganisation und damit auch durch die Akteure der Finanzmärkte selbst. Beispiele sind Regeln, die Gruppen von Finanzinstitutionen oder auch einzelne Finanzinstitutionen für sich selbst setzen, wie etwa solche für die Ausgestaltung des Risikomanagements und die Entlohnung von Mitarbeitern.

Wenn in diesem Aufsatz von der *Finanzkrise* die Rede ist, meine ich die „eigentliche“ Finanzkrise, die im Frühjahr 2007 erkennbar wurde, im September 2008 mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers ihren Höhepunkt erreichte und in den westlichen Industrieländern bereits gegen Ende des Jahres 2009 überwunden war. Damit unterscheide ich die Finanzkrise begrifflich von der aktuell anhaltenden Staatsschuldenkrise. Im Zentrum meines Beitrags steht die Finanzkrise; nur am Ende gehe ich auch kurz auf die aktuelle Krise ein.

In diesem Beitrag geht es also um die Bedeutung der Nachhaltigkeit als Orientierungsmaßstab der Finanzmarktpolitik und der Aktivitäten vieler Finanzmarktteilnehmer. Da wir ja immer noch im Schatten der Finanzkrise stehen, beginne ich im Abschnitt 2 mit der Frage, ob eine zu geringe Beachtung des Postulats der Nachhaltigkeit zur Entstehung und Ausweitung der Krise geführt hat, um dann im Abschnitt 3 und 4 darauf einzugehen, ob die Krise schon dazu geführt hat oder mutmaßlich noch dazu führen wird, dass der Nachhaltigkeit wieder mehr Bedeutung zukommt.

Alle Leser dieses Beitrags dürften darin übereinstimmen, dass eine zu geringe Beachtung von Nachhaltigkeit ursächlich für die Entstehung und Ausweitung der Krise war und dass es dringend notwendig ist, der Nachhaltigkeit viel mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Ich brauche deshalb hier nicht für diese generelle Position zu plädieren und kann mich statt dessen den spezifischeren Fragen widmen, worin genau die zu kritisierende Vernachlässigung der Nachhaltigkeit in der Vergangenheit bestand und wie genau der Nachhaltigkeit in der Finanzmarktpolitik in Zukunft mehr Raum gegeben werden sollte oder bereits wird.

Neben der Sache selbst möchte ich aber auch die metatheoretische oder methodologische Frage ansprechen, wie fruchtbar der Bezug auf das Konzept der Nachhaltigkeit ist. Bezogen auf die Finanzkrise werde ich dafür plädieren, den suggestiven Begriff der Nachhaltigkeit durch präzisere Begriffe zu ersetzen, die es dann erst möglich machen, ernsthaft darüber zu diskutieren, wie wichtig dieser oder jener Aspekt von Nachhaltigkeit wirklich ist und sein sollte. Doch dies soll nicht das letzte Wort bleiben: Der kurze Blick auf die aktuelle Krise am Ende des Beitrags wird auch das gerade angesprochene Votum zur Fruchtbarkeit des Konzepts der Nachhaltigkeit relativieren und das Konzept damit wieder aufwerten.

2. Zur Entstehung und Ausbreitung der Finanzkrise

a) Die Entstehung der Finanzkrise: Ursachen und Erklärungen

Erkennbar wurde die Finanzkrise im Frühjahr 2007, als erste Fonds, die massiv in später so genannten „toxische Wertpapiere“ investiert hatten, zusammenbrachen und Bear Stearns, eine der großen amerikanischen Investmentbanken, mit staatlicher Hilfe gerettet wurde.

Dem war vorausgegangen, dass sich seit etwa fünf Jahren eine neue Form der Kreditvergabe entwickelt hatte. Im Kern bestand sie darin, dass Kreditvermittler im Auftrag von Banken Kredite für den Erwerb von Immobilien an Personen vergaben, die nach herkömmlichen Maßstäben nicht kreditwürdig waren, so genannte „subprime loans“. Den Kreditvermittlern war die wirkliche Kreditwürdigkeit ihrer Kunden nicht wichtig, denn am Abend eines jeden Arbeitstags gaben sie der Bank, mit der sie zusammenarbeiteten, die abgeschlossenen Kreditverträge weiter, kassierten die vereinbarte Prämie und hatten von da an nichts mehr mit der Sache zu tun. Die betreffende Bank zahlte die Kredite aus und sammelte somit einen Berg von Kreditforderungen an, die sie aber nicht noch einmal überprüften. Dazu hätte es für sie auch kaum einen Anlass gegeben, denn sie wollte diese Kredite nicht in ihren Büchern behalten, wie dies bis dahin üblich gewesen war. Stattdessen gab sie die gesamten Kredite an speziell für diesen Zweck gegründete Zweckgesellschaften, so genannte Special Purpose Vehicles (SPVs) - oft mit Sitz im rechtsfreien Ausland - weiter.

Aber auch diese Zweckgesellschaften behielten die Kredite nicht. Vielmehr nahmen sie die Portefeuilles der auf sie übertragenen Kredite und tranchierten sie. Das heißt, sie zerlegten sie in so genannte strukturierte Wertpapiere mit unterschiedlichen Ausfallrisiken. Zur (faktisch und rechtlich schwierigen) Strukturierung bediente man sich angesehener Investmentbanken, der Goldmans dieser Welt, deren Mitarbeiter genau wussten, welche Merkmale der so entstandenen Wertpapiere die wiederum sehr angesehenen Ratingagenturen, die Moody's dieser Welt, als erforderlich ansehen würden, um den Wertpapieren den Ehrentitel „AAA = erstklassig und extrem risikoarm“ zu verleihen.

Von angesehenen Banken geschaffene, mit Hilfe angesehener Investmentbanken gestaltete und von ebenso angesehenen Ratingagenturen als höchst wertvoll etikettierte Wertpapiere (mit mittlerer Laufzeit) kann man natürlich gut an ahnungslose Investoren wie amerikanische Pensionsfonds oder die irischen Tochtergesellschaften deutscher oder französischer Banken verkaufen, zumal wenn sie eine ziemlich hohe Verzinsung versprechen. Und weil sich bei einer normalen Zinsstruktur mehr Geld im Bankgeschäft verdienen lässt, wenn man längerfristige Anlagen kurzfristig refinanziert, haben die ausländischen Tochtergesellschaften deutscher und französischer Banken genau dies getan. Sie haben eine im Zeitablauf immer stärkere Fristentransformation betrieben. Weil sie Auslandstöchter waren, hat sich auch niemand dafür zuständig gefühlt ihr riskantes Treiben ordnungsgemäß zu überwachen.

Das Volumen der Kreditverbriefungen war bis Anfang 2008 dramatisch angestiegen. Es hatte sich eine spekulative Blase gebildet. Zugleich wurden die Fristigkeiten der Refinanzierung bei den Käufern der Wertpapiere immer kürzer, und die Investoren, die ihre Aktivitäten auch häufig in SPVs ausgelagert hatten, sahen sich plötzlich mit einem Liquiditätsrisiko konfrontiert, das man bis dahin allgemein für nicht mehr relevant erachtet hatte.

Als in den USA die kurzfristigen Zinsen und damit auch die Zinsbelastung der ohnehin wirtschaftlich schwachen „subprime borrowers“ dramatisch anstiegen und nicht zuletzt deshalb die Hauspreise zu sinken begannen, stiegen auch die Ausfallraten bei „subprime loans“ und es kam zur Krise. Die ersten Banken in den USA und in Europa, die sich mit Subprime-Risiken übernommen hatten, mussten

gerettet werden. Spätestens im September 2008, als die amerikanische Regierung und die anderen Banken es ablehnten, auch die damals drittgrößte amerikanische Investmentbank Lehman Brothers vor einer Insolvenz zu bewahren, war aus der amerikanischen Subprime-Krise eine weltweite Finanzkrise geworden. Das gesamte internationale Bankensystem war so nahe an einem Kollaps wie seit 80 Jahren nicht mehr.

