



Institut für Makroökonomie  
und Konjunkturforschung

# Report

Nr. 36 | März 2009

## Gesamtwirtschaftliche Stabilität durch bessere Regulierung — Vorschläge für eine Neuordnung der Finanzmärkte

Gustav Horn, Heike Joebges, Lothar Kamp, Alexandra Krieger,  
Sebastian Sick, Silke Tober

Die Krise auf den Finanzmärkten ergreift immer mehr Banken und andere Finanzmarktinstitutionen. Horrende Verluste sind die Folge. Bisher sind bei weitem noch nicht alle riskanten Anlagen in den Bilanzen hinreichend abgeschrieben. So schätzt der Internationale Währungsfonds (IMF) den verbleibenden Abschreibungsbedarf allein bei Finanzprodukten, die auf US-amerikanischen Krediten beruhen, auf 2,2 Billionen US-Dollar (IMF 2009). Die deswegen notwendig werdenden Eigenkapitalerhöhungen bei Banken in Europa und in den USA werden nach Einschätzung des IMF weitere staatliche Hilfen erfordern. Auch Deutschland ist davon betroffen. Ein Ende der Krise ist noch nicht Sicht.

Hinzu kommt, dass die Finanzmärkte zunehmend von der sich rasant ausbreitenden Weltwirtschaftskrise betroffen sind. Die Bonität auch guter Schuldner verschlechtert sich. Damit geraten die Banken erneut unter Druck, was umgekehrt ihre Bereitschaft merklich vermindert, Risiken einzugehen und Investitionen zu finanzieren. Dies wird die Konjunktur weiter belasten und die Abwärtsspirale beschleunigen. Zudem steigt die Gefahr, dass einzelne Länder nicht in der Lage sind, für die Risiken ihrer Banken einzuspringen.

Die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise lässt sich nur durch ein entschlossenes Eingreifen der Staaten in globalem Maßstab bekämpfen. Aus diesem Grund sind die zahlreichen Konjunkturpakete unerlässlich. Ihr bisheriges Volumen dürfte aber noch nicht ausreichen, die Konjunktur zu stabilisieren. Zudem bleibt die internationale Koordinierung noch weit hinter dem Notwendigen zurück. Zu unterscheiden ist zwischen kurzfristig auf akute Stabilisierung gerichteten Notfall-Maßnahmen und einer längerfristigen Neuordnung der Finanzmärkte durch Re-Regulierung, die das Entstehen derartiger Krisen in Zukunft verhindern soll.

Dabei sollte die Wirtschaftspolitik klaren Prinzipien folgen. Kurzfristig müssen die Staaten bereit sein, für Banken als Gläubiger einzuspringen („lender of last resort“) und das zur Stabilisierung des Bankensystems

benötigte Kapital bereitzustellen. Allerdings sollte dies an zwei Voraussetzungen gekoppelt sein. Erstens sollten die eigenen Möglichkeiten der Banken, für eine angemessene Eigenkapitalausstattung durch private Gläubiger oder Investoren zu sorgen, erschöpft sein. Zweitens sollte der Staat seine Leistungen niemals ohne ausreichende Gegenleistung, z.B. in Form von Eigentumsrechten und Gebühren, gewähren. Nur so kann eine Stabilisierung des Finanzsystems bei möglichst geringer Belastung der öffentlichen Hand erreicht werden.

Die langfristige Neuordnung muss Regulierung so ausrichten, dass Rendite und Wachstum im Finanzsektor längerfristig nicht über denen der realwirtschaftlichen Sektoren liegen. Eine spekulative Blasenbildung würde dann unterbunden.

## Auf einen Blick

### Kurzfristige Maßnahmen

Die bisher beschlossenen Maßnahmen zur Rettung der Banken gehen grundsätzlich in die richtige Richtung. Es besteht jedoch Nachbesserungsbedarf:

- Die Entscheidung über eine staatliche Rekapitalisierung sollte nicht den Banken überlassen werden, sondern erfolgen, sobald eine Bank nicht in der Lage ist, eine vorher festgelegte Eigenkapitalausstattung zu gewährleisten.
- Für den staatlichen Erwerb risikobehafteter Finanzprodukte sind für einzelne Institute Bad Banks einzurichten.
- Jeder Gewährung staatlicher Hilfe muss eine angemessene Gegenleistung der Bank gegenüberstehen. Für Rekapitalisierungen und den Aufkauf von risikobehafteten Finanzprodukten muss der Staat mit Eigentumstiteln der Bank kompensiert werden, die ihm auch ein Mitspracherecht in der Geschäftspolitik einräumen.
- Eine vollständige Verstaatlichung aller Banken sollte nicht erfolgen, da das die Banken unnötig aus der Pflicht nehmen und dem Staat unabsehbare Risiken aufbürden würde.

### Langfristige Maßnahmen zur Re-Regulierung

Auch die von wichtigen EU-Staaten für den G20-Gipfel geforderten Regulierungsmaßnahmen gehen in die richtige Richtung. Folgende Ergänzungen sind jedoch erforderlich:

- Einführung einer Finanztransaktionssteuer, um spekulative Übertreibungen zu reduzieren.
- Verhinderung der prozyklischen Wirkungen der Bilanzierungs- und Eigenkapitalvorschriften. Stattdessen sollten antizyklisch wirkende Vorschriften eingeführt werden.
- Mindesteigenkapitalquoten für alle Finanzinstitutionen.
- Stärkere Verbörslichung der Finanzprodukte.
- Höhere Anreize für Langfristorientierung von Unternehmen vor allem durch Stärkung der Mitbestimmungsrechte und Anpassungen im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

Im Ergebnis zeigt sich, dass auf kurze Sicht der Staat die weitgehende Verantwortung für das Finanzsystem übernehmen muss. Auf längere Sicht sollte sich der Staat wieder aus dem Bankensektor zurückziehen; dabei sollte der Ausstieg so gewählt werden, dass ein möglichst hoher Anteil der Kosten, die durch die Stabilisierung des Finanzsystems entstanden sind, abgedeckt werden kann. Flankierend sind steuerliche Regelungen wie die Einführung einer Finanztransaktionssteuer erforderlich.

Alles in allem steht die Wirtschaftspolitik mit der Stabilisierung der Finanzmärkte vor gewaltigen Herausforderungen. Das Finanzsystem muss stabiler, Übersteigerungen durch „laissez faire“ müssen verhindert werden. Dies gilt umso mehr, als in den vergangenen Jahren ein zunehmender Anteil der betrieblichen Alterssicherung und ein Teil der Riester-Renten über den Kapitalmarkt abgedeckt worden sind. Finanzmarktkrisen gefährden somit nicht nur Arbeitsplätze sondern auch die kapitalgedeckte Altersversorgung. Um den Herausforderungen gerecht zu werden, muss die bisher in der ökonomischen Debatte dominierende Sichtweise überwunden werden: Märkte sind nicht inhärent stabil. Funktionierende Märkte setzen wirtschaftspolitische Regulierung voraus.

## 1. Korrekturbedarf beim Krisenmanagement

Die Staaten haben in den vergangenen Monaten gewaltige Anstrengungen unternommen, um die sich ausbreitende Weltwirtschaftskrise mittels Rettungsprogrammen für den Bankensektor und mittels Konjunkturprogrammen in den Griff zu bekommen. Im Folgenden soll der Fokus auf dem Plan der Bundesregierung zur Stabilisierung der Finanzmärkte und den Maßnahmen der Geldpolitik liegen. Insgesamt ging Vieles in die richtige Richtung; gleichwohl ist ein energisches Nachsteuern, auch bei der Geldpolitik, erforderlich. Aber auch bei den Rettungsmaßnahmen wird sich der Staat stärker eigentumsrechtlich engagieren müssen, sollen die Banken wirklich gerettet werden.