Soweit die Standardgeschichte über die Entstehung der Finanzkrise.² Da war sehr viel Dummheit, viel Niedertracht und extrem viel Unverantwortlichkeit mit im Spiel; und natürlich auch Gier und Kurzsichtigkeit. Das war ein System der organisierten Unverantwortlichkeit, denn man hatte alle sonst wirksamen Anreize zu verantwortlichem Handeln außer Kraft gesetzt. Rückblickend erkennt man leicht, dass dieses System nicht auf Dauer funktionieren konnte. Mit anderen Worten: Das neue System der Immobilienfinanzierung war nicht nachhaltig.

Aber was sagt die Diagnose „nicht nachhaltig“ eigentlich aus; ist sie hilfreich, um zu verstehen, was geschehen ist, und um eine Wiederholung zu vermeiden? Wäre es nicht besser, nach wirklichen Erklärungen zu suchen? Das ist freilich nicht einfach, zumal es viele Erklärungsansätze gibt, die sich zum Teil zwar ergänzen, weitgehend aber unterschiedliche Gründe für die Entstehung und Ausweitung der Krise hervorheben. Ein kurzer Blick auf die konkurrierenden Erklärungen ist hier geboten.

Die mikroökonomische Erklärung stellt die neuen Organisationsformen der Kreditfinanzierung in den Mittelpunkt: Sie lässt sich durch die weitgehende Aufteilung von verschiedenen Funktionen kennzeichnen, die früher von einer einzigen Bank übernommen worden waren – Geschäftsanbahnung, Auswahl, Kreditwürdigkeitsprüfung, Mittelbereitstellung und Risikoübernahme – auf verschiedene Akteure. Durch diese Aufteilung werden alle Anreize zur Vorsicht außer Kraft gesetzt. Zumindest rückblickend ist es leicht zu erkennen, dass ein solches System nicht nachhaltig sein kann.³

Makroökonomische Erklärungen betonen hingegen die Rolle der laxen Geldpolitik, die die amerikanische Zentralbank spätestens seit den Anschlägen vom 11. September 2001 verfolgt hat, um die Wirtschaft in Schwung zu halten. Diese Politik erschien mit dem Mandat der amerikanischen Zentralbank, die Geldwertstabilität zu sichern, vereinbar, weil die Importe aus Ostasien die Preissteigerungen verhinderten. Auch diese Geldpolitik konnte auf Dauer nicht gutgehen, sie war also nicht nachhaltig.⁴

Die institutionelle Erklärung sieht die wichtigste Ursache der Krise in der Politik der Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors vor dem Ausbruch der Krise. Besonders wichtig ist hier das Ende des Trennbankensystems in den USA und – als Teil des dafür im Jahre 1999 erlassenen Bankengesetzes – die Erlaubnis für alle Banken, das Verbriefungsgeschäft zu betreiben. Zugleich wurden auch die amerikanischen Aufsichtsorgane personell und finanziell systematisch geschwächt (Crawford, 2011).

Schließlich gibt es auch politökonomische Erklärungen, und zwar eine linke und eine rechte: Die linke wertet die massive staatliche Förderung von Wohneigentum für Menschen mit geringem Einkommen und Vermögen als die „Beruhigungspille“, die die zunehmende Ungleichheit der Einkommens- und Vermögensverteilung politisch akzeptabel machen sollte. Konservative Kommentatoren erklären die ganze Krise nur damit, dass sich der Staat in das Kapitalmarktgeschehen eingemischt hat, als er die

² Siehe z.B. Demyanyk/Van Hemert (2011) oder Levine (2010).

³ Siehe z.B. M. Brunnermeier (2009) oder Franke/Krahen (2009).

⁴ Siehe schon frühzeitig Obstfeld/Rogoff (2007).

Immobilienfinanzierung über die halböffentlichen Banken Fannie Mae und Freddy Mac massiv förderte.⁵

b) Die Ausbreitung der Finanzkrise und ihr Umschlagen in eine Wirtschaftskrise

Der erste Schritt der Ausweitung der eher lokalen Krise auf einem kleinen Segment des amerikanischen Finanzmarkts zu einer weltweiten Finanzkrise war eine Folge der Globalisierung der Finanzmärkte, d.h. deren zunehmender grenzüberschreitender Verflechtung. Der „Renditehunger“ der europäischen (institutionellen) Investoren spielte dabei ebenso eine Rolle wie deren Blindheit gegenüber den Risiken, die in den vermeintlich attraktiven Anlageprodukten verborgen waren, und die Vorstellung, es könne auf den internationalen Finanzmärkten überhaupt keine Liquiditätsprobleme mehr geben. Wegen dieses naiven Glaubens hat man sich auf die renditesteigernde massive Fristentransformation eingelassen und dabei allenfalls Zinsrisiken erwartet, gegen die man sich ja relativ leicht absichern kann. Das Liquiditätsrisiko im engeren Sinne, das Risiko des Geldanschlusses, wurde einfach ignoriert. Auch beim Weitergeben der „toxischen Wertpapiere“ hat niemand aufgepasst. Natürlich war auch dies auf Dauer nicht tragbar, also auch nicht nachhaltig.

Der zweite Schritt war der der Ausweitung der weltweiten Finanzkrise zu einer weltweiten Wirtschaftskrise ungeahnten Ausmaßes. Die Einzelheiten brauchen hier nicht nachgezeichnet zu werden. Erinnerung sei nur an den dramatischen Einbruch von Handel, Investitionen, Konsum, Beschäftigung und Einkommen in beinahe allen Teilen der Welt, der nicht zuletzt an den negativen gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten des Jahres 2009 erkennbar wurde.

Dass aus der Finanzkrise eine Wirtschaftskrise werden konnte, bestätigt erneut wie wichtig ein stabiler und gut regulierter und beaufsichtigter Finanzsektor für die Gesamtwirtschaft ist und wie weltfremd die Vorstellung ist, „der Markt“ würde schon von selbst alle auftretenden Probleme lösen. Und zugleich macht es bewusst, dass auch das Zusammenspiel von Finanz- und Realwirtschaft in sich nachhaltig sein muss.

c) Zur Nützlichkeit des Konzepts der Nachhaltigkeit – ein erstes Zwischenergebnis

Die Entstehung und die Ausbreitung der Finanzkrise wie auch ihr Umschlagen in eine allgemeine Wirtschaftskrise zeugen zweifellos von fehlender Nachhaltigkeit auf allen Ebenen. Das gilt für das Verhalten der Akteure genauso wie für institutionelle Strukturen des Finanzsektors einschließlich der Regulierung und Aufsicht. Auch alle Erklärungen dafür, wie es zu diesen Krisen kommen konnte, lassen sich auf den gemeinsamen Nenner bringen, es hätte an der erforderlichen Nachhaltigkeit gefehlt. Aber hilft diese „Diagnose“ weiter oder ist sie nur eine bequeme Art, den unfassbaren Vorgängen einen erfassbaren Namen zu geben?

Das Konzept der Nachhaltigkeit ist für eine Diagnose und Analyse der Krise zu unspezifisch. Es ist erforderlich, die aufgetretenen Phänomene und ihre möglichen Ursachen viel präziser zu benennen, wenn man sie verstehen und darauf aufbauend Maßnahmen ergreifen will, die helfen, solche Krisen in

⁵ Vgl. zur „linken“ Position zahlreiche Blogs und Kolumnen von Paul Krugman. Die wohl radikalste „rechte“ Position ist das etwa 100-seitigen Minderheitsvotum von Peter Wallison von American Enterprise Institute zu dem Bericht einer Senatskommission über die Finanzkrise und deren Ursachen; vgl. Wallison (2011).

Zukunft zu vermeiden oder zumindest weniger wahrscheinlich und weniger gravierend werden zu lassen.

Das bedeutet freilich nicht, dass das Konzept der Nachhaltigkeit ganz bedeutungslos oder gar schädlich wäre, denn es macht bewusst, wie wichtig es für alle Beteiligten ist, ihren Entscheidungen nicht nur eine kurzfristige und kurzsichtige Perspektive zugrunde zu legen, sondern langfristig und umfassend zu planen und dabei zu bedenken, wie ihre Entscheidungen sich auf die Erwartungen und Entscheidungen der jeweils anderen Akteure auswirken und deren Verhalten beeinflussen. So verstanden ist die Forderung nach Nachhaltigkeit vor allem eine methodologische Maxime: Frage nicht nach der Nachhaltigkeit, um Dich zufrieden zu geben, wenn Du weißt, ob etwas nachhaltig ist oder nicht, sondern nimm die mögliche Diagnose fehlender Nachhaltigkeit zum Ausgangspunkt für tiefer gehende Analysen und Überlegungen.

Es läge nun nahe darauf einzugehen, wie die politischen Akteure und Instanzen im Sinne eines Krisenmanagements auf die akute Situation nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 reagiert haben. Rückblickend ist anzuerkennen, dass die Zentralbanken und die Regierungen der westlichen Industrieländer die Schwere der Bedrohung zu diesem Zeitpunkt erkannt und schnell massive, unkonventionelle und letztlich durchaus wirkungsvolle Maßnahmen ergriffen und damit ein noch viel größeres Ausmaß der Krise verhindert haben.

Krisenmanagement mit dem Maßstab der Nachhaltigkeit zu beurteilen, wäre aber nicht angebracht, denn Maßnahmen des Krisenmanagements sind naturgemäß nicht auf Dauer angelegt. Trotzdem leisten sie einen wichtigen Beitrag zur Nachhaltigkeit eines krisenbedrohten Systems, denn wenn ein System die Krise nicht übersteht, kann es auch nicht nachhaltig funktionieren. Doch gleichzeitig sollte das Krisenmanagement nicht die Basis der Nachhaltigkeit untergraben. Auf diesen Aspekt ist später zurückzukommen. Insofern lässt sich hier zumindest indirekt ein positives Urteil ableiten: Zumindest indirekt scheint das Krisenmanagement zwar insofern „nachhaltigkeitsfördernd“ gewesen zu sein, als es eine noch schlimmere Krise verhindert hat. Das bedeutet aber weder, dass die Orientierung an der Idee der Nachhaltigkeit dabei irgendwie hilfreich gewesen wäre noch dass die Maßnahmen, die ergriffen wurden und wohl auch ergriffen werden mussten, bei den Akteuren auf den Finanzmärkten Erwartungen geweckt und Anreize geschaffen hätten, sich in Zukunft vorsichtiger und damit auch nachhaltiger zu verhalten. Durch die erfolgten Bankenrettungen wurden einige ohnehin schon sehr große Banken wie JPMorgan noch größer und die Vorstellung, wirklich große Banken seien „too big to fail“ und würden jedenfalls auf Staatskosten gerettet, konnte sich nur verstärken, nachdem man gesehen hatte, welche verheerenden Folgen es gehabt hat, dass Lehman nicht gerettet worden war. Auch dass die Rettungsmaßnahmen für die Regierungen sehr teuer waren und ihre eigene Kreditwürdigkeit verschlechtert haben, kann nicht gerade als ein Beitrag zur Stärkung der Nachhaltigkeit gewertet werden.

3. Nachhaltigkeitsorientierte Re-Regulierung als Reaktion auf die Finanzkrise

Nun wende ich mich der Frage zu, ob zugleich mit dem Krisenmanagement auch strukturelle Änderungen auf den Weg gebracht worden sind, die auf Dauer angelegt sind und auf die deshalb der Maßstab der Nachhaltigkeit problemlos anwendbar ist. Das betrifft neue Ansätze der Regulierung nach der Krise und Veränderungen bei den Banken selbst.

a) Regulierung und Nachhaltigkeit: Grundlagen

Unter Regulierung versteht man die Gesamtheit der Vorschriften, die die Wirtschaftssubjekte zu befolgen haben, die an einem bestimmten Markt teilnehmen oder die eine bestimmte Wirtschaftsaktivität betreiben. Im Falle der Finanzmarktregulierung im weiteren Sinne sind dies Vorschriften für Banken, andere Finanzintermediäre und organisierte Finanzmärkte sowie für die Personen, die in diesen Institutionen handeln. Die Finanzmarktregulierung i.w.S. ist der Kern der Finanzmarktpolitik.

Zur Regulierung im weiteren Sinne gehört auch die Aufsicht. Ihr obliegt es zu prüfen, ob die geltenden Vorschriften, die Regulierung im engeren Sinne, eingehalten werden. Doch eine genaue Trennung zwischen Regulierung i.e.S. und Aufsicht ist kaum möglich, weil es ein Teil der Aufsicht ist, zu überprüfen, ob nicht nur der Buchstabe, sondern auch der Sinn der aufsichtsrechtlichen Normen befolgt wird. Zudem ist es Teil der Regulierung, die Aufgaben und die institutionelle Ausgestaltung der Aufsicht festzulegen.

In der Regel geht Finanzmarktregulierung von staatlichen oder staatsnahen Instanzen aus. Sie hat damit hoheitlichen Charakter. Doch es gibt auch Ausnahmen von dieser Regel und die Details unterscheiden sich von Land zu Land stark. In angelsächsischen Ländern spielt traditionell die Selbstregulierung eine größere Rolle als in Kontinentaleuropa.

Fast jede Regulierung impliziert Einschränkungen der Handlungsfreiheit von Akteuren. Das führt immer zu Belastungen. Diese Grundeinsicht legt nahe zu vermuten, dass es auch gesamtgesellschaftlich nachteilige Regulierung geben kann. Das ist dann der Fall, wenn die durch die Regulierung entstehenden Belastungen die gesamtwirtschaftlichen Vorteile überwiegen. Aber unabhängig davon wie der Saldo von Vor- und Nachteilen ausfällt, schwächen die mit jeder Regulierung verbundenen Beschränkungen und Belastungen die Anreize, eigentlich erwünschte Handlungen vorzunehmen und sie schaffen umgekehrt Anreize zu unerwünschten Handlungen, insbesondere Ausweichhandlungen. Im hier diskutierten Zusammenhang besonders wichtige Formen des Ausweichens sind das auf nicht oder unzureichend regulierte Märkte oder in so genannte Schattenbanken. Damit werden rechtliche Formen für die Durchführung von Finanzgeschäften bezeichnet, die nicht unter die für Banken geltenden aufsichtsrechtlichen Normen fallen. Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit erleichtern das Ausweichen und erschweren damit zugleich die politische Gestaltung.

Die Finanzmarktregulierung aller Länder verfolgt offiziell zwei Ziele. Konsumentenschutz und Funktionsschutz. Das in der Praxis wichtigere Ziel ist das zweitgenannte, das der Absicherung der Funktionsfähigkeit der betreffenden Märkte. Regulierung i.e.S. und Aufsicht sollen „safety and soundness“ oder „market integrity“ gewährleisten, damit Banken und Kapitalmärkte dauerhaft ihre Funktionen für Sparer und Investoren erfüllen können. Man kann „safety and soundness“ bzw. „market integrity“ problemlos als „Nachhaltigkeit“ übersetzen.