### 1.1 Geldpolitik: Zinssenkung zu zögerlich und zu schwach

Im Zuge einer Finanzkrise kann die Zentralbank in erster Linie dadurch stabilisierend wirken, dass sie ausreichend Liquidität zur Verfügung stellt und mit Zinssenkungen dem wechselseitigen Aufschaukeln von Finanzkrise und Konjunkturéinbruch entgegenwirkt.

Die Europäische Zentralbank hat nach Ausbruch der Finanzkrise als Reaktion auf den systemischen Vertrauensverlust den Banken zügig vermehrt längerfristige Liquidität bereitgestellt. Dennoch wirkte die EZB-Politik noch bis zum Herbst 2008 restriktiv. Ähnlich wie die Dreimonatszinsen am Interbankenmarkt zogen im ersten Jahr der Finanzkrise auch die Zinsen deutlich an, zu denen sich die Banken bei der EZB refinanzieren. Im Durchschnitt lagen diese im September 2008 um 0,7 Prozentpunkte höher als vor Beginn der Krise. Mit ihren fünf Zinsschritten seit Anfang Oktober 2008 hat die EZB dann die Geldpolitik deutlich – um 2,75 Prozentpunkte – gelockert. Die erklärte Bereitschaft, den Banken zu einem festen Zinssatz unbegrenzt Liquidität zur Verfügung zu stellen, brachte die durchschnittlichen Zuteilungssätze bei ihren Refinanzierungsgeschäften wieder in die Nähe des Leitzinses. Auch auf dem Interbankenmarkt deutet sich eine gewisse Entspannung an, zumindest ist der Dreimonatszins seit Anfang Oktober 2008 um mehr als 3 Prozentpunkte auf 1,9 % (Februar) gefallen, der Tagesgeldsatz lag im Monatsdurchschnitt sogar bei 1,3 %. Als Resultat der Zinssenkungen liegen auch die Kreditzinsen, trotz gestiegener Risikoprämien, unter dem Niveau vor Jahresfrist; die Kreditvergabe stagnierte allerdings zuletzt.

Angesichts der Schärfe und der globalen Dimension der gegenwärtigen Krise hätte die EZB den Zinssenkungszyklus deutlich früher einleiten und zum jetzigen Zeitpunkt ein niedrigeres Niveau erreichen müssen (IMK 2008, S. 25ff). Sie sollte die Zinsen daher zügig weiter senken. Wenn sich in den kommenden Monaten keine konjunkturelle Wende abzeichnet, würden die bisherigen Maßnahmen nicht ausreichen. Die EZB sollte Wertpapiere dann auch direkt kaufen, und zwar trotz der Schwierigkeiten, die bei der Auswahl von Wertpapieren auftreten, und des Risikos von Forderungsausfällen.

## 1.2 Rettungspaket unzureichend

Das am 13. Oktober 2008 beschlossene Finanzmarktstabilisierungsgesetz (FMStG) setzt mit seiner Kombination aus staatlicher Aufstockung des Eigenkapitals, Garantien für neu ausgegebene Schuldverschreibungen und der Übernahme risikobehafteter Wertpapiere an den richtigen Stellen an. Richtig ist auch, dass der Staat seine Unterstützung an Bedingungen knüpft und sich außerdem dafür entschädigen lässt.

Trotzdem ließ sich der Interbankenhandel bisher nicht wieder beleben. Den Banken drohen im Zuge der weltweiten Rezession weitere Probleme durch Wertberichtigungen aufgrund verschlechterter Ratings und steigender Kreditausfälle. Das heißt: Die bisher be-

schlossenen Maßnahmen werden nicht ausreichen. Einzelne Maßnahmen müssen nachgebessert oder erweitert werden. Das gilt vor allem für die Übernahme risikobehafteter Wertpapiere, die die Banken bisher noch nicht genutzt haben.

Der Staat sollte seine Rettungsmaßnahmen an folgenden Grundsätzen ausrichten:

- Staatliche Unterstützung muss allen in Deutschland ansässigen Instituten offenstehen, da eine Diskriminierung aufgrund der Staatszugehörigkeit gegen EU-Wettbewerbsrecht verstoßen würde.
- Der Staat sollte seine Rettungsmaßnahmen so gestalten, dass sie nur von denjenigen Instituten in Anspruch genommen werden, die sich nicht aus eigener Kraft sanieren können.
- Die Inanspruchnahme staatlicher Unterstützung sollte jedoch nicht generell freiwillig sein. Sonst besteht die Gefahr, dass Banken notwendige Eingriffe des Staates aus Angst vor Eingriffen in ihre Geschäftspolitik vermeiden und dadurch zusätzliche Kosten durch eine verspätete Rettung anfallen.
- Jede Genehmigung von Rettungshilfen muss mit Auflagen für die Institute verbunden sein. Vor allem sollte verhindert werden, dass staatliches Kapital für Ausschüttungen oder Boni verwendet wird.
- Auflagen sollten so einschneidend sein, dass kein Anreiz für zukünftige riskante Engagements im Vertrauen auf staatliche Hilfe entsteht (moral hazard).

## Rekapitalisierung durch den Staat

Die Rekapitalisierung erlaubt die direkte Stärkung der Eigenmittelbasis von Instituten und verbessert dadurch mittelbar auch die Refinanzierungsmöglichkeiten durch privates Kapital. Die in der Verordnung zur Durchführung des FMStG vorgesehene Begrenzung auf 10 Mrd. Euro pro Bank ist bereits im Rahmen der Rettung der Commerzbank überschritten worden. Neben der Commerzbank hat bisher nur die Aareal Bank eine Aufstockung des Eigenkapitals durch den Staat erhalten. Wegen des noch bestehenden erheblichen Rekapitalisierungsbedarfs im Bankensystem ist fraglich, ob angesichts des hohen Abschreibungsbedarfs die insgesamt im Rettungspaket vorgesehenen 80 Mrd. Euro ausreichen werden. Wichtig ist, dass die Rekapitalisierung – anders als im Fall der Commerzbank – nach nachvollziehbaren und transparenten Kriterien erfolgt.

Die Wahl des Instruments sollte im konkreten Fall so ausgestaltet sein, dass der Staat so weit wie möglich an der künftigen Wertsteigerung der Banken partizipiert und größtmögliche Mitspracherechte in der Unternehmensausrichtung erhält. Daher sollte sich der Staat im Wesentlichen mit Stammaktien bezahlen las-

sen. Dies stärkt zudem das Vertrauen in die Bank in größerem Umfang als nicht haftende Beteiligungsformen. Dabei ergibt sich aus Sicht des Staates allerdings der Nachteil, dass ein Kapitalverlust theoretisch möglich wäre.

Rechtsunsicherheiten, die mit der Übernahme von Anteilen bis hin zur Kontrolle in Unternehmen oder mit Enteignungen verbunden sein können, sollten soweit wie möglich vermieden werden. Stärkere Eingriffe in individuelle Rechte bergen in diesem Zusammenhang größere Rechtsrisiken. Sie sprechen aus rechtlicher Sicht für ein europäisch koordiniertes Vorgehen.

### Staatliche Garantien

Die bisher im Rettungspaket vorgesehenen Regeln für die Gewährung staatlicher Garantien für neue Schuldverschreibungen von Banken sind grundsätzlich sinnvoll. Von der staatlichen Garantie haben in Deutschland bisher die Commerzbank AG, die HSH Nordbank, die BayernLB und die Deutsche Industriebank AG (IKB) Gebrauch gemacht. Auch die Aareal Bank hat bereits eine staatliche Zusage für eine Garantie, und der Bundesverband deutscher Banken plant die Ausgabe einer staatlich garantierten Anleihe.