Ich fand es nötig, diesen Überblick über Grundfragen der Finanz- und Bankenregulierung hier einzufügen, weil sie den Kern der mit der Finanzkrise zusammenhängenden Probleme betreffen, wie die folgenden Ausführungen belegen sollen.

Die Finanzbranche war über lange Zeit und in fast allen Ländern ein besonders stark – vielleicht zu stark – regulierter Wirtschaftszweig gewesen. Das legte die Politik der Deregulierung nahe, die, von den USA und England ausgehend, bald auch Europa erfasst hatte. Mit dem Höhepunkt der Deregulierung um die Jahrtausendwende setzte in den USA die Entwicklung ein, die schließlich zur

Subprime-Krise führte, und ohne die Liberalisierung in Europa hätte es nie die Ansteckung und die weltweite Ausbreitung der Finanzkrise gegeben. Die am stärksten betroffenen europäischen Banken unterhielten viele ihrer SPVs, mit denen sie in „toxischen Wertpapieren“ investierten, in Irland, einem EU-Mitgliedsland, das lange mit dem Argument um die Ansiedlung von Finanzinstitutionen geworben hatte, seine Finanzaufsicht sei besonders flexibel und „verständnisvoll“.

Wenn Regulierung i.e.S. und Aufsicht in der Hand der nationalen Autoritäten ein und desselben Landes liegen, kann man hoffen, dass beide relativ gut auf einander abgestimmt sind. Das war aber in Europa vor der Krise keineswegs der Fall gewesen. Im Prinzip galt folgende Rollenverteilung: Regulierung war schon lange im Interesse des einheitlichen Binnenmarktes weitgehend Sache der EU, während die Aufsicht eine nationale Aufgabe der Mitgliedsländer war. Für die Koordination der Aufseher gab es so genannte „supervisory colleges“, in denen man sich regelmäßig traf, Grundsatzfragen diskutierte und schließlich ein gutes Essen einnahm. Ohne Finanzkrise mag dies als Koordinationsmechanismus ausreichend gewesen sein. In der Finanzkrise funktionierte die Abstimmung nicht mehr. Faktisch ist die Situation noch komplizierter, weil wichtige Teile der europäischen Finanzregulierung nicht von der EU selbst stammen, sondern von dem Baseler Ausschuss, einem Gremium, das zwar eine enorme faktische Macht hat, aber keinen völkerrechtlichen Status besitzt.

Die erklärten Ziele der Finanzaufsicht, Kunden zu schützen und „safety and soundness“ abzusichern, sind faktisch auch nicht die einzigen Ziele nationaler Finanzmarktpolitik. Immer sind auch Überlegungen der Standortpolitik mit im Spiel. In der EU sind deshalb auch sehr vernünftige Regulierungen fast immer am Widerspruch der Engländer gescheitert, weil deren Regierung fürchtet, jede Regulierung könnte dem Finanzplatz London schaden. Als Folge davon war die Finanzregulierung in Europa weithin lückenhaft und nach kontinentaleuropäischen Maßstäben zu marktorientiert. Zudem waren die für Finanzregulierung zuständigen EU-Kommissare bis vor kurzem immer Vertreter von Ländern mit einem angelsächsischen kapitalmarktorientierten Finanzsystem, die nicht durch ein großes Verständnis für die bankorientierten Bank- und Finanzsysteme auf dem europäischen Kontinent auffielen.

b) Re-Regulierung als strukturelle Reaktion auf die Finanzkrise

Die Finanzmarktkrise wurde in einer Zeit manifest, als weltweit und somit auch in der EU das Credo der Finanzmarktliberalisierung unangefochten war. Die Finanzkrise hat diese Sicht der Dinge nahezu völlig desavouiert. Sie hat gezeigt, dass Finanzmärkte nicht immer gut funktionieren und dass staatliche Interventionen gerade in Krisensituationen nötig sind und wirklich helfen können. Hat dies weltweit, in einzelnen Ländern und speziell in der EU zu wesentlichen potenziell nachhaltigen Änderungen in der Kapitalmarktpolitik geführt? Ist etwas geschehen? Ist viel geschehen, so viel wie damals angekündigt worden ist? Und ist das, was geschehen ist, sinnvoll und – ja durchaus – auch nachhaltig in dem doppelten Sinne, dass zum einen die betroffenen Finanzsysteme stabiler/nachhaltiger geworden sind und zum anderen dass die neuen Regulierungen und institutionellen Strukturen selbst langfristig die ihnen zugeordneten Aufgaben gut erfüllen können?

Erst sah es so aus, als würden nur Reden gehalten und Beschlüsse gefasst, die aber weitgehend folgenlos blieben. Aber dies wäre aus heutiger Sicht als Einschätzung nicht nur unfair, sondern sogar einfach falsch. Es war nötig, zuerst zu reden, zu planen und zu entscheiden. Erst danach konnte die

Umsetzung beginnen. Und sie hat sogar schneller begonnen und zu Ergebnissen geführt, als viele Beobachter anfangs vermutet hatten.

(1) Die internationale Ebene

Ich beginne mit einem Blick auf diejenigen strukturellen Reaktionen auf die Krise, die man als „weltweite“ oder wirklich internationale Reaktionen einstufen kann. Das wichtigste Forum für die weltweiten politischen Diskussionen über eine neue Gestaltung des Finanzsystems ist die als G20 bezeichnete Runde der Staats- und Regierungschefs der sieben westlichen Industrieländer, Russlands und weiterer erst kürzlich hinzugezogener zwölf „emerging countries“. In den G20-Treffen der Jahre 2008 bis 2010 sind wesentliche Entscheidungen zur Reform des Finanzsystems gefallen. Die G20-Treffen haben die Vorgaben geliefert, die sich einzelne Länder und insb. die EU zum Maßstab ihrer eigenen Aktivitäten genommen haben. Die Gruppe der 20 war also ein durchaus wichtiger und vermutlich auch durchaus erfolgreicher „agenda setter“. Indem die Staats- und Regierungschefs der wichtigsten 20 Länder diese Rolle übernommen haben, haben sie sich, bei allen Meinungsverschiedenheiten im Detail, auch gemeinsam zu einer Position bekannt, die man als einen politischen Paradigmawechsel einstufen muss: Politik kann und muss einen Gestaltungsanspruch stellen. Dass die Finanzmärkte möglichst wenig behindert werden sollten, weil sie dann am besten funktionieren, ist damit als politische Doktrin überwunden.

Eine der wichtigen Vorgaben der G20 bestand darin, dass der Baseler Ausschuss, der selbst eine wahrlich internationale Institution darstellt, sehr schnell das alte Regelwerk „Basel II“ an die Erfahrungen der Krise anzupassen und ein „Basel III“ genanntes neues Regelwerk konzipieren und beschließen sollte. Das ist auch sehr schnell geschehen, unvergleichlich viel schneller als seinerzeit bei der Ausarbeitung von Basel II. Die jetzt vorliegenden Beschlüsse zu Basel III sehen wesentlich strengere Kapitalanforderungen an Banken vor als Basel II. Dass dabei die Kapitalanforderungen an große, stark international vernetzte und „systemrelevante“ Banken, höher angesetzt werden als die für die anderen Banken, ist eine im Prinzip sinnvolle Konsequenz aus der Krise. Zudem sieht Basel III vor, dass es – erstmals als Teil dieses internationalen Regelwerks – zwei und eventuell sogar drei liquiditätsbezogene Regeln geben wird. Auch dies ist trotz aller Einwände eine sinnvolle Konsequenz der Krisenerfahrung.