Neben Deutschland gewähren auch Frankreich, Großbritannien, Irland, die Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden und Spanien staatliche Garantien für neue Schuldverschreibungen in Euro.<sup>1</sup> Die Abstimmung auf europäischer Ebene hat bei dieser Maßnahme aber nur scheinbar gut geklappt: Die von den europäischen Regierungen geforderten Gebühren für die staatliche Absicherung werden – auch auf Drängen der Europäischen Kommission – für jede Bank ähnlich berechnet: Auf eine Grundgebühr (meist 50 Basispunkte)<sup>2</sup> erfolgt ein Aufschlag, der das individuelle Risiko der Bank berücksichtigen soll.<sup>3</sup>

Unterschiedliche Kosten einer Emission ergeben sich für die Banken nicht durch die Gebühr, die dafür an den Staat gezahlt werden muss, sondern dadurch, dass die staatliche Absicherung von Investoren nicht für alle Länder als gleich sicher eingeschätzt wird. Deutsche Banken sind im europäischen Vergleich klar im Vorteil: Eine Garantie des deutschen Staates ist nach Einschätzung von Ratingagenturen mehr wert als Garantien anderer europäischer Länder.

<sup>1</sup> Dänemark garantiert nur für Laufzeiten bis zu einem Jahr.

<sup>2</sup> Unterschiede bei der Basisgebühr sind meistens durch eine unterschiedliche Laufzeit der Bankanleihen motiviert, die vom Staat garantierte Schuldverschreibungen haben dürfen. In Deutschland waren staatliche Garantien zunächst auf 3 Jahre Laufzeit begrenzt; mittlerweile wurde die Laufzeit auf bis zu 5 Jahre erweitert.

<sup>3</sup> Der individuelle Risikoaufschlag wird aus den durchschnittlichen Absicherungskosten durch Credit Default Swaps (CDS) für einen fünfjährigen Kredit an diese Bank im Zeitraum vom 1.1.2007 bis zum 31. August 2008 berechnet.

Dadurch verlangen Investoren beim Kauf einer Bankanleihe mit einer Staatsgarantie Deutschlands auch eine geringere Rendite. Besonders teuer ist es dagegen für Banken, die nur auf Garantien Spaniens oder Portugals zugreifen können. Die schlechteren Länderratings der staatlichen Garantiegeber müssen durch höhere Renditeaufschläge kompensiert werden (Abbildung 1).

Lediglich französische Banken können sich noch günstiger finanzieren, da dort nicht die Banken selbst die Anleihen begeben, sondern die neu geschaffene staatliche Société de Financement de l'Economie Française (SFEF). Deren Anleihen unterliegen einer expliziten, bedingungslosen und unwiderruflichen Garantie des französischen Staates und konnten daher mit einem noch geringeren Aufschlag auf den Referenzzins (mittlerer Swapsatz) platziert werden (Abbildung 1).

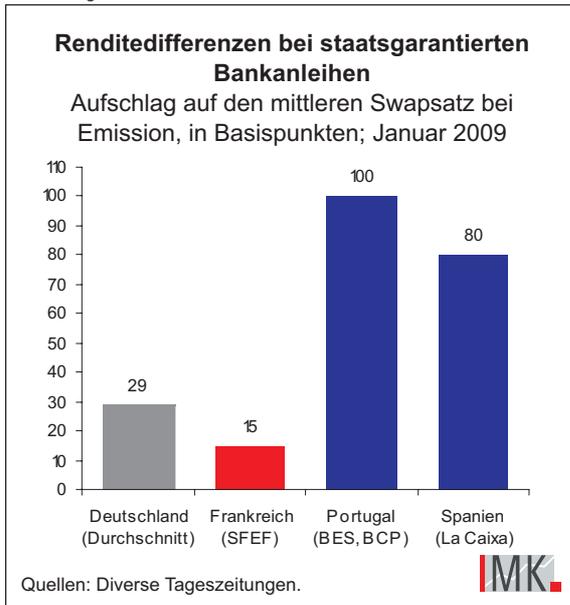
Angesichts dieser ungerechtfertigten Wettbewerbsverzerrungen durch das unterschiedliche Länderrating sollte die Berechnung der Gebühren für eine staatliche Garantie auf europäischer Ebene geändert werden: Die Gebühr an den Staat sollte auch das unterschiedliche Länderrating berücksichtigen. Banken, die eine Garantie von einem Land mit besserem Länderrating erhalten, sollten daher eine höhere Gebühr zahlen als Banken, die eine Garantie von einem Land mit einem schlechteren Länderrating erhalten. Für Banken in Deutschland und Frankreich würden damit die Gebühren einer Staatsgarantie im Vergleich zu denen in anderen Ländern tendenziell steigen.

Staatliche Hilfe für einzelne Banken kann jedoch auch national zu einem unerwünschten Wettbewerbsvorteil dieser Banken im Vergleich zu Banken ohne staatliche Hilfe führen. Seit der Verabschiedung des Rettungspaketes für Banken ist in Deutschland nur eine Emission von Bankanleihen ohne staatliche Hilfe erfolgt, sodass ein Vergleich von Emissionen mit und ohne Staatsgarantie unmöglich ist. Lediglich die staatlich rekapitalisierte Commerzbank hatte nach der Emission einer Staatsanleihe mit staatlicher Garantie auch eine ohne Garantie am Markt platziert. Deren Rendite war für den Investor um 170 Basispunkte höher, um die fehlende Garantie auszugleichen.

Sollten Banken ohne staatliche Garantie keine Schuldverschreibungen am Markt platzieren können oder nur zu prohibitiv hohen Kosten, ist zu befürchten, dass die Nachfrage nach staatlichen Garantien noch zunehmen und den dafür maximal vorgesehen Umfang von 400 Mrd. Euro übersteigen könnte.

Eine Ausweitung des Volumens staatlicher Garantien ist dennoch nicht zwangsläufig: Sollte sich der Pfandbriefmarkt weiter stabilisieren (im Februar 2009

Abbildung 1



konnten zwei Jumbo-Pfandbriefe öffentlich platziert werden), könnten Banken auf diese preiswertere Finanzierungsquelle ausweichen. Dann wären staatliche Garantien nur noch für Banken notwendig, die keine Pfandbriefe ausgeben können. Der Staat wäre weitgehend aus der Pflicht und bräuchte sich über nationale Wettbewerbsverzerrungen aus diesem Instrument keine Gedanken zu machen.

### Erwerb riskanter Finanzprodukte

Die dritte im Rettungspaket vorgesehene Maßnahme, der Erwerb risikobehafteter Finanzprodukte durch den Staat, ist bisher noch nicht umgesetzt worden. Bei sinnvoller Ausgestaltung entlastet auch diese Maßnahme das für die Kreditvergabe erforderliche Eigenkapital der Banken und schafft Spielraum für die Vergabe neuer Kredite. Dadurch dürfen Banken jedoch nicht aus der Pflicht genommen werden.

Das Kernproblem besteht in der Bewertung der Finanzprodukte:

- Eine objektive Einschätzung der Risiken ist unmöglich, ein angemessener Verkaufspreis damit nicht bestimmbar.
- Eine Marktbewertung scheitert an fehlenden Kaufinteressenten.
- Die Bank, die ihre Risiken grundsätzlich einschätzen kann, hat keine Anreize, diese zu offenbaren.

Ein zu hoher Preis würde die Eigentümer der Bank auf Kosten des Staates subventionieren; ein Preis unterhalb des bisherigen Bilanzwertes würde die Bank zu Abschreibungen zwingen und gegebenenfalls eine staatliche Rekapitalisierung erforderlich machen.

Um das Problem der Preissetzung für den Staat zu reduzieren, sollte der Erwerb risikobehafteter Finanz-

produkte im Rahmen dezentral eingerichteter, bei den jeweiligen Instituten oder Institutsgruppen angesiedelter Bad Banks erfolgen (Jobges/Krieger 2009). Da die Risiken den Instituten zurechenbar blieben, wäre eine Überwälzung auf die Gesamtwirtschaft nicht zwangsläufig. Im Rahmen der instituts(gruppen)eigenen Lösung ist sicherzustellen, dass die Zweckgesellschaften nach deutschem Recht gegründet werden, um im Falle späterer Gewinne nach erfolgreicher Sanierung eine angemessene Besteuerung dieser Erträge sicherzustellen.<sup>4</sup>

Die Folgen einer falschen Preissetzung wären für den Staat im Vergleich zu anderen Lösungen (z. B. einer zentralen Bad Bank für alle Banken) besser kompensierbar, wenn er sich für den Erwerb risikobehafteter Finanzprodukte von der Bank mit Eigentumstiteln ausstatten ließe. Zu hohe Kaufpreise würden später durch einen Wertzuwachs seiner Eigentumstitel kompensiert, zu niedrige durch einen Wertverlust. Ein weiterer Vorteil dieser Lösung wäre ihre Flexibilität: Sie ließe Raum für rein privatwirtschaftlich betriebene Bad Banks, die ohne staatliche Unterstützung operieren.