*(2) Die Ebene der EU*⁶

Die EU hat die Vorgaben von G20 schnell und entschieden aufgenommen und umgesetzt. Die EU-Kommission ist die „Regierung“, die bisher am weitesten mit der Umsetzung der neuen Basel III-Regelungen vorangekommen ist. Die Umsetzung erfolgt in der Form der Capital Requirements Directive IV. Dabei ist symptomatisch für eine neue Ernsthaftigkeit der EU auf dem Gebiet der Finanzregulierung, dass CRD IV erstmals in der Geschichte der EU – entgegen dem Namen – nicht in einer durch nationale Gesetzgebung umzusetzenden Richtlinie gefasst wird, sondern unmittelbar als EU-Recht in allen Mitgliedstaaten gelten wird.

⁶ Dieser und der folgende Unterabschnitt stützen sich auf einen gerade als e-book veröffentlichten Bericht, den ich zusammen mit anderen im Namen des European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC) darüber geschrieben habe, wie Europa von der Finanzkrise betroffen war und wie die Politik auf die Krise reagiert hat. Vgl. European Shadow Financial Regulatory Committees (2011) mit weiteren Nachweisen.

Die EU hat auch in anderen Hinsichten schnell auf die Krise reagiert. Einige Beispiele müssen hier genügen. Gleich im Herbst 2008 wurden die Mindestabsicherungen in den nationalen Einlagensicherungssystemen erhöht; erstmals wurden Eigenkapitalanforderungen und Selbstbehalte für Verbriefungen eingeführt; in der EU tätige Hedgefonds müssen inzwischen zumindest registriert werden und die Entlohnungssysteme europäischer Banken müssen so gestaltet werden, dass sie weniger Anreize bieten als bisher, das Risiko der Banken zu erhöhen.

Noch wichtiger ist aber eine institutionelle Innovation: Seit Beginn des Jahres 2011 gibt es – endlich – europäische Finanzaufsichtsbehörden: eine mit der Zuständigkeit für Banken (EBA) mit Sitz in London, eine für Kapitalmärkte (EFMA) mit Sitz in Paris und eine für Versicherungen und berufsbezogene Pensionssysteme (EIOPA) mit Sitz in Frankfurt. Der entscheidende Unterschied zu den bisherigen obersten europäischen Gremien besteht darin, dass diese drei neuen „European Supervisory Authorities“ operative Aufgaben und wirkliche Entscheidungskompetenzen haben, die unter bestimmten Bedingungen nicht nur gegenüber den betreffenden Finanzinstitutionen, sondern auch gegenüber nationalen Regierungen wirken. Ob sie diese Kompetenzen sinnvoll nutzen, ist eine andere Frage, auf die ich hier nicht eingehen kann. Auch dass sie gegenüber der EU-Kommission weisungsgebunden sind, erscheint problematisch, ist aber durch die europäischen Verträge vorgegeben und insoweit unvermeidbar.

Das „System of European Supervisory Authorities“ erfährt eine wichtige Ergänzung durch eine weitere neue EU-Institution, den European Systemic Risk Board. Dieses ESRB hat die Aufgabe, das Finanzsystem in Europa zu beobachten und insbesondere zu prüfen, ob und gegebenenfalls wodurch und an welchen Stellen des Finanzsystems es systemische, also das gesamte europäische Finanzsystem betreffende Risiken und Ansteckungsgefahren gibt. Auch wenn es eine EU-Institution ist, ist das ESRB eng an die Europäische Zentralbank angebunden, wo es auch seinen Sitz hat. Anders als die drei EU-Aufsichtsbehörden ist es nicht gegenüber der EU-Kommission weisungsgebunden, sondern völlig unabhängig.

(3) Die nationale Ebene

In allen wichtigen Industrieländern wurde über das unmittelbare Krisenmanagement hinaus, also strukturell, reagiert. In Deutschland wurde sehr früh eine extrem umfassende Einlagensicherung verkündet, deren rechtliche Basis bekanntlich fraglich ist; es wurden Gesetze zur Restrukturierung von Banken, zur Schaffung eines Stabilisierungsfonds (SOFFIN), zur Managervergütung und vieles andere erlassen und die entsprechenden Institutionen eingerichtet. Teils erfolgte dies national-autonom, teils in Erfüllung europarechtlicher Verpflichtungen und teils als Umsetzung von G20-Beschlüssen. Institutionelle Änderungen gab es, von der Errichtung des SOFFIN abgesehen, nicht.

Die Schweiz befand sich in der besonderen Situation, dass sie der Standort von zwei riesigen internationalen Banken ist, deren Bilanzsummen das Nationaleinkommen bei weitem übersteigt. Eine der beiden musste in der Krise massiv vom Staat gestützt werden, um eine Insolvenz zu vermeiden. Das ist der Hintergrund für die krisenbedingten Neuregelungen in der Schweiz. Die Eigenkapitalanforderungen für die internationalen Megabanken sind, gemessen an sonst üblichen Standards, enorm hoch. Auch hat die Schweiz eine allgemeine Begrenzung der für Banken erlaubten Verschuldung eingeführt.

Britische Banken waren von der Krise besonders stark betroffen. Northern Rock erlebte einen Bank-Run, Bradford and Bingley musste verstaatlicht werden, und Royal Bank of Scotland und Lloyds TSB, also zwei der vier ganz großen Banken, wurden teilverstaatlicht. Die Regierung reagierte mit neuen Kapitalanforderungen, die über die zu erwartenden Anforderungen gemäß Basel III bzw. CRD IV hinaus gehen, und verschiedenen anderen Maßnahmen, die das Risiko der Banken begrenzen und im Falle einer Insolvenz eine kombinierte Rettung des systemnotwendigen Teils der Bank und der Liquidation des anderen Teils möglich machen sollen. Die einschlägigen Stichworte dazu heißen „living will“ und „ring fencing“.

Anders als in Deutschland und der Schweiz wird es vermutlich in Großbritannien bald auch zu einer Neuordnung der Regulierungs- und Aufsichtskompetenzen kommen. Der Allfinanzaufsichtsbehörde FSA wird vorgeworfen, dass sie die Krise weder vorhergesehen noch verhindert habe und dass sie, als die Krise eingetreten war, nicht adäquat reagiert habe. Sie wird einen großen Teil ihrer Regulierungskompetenzen an die Regierung und ihrer Aufsichtskompetenzen an die Bank of England verlieren. Es kann als eine allgemeine Lehre aus der Krise gelten, dass es sinnvoll ist, die Zuständigkeiten für Regulierung, Aufsicht und Krisenabwehr zusammenzufassen und damit letztlich die Zentralbanken zu stärken.

Als letztes Land sind die USA anzusprechen. Hier, wo die Krise ihren Ausgang genommen hat, ist die regulatorische Reaktion auch am stärksten, und sie ist am schnellsten erfolgt. Die USA haben seit Mitte 2010 mit dem Dodd-Frank Act so etwas wie ein neues Bankengesetz bekommen. Es enthält sehr viele Einzelregelungen, die alle mehr oder weniger klar darauf abzielen, das Risiko der Banken zu reduzieren und damit das gesamte Bankensystem stabiler und, wenn man so will, nachhaltiger zu machen. Drei Neuregelungen sind besonders wichtig. Eine ist eine abgeschwächte Form der so genannten Volcker-Rule, die, wenn sie ohne Abstriche umgesetzt worden wäre, de facto eine Rückkehr zum alten Trennbankensystem aus den 30er Jahren bedeutet hätte, in dem „commercial banking“ und „investment banking“ strikt getrennt sein mussten. In der abgeschwächten Form im Dodd-Frank-Act verbietet diese Regel den Banken weitgehend, Eigenhandel in Wertpapieren zu betreiben. Die zweite sehr wichtige Neuerung ist die Schaffung einer für den Konsumentenschutz am Kapitalmarkt zuständigen neuen Behörde. Und drittens sind mit dem neuen Gesetz, ähnlich wie es in Großbritannien geplant ist, wesentliche Regulierungs- und Aufsichtskompetenzen auf die Zentralbank FED übertragen worden.⁷

c) Bewertung

Wie die knappe Darstellung verdeutlichen sollte, hat die Finanzkrise massive und potenziell nachhaltige Veränderungen der regulatorischen Strukturen weltweit, in Europa und in den meisten einzelnen westlichen Ländern ausgelöst. Die lange vorherrschende extrem „liberale“ Ausrichtung der Finanzmarktpolitik ist durch eher interventionistische Vorstellungen abgelöst worden. Es sieht zumindest so aus, als könnte in der Zukunft sehr vieles anders und hoffentlich besser werden und als wäre wirklich die Nachhaltigkeit der Finanzsysteme in Europa, in vielen großen Industrieländern und letztlich sogar weltweit gestärkt worden.

⁷ Die abschwächenden Formulierungen in diesem Absatz erklären sich daraus, dass der Dodd-Frank Act ein Artikelgesetz ist. Das bedeutet, dieses Gesetzeswerk enthält eine riesige Anzahl politischer Festlegungen des Inhalts, dass in bestimmten geltenden Gesetzen bestimmte Änderungen vorzunehmen sind. Viele dieser Änderungen müssen aber noch umgesetzt werden, und es ist derzeit unklar, wie dies genau geschieht.

Dies ist freilich eine möglicherweise zu optimistische und potenziell naive Sicht der Entwicklung. Dass ich die internationalen, die europäischen und die nationalen Änderungen hier weitgehend affirmativ dargestellt habe, soll nicht darüber hinweg täuschen, dass vieles an sehr vielen der aufgeführten Maßnahmen und Neuerungen durchaus kritikwürdig ist. Aber darauf kommt es hier nicht an, die Detailkritik ist nicht mein Thema. Mir ging es darum zu belegen, dass die noch bis 2010 von einigen Kritikern vertretene These, es würde nur geredet und faktisch nichts getan, unberechtigt ist. Nach der Krise ist auf dem Gebiet der Finanzmarktpolitik in den letzten drei Jahren viel mehr neu gestaltet worden als in Jahrzehnten davor. Wir haben bereits eine Welle der Re-Regulierung erlebt, und wir werden davon vermutlich in nächster Zeit noch mehr erleben. Und trotz aller Vorbehalte, die man gegenüber einzelnen Maßnahmen haben kann, ist die allgemeine Richtung der strukturellen Reaktionen auf die Krise eindeutig: Sie zielen ab auf eine Stärkung der Nachhaltigkeit der jeweils betroffenen Finanzsysteme. Dass man derzeit relativ wenig über den Fortgang der Re-Regulierung hört, darf, so habe ich mir von kompetenten Gesprächspartnern sagen lassen, keineswegs als Zeichen dafür gewertet werden, dass der Reformeifer verfliegen ist und jetzt wieder Stillstand herrscht. Der Grund ist vielmehr, dass die angeblich intensiv laufende Arbeit an der Implementierung der neuen Regeln einfach wenig spektakulär ist und deshalb kaum in den Medien auftaucht.

Was besagt das über die Bedeutung der Forderung nach Nachhaltigkeit? Mein Urteil ist zwiespältig. Zum einen gilt, dass diese Forderung bei der Formulierung von Gesetzen und bei deren Umsetzungen in Verordnungen und Arbeitsanweisungen völlig nutzlos ist. Dafür braucht man, genau wie für die Analyse der Krisenursachen, viel spezifischere und viel genauere Orientierungspunkte und Argumente. Wer auf dieser Arbeitsstufe nur oder auch vornehmlich von Nachhaltigkeit spricht, bleibt orientierungslos.

Aber zum anderen muss man anerkennen, dass die Forderung nach einer stärkeren Orientierung am Gebot der Nachhaltigkeit eine sehr wichtige Rolle dabei gespielt hat, den ganzen Prozess in Gang zu setzen, also in den Beratungen der Politiker auf den G20-Treffen. Ich habe versucht, die Bedeutung dieses politischen Impulses deutlich zu machen: Ohne das „Nachhaltigkeitsgerede“ im Umfeld der G20-Treffen von 2008 bis 2010 wäre vermutlich viel weniger passiert.

Zum Thema der Bewertung der neuen Initiativen auf dem Gebiet der Regulierung gehört auch die Bewertung der neuen Finanzmarktpolitik selbst. Auf Einzelheiten und Einzelkritiken kann ich hier allein aus Raumgründen nicht eingehen. Aber eine kritische Bemerkung zur Gesamtrichtung dieser Politik ist erforderlich. Die Krise hat sehr deutlich gezeigt, dass das zentrale und in gewissem Sinne auch ganz neuartige Problem das des so genannten systemischen Risikos und damit der Ansteckung ist. Diesem Problem ist zum Beispiel die Verschärfung der Kapitalanforderungen von Banken und speziell die der „systemically important financial institutions“ gewidmet und das neu geschaffene European Systemic Risk Board hat sogar die Aufgabe, sich ausschließlich diesem Risiko zu widmen. Doch ob ein höheres Eigenkapital der Banken dieses Problem wirklich entschärft, wann eine Bank als systemisch bedeutsam einzustufen ist und was genau das ESRB aufspüren soll, ist bisher gänzlich ungeklärt. Und erst recht ist die Frage unbeantwortet, wie eine „Finanzarchitektur“ in Europa und sogar weltweit ausgestaltet sein müsste, so dass es kein systemisches Risiko mehr gibt. Ob die neue verschärfte Regulierung in diesem Sinne nachhaltig ist, weiß bisher niemand.⁸

⁸ Der unbefriedigende Stand der Forschung zu dem zentralen Thema des systemischen Risikos und zu der Notwendigkeit, eine wesentlich stabilere „Finanzarchitektur“ für Europa und das gesamte internationale Finanzsystem zu schaffen, bildet den Ausgangspunkt für ein großes Forschungsprogramm, das meine

4. Nachhaltigkeit und die Geschäftspolitik der Banken

Eine der Hauptursachen der Finanzkrise war zweifellos die Geschäftspolitik einiger großer und international tätiger Banken. In den Jahren vor dem Ausbruch der Krise haben sie ihr Risiko drastisch erhöht. Das gilt gleichermaßen für die Risiken der Aktiva, namentlich das Kreditrisiko, die Risiken der Finanzierung, namentlich das Liquiditätsrisiko bei starker Fristentransformation, und die Marktrisiken, namentlich die des Eigenhandels. Es betrifft zum anderen auch die allzu geringe Beachtung, die dem Risikomanagement beigemessen wurde, und/oder eine zu schematische und starre Anwendung von Regeln des Risikomanagements und schließlich betrifft es auch die Umgestaltung der Geschäftsmodelle einiger großer Banken. Sie hatten sich in den Jahren vor der Krise immer stärker von der traditionellen Rolle von Banken als Finanzintermediäre gelöst und dem eher spekulativen Investmentbanking⁹ zugewandt. Damit verbunden waren in der Regel ein wesentlich höheres Leverage-Risiko und ein größeres Marktrisiko. Die Risikoerhöhung wurde begleitet und zugleich unterstützt durch neue Formen der Entlohnung von Mitarbeitern, die besondere Anreize schafften, für die Bank hohe Risiken einzugehen, statt Risiken zu begrenzen.