Da der Jahresabschluss die Risiken vor allem von Derivaten nicht vollständig ausweist und im Zuge der weltweiten Rezession Wertverluste weiterer Finanzprodukte zu erwarten sind, sollte der Staat die für einen Erwerb in Frage kommenden Finanzprodukte eingrenzen. Sinnvoll wäre die Übernahme von Risiken, die viel Eigenkapital der Bank binden und ihr Neugeschäft entsprechend stark einschränken. Infrage kämen daher zuvorderst strukturierte Finanzinstrumente (Verbriefungen).

### Gegenleistung für staatliche Hilfen

Unstrittig ist, dass sich der Staat für seine Unterstützung finanziell entschädigen lassen sollte. Sowohl die Mitteilungen der EU-Kommission<sup>5</sup> als auch das deutsche Finanzmarktstabilisierungsgesetz sehen vor, dass keine staatliche Hilfe ohne Gegenleistung gewährt wird. Zu entscheiden ist jedoch, wodurch (Art der Entschädigung/Instrumente), mit welchem Ziel und in welcher Höhe (Wert) sich der Staat entschädigen lassen sollte.

Als Entschädigungsinstrumente kommen „klassische“ Eigentumstitel (z. B. Aktien), aber auch eigenkapitalähnliche („mezzanine“) Finanzierungsformen (z. B.

<sup>4</sup> In der Vergangenheit haben Banken Zweckgesellschaften vor allem in Irland angesiedelt, um die gewerbesteuerliche Belastung zu reduzieren.

<sup>5</sup> Mitteilung der Kommission – Die Anwendung der Vorschriften für staatliche Beihilfen auf Maßnahmen zur Stützung von Finanzinstituten im Kontext der derzeitigen globalen Finanzkrise (2008/C 270/02) vom 25.10.2008.

stille Beteiligung, Wandelanleihen, Genussscheine) infrage. Denkbar wäre zwar grundsätzlich auch, dass sich der Staat als Gläubiger engagiert, indem er z. B. Anleihen des stützungsbedürftigen Institutes zeichnet. Praktisch scheiden diese Instrumente aber aus, da sie nicht zu den Eigenmitteln rechnen, so dass der angestrebte Kapitalentlastungseffekt nicht erreicht würde.

Welches Instrument als Entschädigung gewählt wird, hängt auch von der Art der gewährten Unterstützung ab. Für staatliche Garantien zahlen die Banken lediglich eine Gebühr. Rekapitalisiert der Staat eine Bank oder übernimmt er riskante Finanzprodukte, sollte er mit Eigentümerrechten (z. B. Aktien, Gesellschaftsanteile) entschädigt werden, mit denen Einfluss auf die Geschäftspolitik und ein Gewinnanspruch (Ausschüttungen) sowie ein Wertzuwachs der Anteile verbunden sind.

Der Staat sollte sich schon deshalb Einfluss auf die Geschäftsführung sichern, weil er in der Lage sein sollte, einen Wechsel der Unternehmensführung zu bewirken und in die Vergütung einzugreifen. Das fordert auch der EU-Ministerrat. Daher sind klassische Eigentumstitel zu empfehlen. Das impliziert jedoch, dass er nicht nur an laufenden Gewinnen partizipiert, sondern auch das Risiko eines Kapitalverlusts eingeht.

Der Staat sollte jeweils Rechte im Wert seines Unterstützungsbeitrags erhalten. Die Höhe der Entschädigung muss marktkonform sein, um einen Wettbewerbsnachteil nicht unterstützter bzw. nicht unterstützungsbedürftiger Institute zu vermeiden. Da auch in diesem Zusammenhang alle drei Instrumente (Rekapitalisierung, Garantie und Übernahme risikobehafteter Wertpapiere) mit dem Problem der Preisfindung behaftet sind, sollte sich der Staat daher zumindest mit einer Besserungsklausel vertraglich absichern.

### **Sollen Banken verstaatlicht werden?**

Im Zweifel ist je nach Intensität des staatlichen Engagements auch eine vollständige Überführung der Bank in das Eigentum des Staates in Kauf zu nehmen. Sie sollte aber nur im Einzelfall und als letztes Mittel erfolgen.

Das gilt auch für die Enteignung eines Instituts durch den Staat: Grundsätzlich kann der Staat auch mit mildereren Mitteln, z. B. im Wege einer normalen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss, Haupteigentümer werden. Dadurch würden die Anteile der übrigen Eigentümer automatisch verwässert. Eine gesetzliche Enteignung der privaten Eigentümer wäre hierzu nicht erforderlich. Allerdings bestehen Verfahrensrisiken, da eine Aktionärsminderheit die Enteignung möglicherweise anfechten könnte.

Insofern ist es sinnvoll, dass der Staat mit dem Fi-

nanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz auch die Möglichkeit einer Enteignung von Aktionären schafft.<sup>6</sup> Nicht sinnvoll ist jedoch die hier vorgesehene Begrenzung der Geltungsdauer des Gesetzes, mit der die ausschließliche Anwendung auf die Hypo Real Estate erreicht werden soll. Ein weiterer Anwendungsbereich wäre sinnvoller als eine einzelfallbezogene sukzessive Ausweitung des Gesetzes, da nicht auszuschließen ist, dass zukünftig ähnliche Problemfälle auftreten.

Eine Verstaatlichung des kompletten Bankensektors ist aus mehreren Gründen abzulehnen: Die Banken wären aus der Pflicht, was enorme Anreizprobleme (moral hazard) schaffen würde. Außerdem birgt dieser Ansatz erhebliche verfassungsrechtliche Risiken wegen des extremen Eingriffs in das grundgesetzlich geschützte Eigentum. Solange einzelne Banken in der Lage sind, ihre Probleme aus eigener Kraft zu bewältigen, sollte ihnen der Staat diese Möglichkeit auch im eigenen Interesse einräumen.

### **1.3 Zwischenfazit**

Das bisherige Rettungspaket geht grundsätzlich in die richtige Richtung, reicht aber in der bisherigen Ausgestaltung nicht aus. Statt nur einzelne Maßnahmen auszuweiten, wie z. B. die Rekapitalisierung von Banken, sollte eine sinnvolle Kombination aller drei Komponenten angestrebt werden. Dafür müsste der Kauf von Problemaktiva, der bisher noch nicht genutzt wird, durch die Einrichtung dezentraler Bad Banks ermöglicht werden. Die Rahmenbedingungen dafür sind von der Europäischen Kommission festgelegt worden, wobei ausgerechnet die Bewertung der Problemaktiva nicht geregelt wurde. Zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen aus den staatlichen Hilfsinstrumenten ist eine stärkere europäische Koordination notwendig.

## **2. Regulierungsvorschläge zur Vermeidung künftiger Krisen**

<sup>6</sup> Artikel 3 im bisherigen Regierungsentwurf.

## 2.1 Geldpolitik

Vielfach wird gefordert, dass Zentralbanken zinspolitisch gegen Übersteigerungen an den Vermögensmärkten vorgehen (Cecchetti 2005). Dabei tritt jedoch nicht nur das Problem auf, dass spekulative Blasen von strukturellen Veränderungen insbesondere in ihren Anfängen nur schwer zu unterscheiden sind (Blinder/Reis 2005, S. 68f; Posen 2005); selbst wenn spekulative Blasen zu identifizieren wären, wären zinspolitische Maßnahmen bestenfalls eine second-best-Lösung.<sup>7</sup>

Die Verhinderung spekulativer Blasen ist gesamtwirtschaftlich jedoch wichtig. Eine spekulative Blase in einem makroökonomisch relevanten Bereich hat neben ihrer Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage eine weitere, bedeutendere Dimension: das definitionsgemäß unvermeidliche Platzen der Blase hat makroökonomische Rückwirkungen und kann im Extremfall die Stabilität des Finanzsystems ins Wanken bringen.