Wie auch immer man das Risiko einer Bank misst: Es war in den Jahren vor der Krise bei fast allen großen Banken stark angestiegen. Zahlreiche Bankenvertreter haben kurz nach der Krise selbst zugestanden, dass die Zunahme des Risikos einzelner Banken und wegen der sehr intensiven finanziellen Verflechtungen zwischen den Banken auch das Risiko des gesamten Bankensystems zumindest mitverantwortlich für die Krise war. Das legt nahe zu fragen, ob sich nach der Krise überhaupt etwas an dieser Situation geändert hat und worin diese Veränderungen bestehen. Nach dem was man „hören und lesen kann“, haben viele große, international tätige Banken nach 2008

- ihr Kreditrisiko drastisch reduziert, d.h. sie sind bei der Kreditvergabe wesentlich vorsichtiger geworden,
- ihre Verschuldung (leverage) stark zurückgefahren, d.h. sie sind weniger verschuldet und haben zugleich ihr Eigenkapital verstärkt,
- das Ausmaß der Fristentransformation und die damit verbundenen Risiken verringert,
- den Eigenhandel massiv eingeschränkt, in Einzelfällen sogar ganz eingestellt,
- Verbriefungsoperationen insgesamt zurückgefahren und komplexe und intransparente Formen der Verbriefung durch einfachere Formen ersetzt und schließlich
- ihre Bonussysteme auf mehr Langfristigkeit und eine geringere Erfolgsabhängigkeit umgestellt.

Einige Banken haben auch die Ausrichtung auf das Investmentbanking durch eine Stärkung risikoärmerer Geschäftszweige korrigiert, und angeblich ist auch in vielen Banken das

Kollegen vom House of Finance der Goethe-Universität kürzlich als Antrag auf Förderung als LOEWE-Zentrum bei der hessischen Landesregierung eingereicht haben.

⁹ Es ist keineswegs so, dass das Investmentbanking generell sehr riskant ist. So ist etwa das M&A-Beratungsgeschäft wenig riskant; ganz anders hingegen das proprietary trading und das Strukturierungsgeschäft, beides Zweige des Investmentbanking, deren Bedeutung in den letzten 20 Jahren stark zugenommen hat.

Risikomanagement nicht nur ausgebaut worden, sondern ihm ist in den bankinternen Entscheidungsprozessen auch ein größerer Stellenwert eingeräumt worden.

All dies sind Anzeichen eines stärkeren Risikobewusstseins und einer größeren Vorsicht, also Schritte in Richtung auf mehr Nachhaltigkeit. Viel von dem, was in Banken als strukturelle Reaktionen auf die Finanzkrise erfolgt ist – oder vorsichtiger formuliert: erfolgt sein soll – orientiert sich an den nach der Krise veröffentlichten einschlägigen Empfehlungen des Institute of International Finance, des internationalen Verbandes der Großbanken. Einige der genannten Änderungen sind anhand publizierter Daten gut nachprüfbar; bei anderen kann man sich nur auf das stützen, was „man hören und lesen“ kann. Manches mag auch reine PR sein. Wichtig wäre zu wissen, ob sich auch die früher üblichen risikoerhöhenden Geschäftsabläufe und die teilweise geradezu zynischen Einstellungen einiger Akteure geändert haben und ob die erfolgten oder zumindest zu vermutenden Änderungen aus der Zeit unmittelbar nach der Krise auch dann noch beibehalten würden, wenn der politische Druck nachließe. Aber das kann man als außenstehender Beobachter nicht wissen, und vieles von dem, was man dazu – auch von direkt Beteiligten – hören und in Zeitungen und Wochenzeitschriften lesen kann, ist nicht gerade beruhigend. Vielleicht hat sich letztlich dann doch nicht so viel geändert. Doch das scheint mir nicht plausibel.

Wie eine Bank mit ihren eigenen Risiken umgeht, prägt auch die Erwartungen, die sie an andere Banken stellt, mit denen sie im Geschäftsverkehr verbunden ist. Und die Großbanken sind heute mehr denn je unter einander verbunden. Zumal wenn die beschriebenen Änderungen, wie zu vermuten ist, weitgehend gleichzeitig und gleichartig bei vielen Banken eingeführt worden sind, definieren sie die Spielregeln im internationalen Bankgeschäft und sind damit ein Teil der faktischen Kapitalmarktpolitik. Wenn meine eher wohlwollende Einschätzung zutrifft, wäre dies ein weiterer Schritt in Richtung stärkerer Nachhaltigkeit

5. Ein kurzer vergleichender Blick auf die aktuelle Krise

Ob sich all die vielen potenziell die Stabilität und die Nachhaltigkeit des Finanzsystems erhöhenden Effekte wirklich in der erhofften Weise auswirken, konnte man bisher noch nicht beobachten. Denn kaum war die eng definierte Finanzkrise vorbei, tauchte eine neue Krise auf: die europäische Staatsschuldenkrise, die von manchen Kommentatoren auch als Eurokrise bezeichnet wird; und von dieser Krise gehen neue und vielleicht noch schwerere Bedrohungen des europäischen und sogar des gesamten weltweiten Finanzsystems aus.

Den Kern der neuen Krise bildet die hohe und stark wachsende Staatsverschuldung einiger Länder der europäischen Peripherie und damit die Sorge, dass diese Länder ihre Staatsschulden nicht zurückzahlen und nicht einmal die laufenden Zinslasten tragen können. Als unmittelbare Folge davon sind die Marktwerte der Staatsanleihen der betroffenen Länder und sogar die einiger vermutlich nicht betroffener Länder drastisch gefallen bzw. die Zinsen, die diese Länder auf neue Staatsanleihen zu zahlen haben, sind in die Höhe geschossen, was die Schuldenprobleme massiv verstärkt hat. Eine mittelbare Folge ist, dass die Banken, die in großem Umfang Staatsanleihen der Krisenländer in ihren Portefeuilles halten, diese abwerten und damit Verluste realisieren müssen. Teilweise ist dies schon geschehen und teilweise steht es noch aus. Diese Verluste schmälern das Eigenkapital und die Ertragsaussichten der Banken. Wieder brechen Banken zusammen bzw. es ist mit weiteren

Bankpleiten zu rechnen; und wieder scheint es unumgänglich, dass Regierungen Banken und diesmal auch ganze Staaten finanziell retten.

Warum die Staatsschuldenkrise im Jahre 2010 „ausgebrochen“ ist, ist eine schwierige Frage, denn sie ist ja nicht plötzlich entstanden, sondern die hohe und wachsende Verschuldung einiger Euro-Länder ist nur plötzlich erkannt und wahrgenommen worden. Es hatte sie längst gegeben. Als „plötzlich“ kann man allenfalls der Anstieg der Zinsen auf die Staatsanleihen der Krisenländer und dessen Auswirkung auf die Gläubigerbanken einstufen.

Es gibt natürlich Zusammenhänge zwischen der ursprünglichen Finanzkrise und der aktuellen Staatsschuldenkrise. Ein kaum bestreitbarer Zusammenhang ist darin zu sehen, dass die Banken sich noch längst nicht von den Folgen der Finanzkrise erholt haben und deshalb die neuen Belastungen kaum tragen können. Dies gilt zumal, weil in der Folge der Finanzkrise die Eigenkapitalanforderungen und auch die Bilanzierungsvorschriften für Banken verschärft worden sind. Die Banken können das aktuelle Problem nicht „aussitzen“ und zugleich die Anforderungen nach Basel III erfüllen. Denkbar wäre auch ein Zusammenhang der Art, dass die Belastung der Staaten durch die Finanzkrise und die zur Krisenbegrenzung nötigen riesigen Ausgaben ihre Verschuldung in eine jetzt so problematisch erscheinende Höhe getrieben hätten, dass dadurch erst das Problem der Staatsverschuldung entstanden ist. Aber schaut man sich an, welche Länder besonders betroffen sind, nämlich Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien, dann sieht man sofort, dass unter diesen nur Irland massive Lasten aus der Rettung von Banken während der Finanzkrise zu tragen hatte. Die vier anderen Länder und deren Banken haben die Finanzkrise weitgehend unbeschadet überstanden. Diese Verbindung zwischen der Finanzkrise und der Entstehung der aktuellen Krise ist, wenn sie überhaupt besteht, also eher schwach ausgeprägt. Hingegen reduzieren die Belastungen gerade der großen Euroländer durch die Finanzkrise jetzt deren wirtschaftliche Fähigkeiten und deren politische Bereitschaft, die Krisenländer durch massive und extrem teure Rettungsaktionen vor Staatsinsolvenzen zu bewahren.