Die entscheidende Quelle der Instabilität ist dabei, dass die Käufe von Vermögenswerten über Kredite finanziert werden und die Eigentumsrechte, die die Banken als Sicherheiten für die Kredite halten, überbewertet sind. Platzt die Blase, geraten Besitzer der entsprechenden Vermögenseinheiten in Zahlungsschwierigkeiten, und wegen des Wertverlustes der Sicherheiten die Banken ebenfalls.

Die Zinspolitik ist nicht das geeignete Mittel, um einer sich herausbildenden Vermögensmarktblase entgegen zu wirken. Denn dann müsste die Zentralbank die Zinsen deutlich über das Niveau hinaus anheben, das mit einer stabilen Entwicklung des Preisniveaus und der Produktion vereinbar ist. Ein Verzicht auf Produktionsmöglichkeiten und ein Anstieg der Arbeitslosigkeit wäre die Folge. Dies wäre in Kauf zu nehmen, sofern das Platzen der Blase mit hoher Wahrscheinlichkeit noch höhere Einbußen bei Wachstum und Beschäftigung zur Folge hätte und es keine anderen wirtschaftspolitischen Ansatzpunkte gäbe. Diese gibt es jedoch, wie im folgenden Kapitel aufgezeigt wird, im Bereich der Regulierung.

So hat die spanische Zentralbank dafür gesorgt, dass die Banken und ihre Zweckgesellschaften in Spanien verbrieft Wertpapiere ebenso mit Eigenkapital unterlegten wie herkömmliche Kredite. Folglich spielt die für die gegenwärtige Finanzkrise zentrale Aufblähung in diesem Bereich in Spanien praktische keine Rolle. Neben solchen gezielten, spezifischen Regulierungsmaßnahmen können auch allgemeine Regulie-

rungsvorschriften dem Entstehen von Spekulationsblasen und insbesondere einer daraus resultierenden Gefährdung des Bankensystems entgegenwirken.

Existieren adäquate Regulierungsvorschriften, kann sich die Geldpolitik auf ihre eigentliche Aufgabe konzentrieren und für makroökonomische Stabilität sorgen – also insbesondere Stabilität des Preisniveaus und der Produktionsentwicklung.<sup>8</sup> Sofern ihr Inflationsziel nicht gefährdet ist, sollten die Zinsen bei noch hoher Arbeitslosigkeit eher niedrig liegen, um so einen stärkeren Produktionsanstieg und die Eingliederung der Arbeitslosen bzw. der Stillen Reserve in den Produktionsprozess zu ermöglichen und somit vorübergehend ein höheres Potenzialwachstum (Horn/Tober 2007).

Die Befürchtung, dass von einer expansiven, aber stabilitätsgerechten Geldpolitik bei angemessenen Regulierungsvorschriften eine Blase an den Vermögensmärkten ausgeht, ist nicht gerechtfertigt. Zwar wäre dies im Falle einer inflationär wirkenden Geldpolitik wahrscheinlich, die eine Flucht in Sachwerte auslöst, dann müsste die Zentralbank aber zuvor gegen ihr Stabilitätsziel verstoßen haben. Die Immobilienblase in den USA und der diese Krise kennzeichnende starke Verschuldungsgrad (Leveraging) dürften primär Resultat mangelnder Regulierung und damit einhergehender Intransparenz gewesen sein. Zusätzlich zu Regulierungsmaßnahmen, die die Transparenz erhöhen, können antizyklisch wirkende Eigenkapitalvorschriften Übersteigerungen auf den Vermögensmärkten und der damit einhergehenden Fehlallokation entgegen wirken. Sobald die Zentralbank das Entstehen einer Blase befürchtet, sollte sie darauf hinweisen, um bereits so eine Marktkorrektur zu befördern.

## 2.2 Vorschläge für eine Re-Regulierung der Finanzmärkte

Die These von der Kapitalmarkteffizienz ist widerlegt. Ihr lag der Gedanke zugrunde, dass sich Märkte selbst perfekt regulieren und korrigieren (Spremann/Gantenbein 2005). Finanzkrisen könnten gar nicht entstehen. Die Wirklichkeit ist anders: Es herrschen asymmetrische Information, fundamentale Unsicherheit, Intransparenz, Fehlanreize, Herdenverhalten, Marktstörungen, Marktmanipulationen, Übertreibungen und spekulative Blasen.

Seit über einem Jahrzehnt existieren eine breite wissenschaftliche Literatur und vielfältige Warnungen staatlicher Aufsichtsbehörden über die systemischen

<sup>7</sup> Diese Auffassung wird unter anderem auch von Bernanke (2002), DeLong (2008) und Krugman (2008) vertreten.

<sup>8</sup> Dies gilt für die Europäische Zentralbank ebenso wie für die US-amerikanische Fed, auch wenn es bei der EZB eine Hierarchie der Ziele gibt.

Risiken der Finanzmärkte (Keating et al. 2001, ECB 2006/2005/2004, Chan-Lau/Lu 2006). Diese sind übergangen worden. Die jetzige Krise verlangt, dass den Warnungen und Analysen Taten folgen, die die systemischen Risiken der Finanzmärkte massiv reduzieren. Re-Regulierung muss an vielen Punkten zugleich ansetzen, wobei dem Bankensystem die wichtigste Rolle zukommt. Ziele einer Re-Regulierung sind:

- Das Finanzsystem sollte die Wirtschaft mit Kapital versorgen sowie sichere und rentierliche Anlageformen (auch für kleine Anleger) anbieten.
- Das Finanzsystem sollte eine langfristig stabile wirtschaftliche Entwicklung ermöglichen.

Im Folgenden werden für einzelne Bereiche Vorschläge zum Erreichen dieser Ziele dargelegt.

### Steuer- und Regulierungsasen

Steuroasen sowie regulierungs- und rechtsfreie bzw. -arme Offshore-Finanzzentren schädigen die nationale und die weltweite Wirtschaft. Die Offshore-Gebiete dienen zum einen der legalen und illegalen Steuervermeidung; zum anderen ermöglichen sie Finanzakteuren, extreme Renditen unter Umgehung der heimischen Regulierung zu erzielen, was zu systemischen Risiken beiträgt. Mit pragmatischen Regulierungsansätzen sollte die Exterritorialität der Fonds schrittweise ausgehöhlt und diese „onshore“ geholt werden (Voth 2007, S. 21). Letztlich ist die vollständige Austrocknung nur durch eine konzertierte Aktion der G20-Staaten zu erreichen. Es besteht gegenwärtig ein günstiges Zeitfenster hierzu. Die EU-Zinsrichtlinie ist ein Schritt in die richtige Richtung. Regulierungsasen sollten dadurch unattraktiver gemacht werden, dass für Finanztransaktionen mit dort angesiedelten Institutionen eine hohe Eigenkapitalunterlegung festgelegt wird.

### Steuerpolitische Maßnahmen

Ein Kernproblem unregulierter Finanzmärkte sind extreme Kursschwankungen. Sinnvollstes Mittel dagegen wäre eine allgemeine Finanztransaktionssteuer, die bei jedem börsenähnlichen Wertpapiergeschäft erhoben wird. Das würde vor allem kurzfristige Spekulanten treffen. Langfristig orientierte Investoren, die ihre Papiere nicht nach wenigen Tagen - oder Minuten - wieder verkaufen, würden kaum belastet.