Es würde einen weiteren Aufsatz erfordern, die Staatsschuldenkrise so ausführlich zu behandeln, wie ich es hier mit der Finanzkrise getan habe. Es wäre wohl auch viel schwerer, weil weder die Diagnose noch die möglichen Therapien offensichtlich sind. Man kann zwar sagen, dass die in den letzten Jahren erfolgten Zuwächse der Staatsschulden in den Krisenländern auf Dauer völlig untragbar wären. Sicher gilt auch dasselbe für die stark divergierenden Entwicklungen der Lohnkosten in den verschiedenen Euroländern und damit auch für die Wettbewerbsfähigkeit und damit die Leistungsbilanzsalden. All das ist zweifellos nicht nachhaltig. Aber ob allein das Niveau der Staatsschulden auf Dauer nicht tragbar wäre, wenn es einigermaßen konstant wäre, kann durchaus bezweifelt werden. Freilich, die hohe Staatsverschuldung verletzt die so genannten Maastricht-Kriterien. Aber ist eine Staatsverschuldung von etwa 200 Prozent des BSP in Japan „unsustainable“, wo doch die meisten japanischen Staatsschulden Forderungen, also Vermögen, von Inländern darstellen? Und warum soll entsprechend eine sehr hohe italienische Staatsverschuldung auch gegenüber dem Ausland ein so gravierendes Problem darstellen, angesichts der Tatsache, dass der italienische Privatsektor weitaus größere Auslandsvermögen hat? Könnte diese Situation – wie gesagt: abgesehen von ihrer Veränderung – nicht durchaus nachhaltig sein? Und wie ist die verblüffende wirtschaftliche Erholung Irlands in diesem Zusammenhang zu bewerten? Erschien die Lage Irlands nicht noch vor wenigen Monaten als absolut nicht nachhaltig?

Das Konzept der Nachhaltigkeit ist, wie man sieht, schon bei der Diagnose der aktuellen Krise wenig hilfreich. Das ist nicht anders, als ich es im Fall der Finanzkrise sehe. Aber wie ist es mit der Therapie und der Art und Weise, wie die Politiker in Europa mit dem Problem der hoch verschuldeten

Euroländer bisher umgegangen sind und vermutlich noch so lange wie möglich weiter umgehen werden? Auch für die Gestaltung konkreter Maßnahmen war und ist das Konzept der Nachhaltigkeit wenig hilfreich. In der Zeit nach der Finanzkrise konnte die Forderung nach Nachhaltigkeit aber eine andere Funktion erfüllen: Es konnte die konkrete Politik inspirieren und motivieren und damit zumindest indirekt auch etwa anleiten und ihr Orientierung geben. Ganz anders ist es diesmal. Von Nachhaltigkeit ist allenfalls dann die Rede, wenn Politiker die Verfehlungen anderer Regierungen und Staaten anklagen. Hingegen wird für die Orientierung der Politik mit einem Blick nach vorn die Nachhaltigkeit nicht in Anspruch genommen. Immer nur zu sagen, was keinesfalls geht, die Probleme immer nur zu verschleiern und zu bagatellisieren, die entstehenden Lasten mal von den Regierungen auf die Banken und dann wieder zurück auf die Regierungen verschieben zu wollen¹⁰ und zu hoffen, dass sie sich von selbst lösen, wie wir es in den letzten Monaten permanent erlebt haben, ist selbst als Politik nicht nachhaltig und hilft auch nicht, konkrete Schritte anzuregen, die die Nachhaltigkeit des europäischen Finanzsystems und sogar die des gesamten europäischen Integrationsprojekts fördern würden.

6. Fazit

Aus den Parallelen und aus dem Gegensatz zwischen der Finanzkrise von 2007 bis 2009 und der aktuellen Staatsschuldenkrise leite ich meine – naturgemäß höchst persönliche – Antwort auf die Frage nach der Fruchtbarkeit des Konzepts der Nachhaltigkeit ab. Ich möchte sie in drei Thesen zusammenfassen:

1. Für genaue Analysen, wie und warum die Krisen entstanden sind, und für die Ausrichtung konkreter Maßnahmen, wie sie zu überwinden sind, ist das Konzept der Nachhaltigkeit überhaupt nicht hilfreich, und insofern scheint es überflüssig zu sein.
2. Aber das bedeutet nicht, dass es völlig wertlos wäre, denn in der allgemeinen Politik und damit auch in der Finanzmarktpolitik sind Orientierung und Motivation mitunter wichtig. In der Aufarbeitung der Finanzkrise hat der Ruf nach einer stärkeren Nachhaltigkeitsorientierung in der Finanzmarktpolitik diese orientierende und motivierende Funktion erfüllt und damit hat das Konzept der Nachhaltigkeit eine große Bedeutung erlangt.
3. In der aktuellen Krise spielt es diese Rolle nicht, und wenn wir die aktuelle Krise zumindest politisch und vielleicht auch wirtschaftlich noch bedrohlicher finden als die Finanzkrise, dann zeigt dies zumindest indirekt, wie wichtig die Forderung nach Nachhaltigkeit ist: Es ist sicher auch ihr Fehlen, was die aktuelle Krise so bedrohlich erscheinen lässt.

¹⁰ Diesen Aspekt der unbefriedigenden aktuellen Politik zur Krisenbewältigung hat kürzlich Jan Krahn (2011) nachdrücklich kritisiert.

Literatur

- Brunnermeier, M. (2009): Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008, *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 23, S. 77-100
- Crawford, C. (2011): The Repeal of the Glass- Steagall Act and the Current Financial Crisis, *Journal of Business & Economics Research*, Bd. 2, S. 127-134
- Demyanyk, Y., und O. Van Hemert (2011): Understanding the Subprime Mortgage Crisis, *Review of Financial Studies*, Bd. 24, S. 1848-1880
- European Shadow Financial Regulatory Committee (2011): The Financial Crisis in Europe, in R.E. Litan (Hg.): *A World in Crisis: Reports from Six Shadow Committees from Around the World*, Philadelphia: Wharton Center for the Study of Financial Institutions (e-book), S. 155-212
- Franke, G., und J. P. Krahen (2009): The future of securitization, in: *Prudent Lending Restored: Securitization after the Mortgage Meltdown*, hrsg. von Y. Fuchita, R.J. Herring und R.E. Litan, Washington: Brookings Institution Press, S. 105-162
- Krahen, J. (2011): Das systemische Risiko ist letztlich die Ursache für die ganze Misere, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, No. 23 (1.12.2011), S. 1248f
- Levine, R. (2010): An Autopsy of the US financial system: Accident, suicide, or negligent homicide”, *Journal of Financial Economic Policy*, Bd. 2, S. 196-213
- Obstfeld, M., und K. Rogoff (2007): The Unsustainable US Current Account Position Revisited”, NBER Working Paper No. 10869
- Schneider, D. *Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie*, München-Wien 1981
- Wallison, P.J. (2011): Dissenting Statement, in National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States: *The Financial Crisis Inquiry Report*, Washington: U.S. Government Printing Office, S. 441-533