Bereits ein geringer Steuersatz dürfte spekulative Aktivitäten eindämmen. Infolge der riesigen Bemessungsgrundlage würden zudem hohe Steuereinnahmen entstehen, die auch zur Teilfinanzierung der Folgekosten der Finanzkrise verwendet werden könnten: Nach einer Modellrechnung von Wissenschaftlern des österreichischen Wirtschaftsforschungsinstitut WIFO würde in Deutschland bereits ein Steuersatz von

0,1 % ein Steueraufkommen von über 35 Milliarden Euro generieren (Schulmeister et al. 2008). Dass viele sehr kurzfristig orientierte Händler dann auf einen Großteil ihrer Spekulationen verzichten würden, ist in der Rechnung bereits berücksichtigt. Sinnvoll ist eine solche Regelung aber nur auf europäischer Ebene, da sonst eine Verlagerung dieser Aktivitäten in Länder ohne Finanztransaktionssteuer erfolgen würde.

Seit dem Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 sind die deutschen steuerrechtlichen Vorschriften immer rascher liberalisiert worden. So schafften verschiedene Bundesregierungen die Börsenumsatzsteuer und die Gewinnbesteuerung von Gewinnen bei der Veräußerung von Unternehmensanteilen ab. Im Jahr 2004 wurde durch Erlass des Finanzministeriums die Gewerbesteuer für Hedgefonds und Private Equity-Fonds aufgehoben, wenn sie sich – wie allgemein üblich – als vermögensverwaltende Institutionen ausgestalten, obwohl sie faktisch Unternehmen sind. Für Manager dieser Fonds gilt außerdem der geringere Kapitalertragssteuersatz auf ihre hohen Gewinnanteile aus dem Fonds, obwohl es sich um Einkommen handelt, das grundsätzlich mit einem höheren Einkommenssteuersatz zu belasten wäre. Diese und viele andere Entwicklungen haben hoch riskante Finanz- und Kapitalmarktgeschäfte gefördert. Sie müssen wieder zurückgenommen werden, um das Risiko für die Unternehmen zu vermindern. Die Zinsschranke im Rahmen der Steuerreform, die die steuerliche Abzugsfähigkeit von Kreditzinsen vom Unternehmensgewinn weiter verringert, war ein richtiger Schritt. In der jetzigen Krise wird verlangt, diesen rückgängig zu machen, angeblich, um den bedrohten Unternehmen zu helfen. Das wäre falsch.

### Bilanzierung und Eigenkapitalunterlegung

Banken werden aufgrund ihrer zentralen Rolle für die Kapitalversorgung der Wirtschaft streng reguliert und überwacht. Ab etwa 1980 wurden die Vorschriften den veränderten Bedingungen an den Kapitalmärkten angepasst. Obwohl auch die Eigenkapitalvorschriften für Banken mehrfach nachgebessert worden sind (Basel I und II), gibt es noch Schwächen: Nach Basel I konnten Banken hochriskanten Zweckgesellschaften Liquiditätsgarantien geben, ohne diese mit Eigenkapital zu unterlegen. Nach Basel II, das jedoch zu Beginn der Finanzkrise noch nicht von allen Banken umgesetzt worden war, ist das nicht mehr möglich; allerdings ist die Risikovorsorge in diesem Punkt nicht ausreichend. Zudem hat Basel II mit seinem Fokus auf „mikroökonomischer“ Regulierung systematische Schwächen. Die Krediteinstufung vor allem auf der Grundlage der Bewertungen der Rating-Agenturen führte in den letz-

ten Jahren zu viel zu geringen Eigenkapitalhinterlegungen. Im Zusammenspiel mit Bilanzierungsregeln (fair-value, mark-to-market) entstehen prozyklische Wirkungen. Die Regulierungsvorschriften müssen insbesondere in folgenden Punkten verbessert werden, wobei sie nicht nur auf Banken angewendet sondern auch auf andere Finanzinstitutionen ausgeweitet werden sollten:

- Generell ist ein gewisses Mindesteigenkapital zur Absicherung gegen Risiken bei Abschwüngen und Krisen erforderlich. Die von der Aufsicht geforderte Eigenkapitalausstattung sollte dabei antizyklisch ausgestaltet werden, ähnlich wie das in Spanien verfolgte „dynamic provisioning“ (Mann/Michael 2002, Gieve 2008).
- Alle Risiken der Finanzinstitutionen sind vollständig in ihren Bilanzen zu erfassen und mit Eigenkapital zu unterlegen.
- In den Risikobewertungsmodellen der Finanzinstitutionen muss über Stresstests auch das Systemrisiko (z.B. Risikokorrelationen, Ansteckungseffekte) berücksichtigt werden.
- Die zwingende Orientierung an aktuellen Marktpreisen bei der Bilanzierung von Finanzprodukten (mark-to-market und fair-value) ist abzuschaffen.
- Der Handel auf den Derivatmärkten findet zu einem großen Teil jenseits des kontrollierten Bereichs von Banken und Börsen statt. Er ist intransparent, was angesichts der Bedeutung dieser Märkte unangemessen ist. Diese Märkte müssen einer intensiven Regulierung und Kontrolle unterworfen werden.
- Die Finanzinstitutionen müssen immer einen bedeutenden Teil der originären Kredite unverbrieft selbst behalten. Weiterhin müssen sie immer einen Teil der Tranche der verbrieften Kredite, die das höchste Risiko trägt (Equity-Tranche), selbst behalten. So bleiben die Finanzinstitutionen risikobewusst. Die Besitzer von Equity-Tranchen und ihrer Anteile sind zu publizieren. Der Selbstbehalt muss beim Originator verbleiben, eine Auslagerung dieses Risikos, z.B. mit Hilfe von Credit Default Swaps (CDS), sollte verhindert werden.
- Kreditderivate müssen zwingend über Börsen abgewickelt werden. Dies setzt in einigen Fällen die Einrichtung von (mit Deckungskapital ausgestatteten) Clearingstellen voraus. Sie schaffen auch unter schwierigen Marktbedingungen Sicherheit gegen Zahlungsausfall der Gegenpartei. Der Handel über die Börse verbessert Transparenz, Preisbildung und Liquidität. Zudem wird die Standardisierung von Derivaten unterstützt.
- Finanzinnovationen müssen einem strikten Zulas-

sungsverfahren unterworfen werden, wodurch systemische Risiken durch Einfachheit und Standardisierung vermindert werden.

## Ratingagenturen

Ratingagenturen erfüllen in den modernen Finanz- und Kapitalmärkten Ordnungsfunktionen. Ihre Bewertungen leisten bei vielen Geschäftsvorgängen den wesentlichen Beitrag zur Einschätzung von Risiken und Werten und beeinflussen damit Risikoprämien, Preise und das Verhalten von Investoren. Ihr Einfluss ist durch die Einführung von Basel II noch dadurch gestiegen, dass sie faktisch über die Eigenmittelausstattung der Banken entscheiden, und damit auch über die Absicherung von Risiken im Finanzsektor.

Die Ratingagenturen haben im Zusammenhang mit der Finanzkrise nicht nur versagt, sondern sie selbst mit hervorgerufen: durch zu gute Ratings für hohe Ausfallrisiken und sehr späte Korrektur falscher Ratings nach Eintreten der Krise (FSF 2008, S. 37).

Ratingagenturen stehen in einem Interessenkonflikt: Aus Reputationsgründen müssten sie eigentlich an einer objektiven Risikoeinschätzung interessiert sein. Weil sie aber von den Emittenten bezahlt werden, haben sie Interesse daran, die Risiken möglichst gering einzuschätzen. Zudem ist es in ihrem Interesse, die Emittenten zu mehr und komplexeren Finanzprodukten zu animieren, da die Agenturen so ihre Einnahmen steigern können.

Konkret besteht an folgenden Stellen Regulierungsbedarf:

- Die Ratingverfahren müssen deutlich verbessert werden: Staatliche Aufsicht muss sicherstellen, dass die Ratingverfahren regelmäßig validiert und auf ihre Qualität hin überprüft werden. Die Ratingverfahren sollten transparent und der Öffentlichkeit zugänglich sein, einschließlich der Definitionen der Ratingkategorien und der Kriterien für Ausfälle von Kreditgebern, sowie der Zeithorizonte der Ratings. Ratings können so auch besser die zusätzliche Funktion eines Frühwarnsystems wahrnehmen.
- Die einseitige Orientierung an externen Ratings hat sich als nicht zuverlässig erwiesen. Daher sind externe Ratings durch bankinterne Risikobewertungen zu ergänzen. Ein externes Rating von Finanzprodukten darf die verantwortlichen Akteure nicht von eigenen Risikobewertungen entlasten.
- Rating- und Beratungsgeschäft der Agenturen müssen strikt getrennt werden, am besten durch Aufspaltung in eigenständige Gesellschaften.
- Die Bezahlung der Ratingagenturen sollte in Zukunft nicht mehr durch die Emittenten von Wertpapieren geschehen, sondern durch einen

- gemeinsamen Fonds der Investoren.
- Neben einer stärkeren Regulierung der drei marktbeherrschenden US-amerikanischen Ratingagenturen sollte die Etablierung einer Ratingagentur mit Sitz in Europa und unter europäischer Aufsicht als Gegengewicht gefördert werden.

### Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

Steuerungs- und Anreizsysteme in Unternehmen, die sich einseitig an kurzfristigen, ausschließlich kapitalmarktorientierten Wirtschaftsprinzipien ausrichten, haben zur Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen. Hierzu zählen die Ausrichtung der Managergehälter an kurzfristigen Zielen, Vierteljahresberichte, Konzentration auf möglichst wenige Kerngeschäfte, der Abbau von stillen Reserven und Liquiditätspuffern des Unternehmens zum Beispiel durch Aktienrückkäufe, riskante Unternehmenskäufe und eine oft hohe Verschuldung. Diese Maßnahmen stießen auf Begeisterung an der Börse und sorgten für kurzfristige Gewinnverbesserungen und Kurssteigerungen. Selbst fahrlässig handelnde Manager müssen in der Praxis meist keine persönlichen Haftungsrisiken fürchten. Bisher sind sie in den seltensten Fällen zur Verantwortung gezogen worden (Lutter 2009). So sind sie bei angerichteten Schäden in der Regel über das Unternehmen ohne Selbstbehalt versichert.

Die Deregulierung der Finanz- und Kapitalmärkte hat es alternativen und aktivistischen Investoren ermöglicht, sich leichter an deutschen Unternehmen zu beteiligen und dabei aggressive Rendite- und Restrukturierungsvorstellungen zu verfolgen. Eine Reihe von Unternehmen wurde durch Finanzinvestoren destabilisiert. Erfolgt deren direkte Einflussnahme auf die Geschäftsführung außerhalb der offiziellen Gremienstruktur von Hauptversammlung, Aufsichtsrat und Vorstand, so ist dies auch aus Sicht der hiesigen Corporate Governance kritisch zu bewerten (Sick 2008).

Im Rahmen des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts sollte der Staat Anreize für eine nachhaltige Unternehmensführung setzen, die sowohl das Verhalten des Managements als auch der Anleger beeinflussen. Vorstand und Geschäftsführung sind nach dem Aktienrecht eigentlich seit jeher zu einer Unternehmensführung verpflichtet, die gleichberechtigt neben den Interessen der Anteilseigner die Anliegen der Arbeitnehmer und der Allgemeinheit berücksichtigt und nicht primär den Shareholder Value. Dies ist in den vergangenen Jahren in den Hintergrund getreten. Deshalb sollte der Gesetzgeber die Verpflichtung auf das pluralistische, die Arbeitnehmer und die Allgemeinheit umfassende Unternehmensinteresse als Leitlinie für eine

nachhaltige Unternehmensführung im Aktiengesetz (§ 76 AktG) ausdrücklich klarstellen und präzisieren (Spindler 2008).

Auch durch entsprechende Vergütungssysteme kann das Ziel einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung verfolgt werden, indem langfristige, auf das zu leitende Unternehmen gerichtete Verhaltensanreize für das Management (insbesondere auch in Banken) gestärkt werden. Die konkrete Festlegung der Vergütung des Vorstands liegt in der Verantwortung der Aufsichtsräte; der Staat sollte aber die Rahmenbedingungen konkretisieren:

- Sinnvoll sind in diesem Zusammenhang die Vorstellungen der Koalitionsparteien, den Grundsatz der Angemessenheit der Vergütung zu präzisieren sowie langfristige Verhaltensanreize zur nachhaltigen Unternehmensentwicklung und eine Verlängerung der Haltedauer von Aktienoptionen von zwei auf vier Jahre vorzusehen. Richtig ist außerdem die geplante Neuerung, wonach in Zukunft der gesamte Aufsichtsrat anstelle eines kleinen Ausschusses die Höhe und Ausgestaltung der Vergütung beschließen und überwachen muss.
- Zusätzlich wäre ein verbindlicher Selbstbehalt beim Abschluss von Haftpflichtversicherungen für Manager in Höhe von mindestens einem Jahresgehalt sinnvoll, um das Verantwortungsbewusstsein zu stärken.

Die Nachhaltigkeit der Unternehmensführung kann darüber hinaus durch Anreize unterstützt werden, die einem rein kurzfristig spekulativen Anlegerverhalten gegensteuern. So sollten die Stimmrechte an die Aktienheldedauer gekoppelt sein. Die aktuelle Krise hat außerdem gezeigt, wie wichtig der Schutz des Kapitals von Kapitalgesellschaften zur Vermeidung von Insolvenz ist: Nicht zuletzt mit Blick auf Geschäftspraktiken von so genannten alternativen Investments (Private Equity und Hedge Fonds) sollte verhindert werden, dass Unternehmen ihre eigene Übernahme finanzieren. Dies geschieht z. B. durch Aktienrückkaufprogramme oder durch Gewährung von Darlehen an die Erwerbengesellschaft.

- Eine Einschränkung und eine Korrektur der europarechtlichen Vorgaben zum Aktienrückkauf wären sinnvoll. Solange dies nicht der Fall ist, ist der Ansatz richtig, im Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) an dem Höchstwert von 10 % des Grundkapitals für den Erwerb eigener Aktien festzuhalten und so den europarechtlichen Rahmen zur Erleichterung von Aktienrückkaufprogrammen nicht voll auszuschöpfen.
- Alle in zeitlicher Nähe vor und nach einer Übernahme vergebenen Darlehen der Zielgesellschaft an die Erwerbengesellschaft, die der Finanzierung

des Erwerbs dienen, sind generell zu verbieten (Verbot der financial assistance). Auf diese Weise wird verhindert, dass Unternehmen ihre eigene Übernahme durch Verschuldung finanzieren.

- Um die gesamtwirtschaftlich prozyklischen Wirkungen von mit Fremdkapital finanzierten Übernahmen (leveraged buyout) zu begrenzen, muss hierfür ein Mindesteigenkapitalanteil von deutlich mehr als den in der Vergangenheit praktizierten ca. 25 % festgelegt werden.
- Um die Risikobereitschaft von Investoren zu reduzieren, sollte das deutsche Insolvenzhaftungsrecht angepasst werden: Wie in Frankreich und Großbritannien sollten Investoren, die als faktische Geschäftsführer agieren, im Falle einer verschleppten Insolvenz auch mit ihrem Privatvermögen haften (Schmidt/ Spindler 2008).
- Eine nachhaltige Ausrichtung der Unternehmensführung wird bei Unkenntnis der wahren Eigentumsverhältnisse erschwert. Wie der Fall Schaeffler/ Continental zeigte, sind weitere Verbesserungen deshalb vor allem hinsichtlich der Meldepflichten bei Finanzinstrumenten zum Erwerb von Aktien (Optionen) erforderlich.

### Stärkung der Mitbestimmung

Ein zentrales Korrektiv gegen einseitige Shareholder Value-Maximierung und für eine nachhaltige Unternehmensführung ist die Stärkung der Mitbestimmung. Denn die Arbeitnehmer haben ein besonders großes Interesse am langfristigen Erfolg des Unternehmens und damit des Erhalts der Arbeitsplätze. Zentrale Forderung in diesem Zusammenhang ist die in Österreich und den Niederlanden bereits verwirklichte Verankerung eines ausführlichen gesetzlichen Mindestkatalogs von Geschäften, die der Zustimmung durch den Aufsichtsrat vorbehalten sind. So soll die effektive Kontrolle von zentralen Managemententscheidungen gewährleistet werden. Dazu müssen Erwerb und Veräußerung von Beteiligungen ebenso wie Errichtung oder Schließung von Produktionsstätten oder bedeutende Kreditaufnahme und -gewährung gehören.

Die Destabilisierung von Unternehmen wurde zum Teil durch Investorenstrategien verursacht. Ausgerechnet ein Wechsel der Investoren und die damit verbundene strategische Weichenstellung sind bisher jedoch nicht von der Mitbestimmung erfasst, weil Unternehmenskauf und Übernahme sich auf Gesellschafterebene, und nicht auf Unternehmens- oder Betriebsebene vollziehen. Unter anderem notwendig wäre daher:

- die Verankerung weiterer gesetzlicher Beratungspflichten zwischen Unternehmen und Betriebsrat,

z. B. über die Auswahl des Erwerbers im Bieterverfahren;

- die Aufnahme von Unternehmensverkäufen in den Katalog der Betriebsänderungen (§ 111 BetrVG), so dass Betriebsräte das Recht hätten, einen Interessenausgleich und Sozialplan zu verhandeln;
- die Verpflichtung des Investors selbst, nicht nur das Unternehmen über seine mit dem Erwerb verfolgten Ziele und die Herkunft der Mittel zu unterrichten (Investorerklärung nach Risikobegrenzungsgesetz, § 27a WpHG), sondern auch die Arbeitnehmer
- und ein Recht des Betriebsrats, direkt mit dem (potenziellen) Investor Gespräche zu führen.

### 2.3 Schlussfolgerungen

Es führt kein Weg an der bitteren Erkenntnis vorbei, dass ein Großteil der im Finanzsektor bilanzierten Wertschöpfung nur eine scheinbare war. Die Akteure im Finanzsektor haben in einem solchen Ausmaß über ihre tatsächlichen Verhältnisse gelebt, dass sie mit ihrem Gebaren die Stabilität des globalen Wirtschaftssystems in einem bislang unvorstellbaren Ausmaß gefährdet haben. Intellektuell unterstützt wurden sie auch von Ökonomen und Politikern, denen die Erkenntnis fremd war, dass funktionierende Märkte zum Schutz gegen Übersteigerungen staatlicher Regulierungen bedürfen, um auf Dauer funktionieren zu können.

Ordnungspolitisch wäre die Antwort auf die Krise klar: Diejenigen, die die Schäden verursacht haben bzw. hierfür Kapital bereitgestellt haben, müssten hierfür einstehen. Dies träfe in erster Linie die Eigentümer und das Management, aber auch die Fremdkapitalgeber. In der Praxis werden sie derzeit aber nur begrenzt zur Verantwortung gezogen.

Die Krise gefährdet alle Bereiche der Wirtschaft. Damit sind auch öffentliche Güter wie die Stabilität des Finanzsystems in Gefahr. Dies und die Gefahr einer sehr tiefen Weltwirtschaftskrise rechtfertigen den Eingriff des Staates mittels immenser Rettungsprogramme. Aber der Staat sollte nicht auf einen Schlag sämtliche Risiken übernehmen, sondern diese im Grundsatz bei den Verursachern der Krise belassen. Erst, wenn sie hierzu nicht mehr in der Lage sind, sollte staatliche Hilfe einsetzen, aber immer mit der Gegenleistung einer Eigenkapitalbeteiligung verbunden sein. Am Ende kann auch dies in eine komplette Verstaatlichung münden, aber eben erst, nachdem alle privaten Ressourcen genutzt wurden.

Längerfristig sollte der Staat den Bankensektor wieder reprivatisieren – hoffentlich mit Gewinn, um die enormen Schulden aus den Rettungsbemühungen zu-

mindest teilweise kompensieren zu können. Zuvor aber müssen am besten auf globaler Ebene Regeln in Kraft sein, die die Übersteigerungen zumindest erschweren. Diese bestanden darin, dass sich die Renditevorstellungen auf den Finanzmärkten weit über jenen der Realwirtschaft einpendelten. Der Finanzsektor muss sich im wahrsten Sinne des Wortes wieder als Dienstleister verstehen und darf sich nicht länger als Herrschaftsinstrument missverstehen. Einen entscheidenden Beitrag bei einer solchen Wende zur Nachhaltigkeit leistet eine Stärkung der Mitbestimmung der Beschäftigten. Deren Interesse an der langfristigen Existenzsicherung eines Unternehmens ist ein solides Gegengewicht zu den Interessen der Finanzmarktakteure. In diesem Sinne muss die Mitbestimmung gestärkt werden. Dies wäre ein wesentlicher Beitrag zur Krisenbekämpfung mittels verbesserter Institutionen.

## Literatur

**Bernanke, B. (2002):** Asset-Price "Bubbles" and Monetary Policy. Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, October 15.

**Blinder, A./Reis, R. (2005):** Understanding the Greenspan Standard. Präsentiert auf dem Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas „The Greenspan Era: Lessons for the future“, Jackson Hole, Wyoming, August.

**Cecchetti, S. (2005):** How should Monetary Policy respond to Asset Price Bubbles? Börsen-Zeitung, 1. Februar.

**Chan-Lau, J. A./Lu, Y. (2006):** Idiosyncratic and Systemic Risk in the European Corporate Sector: A CDO Perspective, IMF Working Paper 06/106, April.

**DeLong, B. (2008):** Ben Bernanke: Asset-price "bubbles" and monetary policy. Brad DeLong's Egregious Moderation, 10. November, ([http://delong.typepad.com/egregious\\_moderation/2008/11/ben-bernanke-as.html](http://delong.typepad.com/egregious_moderation/2008/11/ben-bernanke-as.html)).

**European Central Bank (ECB 2006):** Financial Stability Review, Frankfurt, June.

**European Central Bank (ECB 2005):** Financial Stability Review, Frankfurt, June.

**European Central Bank (ECB 2004):** Financial Stability Review, Frankfurt, June.

**Financial Stability Forum (FSF 2008):** Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, April.

**Gieve, Sir J. (2008):** Rebuilding confidence in the financial system, Bank of England speech, October, ([www.bankofengland.co.uk/publications/speeches](http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches)).

**Horn, G./Tober, S. (2007):** Wie stark kann die deutsche Wirtschaft wachsen? Zu den Irrungen und Wirkungen der Potenzialberechnung, IMK Report 17.

**International Monetary Fonds (IMF 2009):** Global Financial Stability Report, January Update, (<http://www.imf.org/External/Pubs/FT/fmu/eng/2009/01/index.htm>).

**IMK (2008):** Am Rande des Abgrunds. Prognose der wirtschaftlichen Lage 2009, IMK Report 35.

**Joebges, H./Krieger, A. (2009):** Bad Bank, Ausgleichsforderungen und Kreditversicherungen: Wie kann der Staat Banken effizient stabilisieren?, IMK Policy Brief, Februar.

**Keating, C./Shin, H. S./Goodhart, Ch./Danielsson,**

**J. (2001):** An Academic Response to Basel II. FMG Special Papers: SP 130, London, May.

**Krugman, P. (2008):** The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008, New York, London.

**Lutter, M. (2009):** Bankenkrise und Organhaftung, in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, H. 5, 30. Jg., S. 195-201.

**Mann, F./Michael, I. (2002):** Dynamic provisioning. Issues and application, in: Financial Stability Review, December, pp. 128 ff.

**Posen, A. (2005):** The Bartender's Guide to Central Banking and Bubbles; Boersenzeitung, Schwerpunktthemen und Serien, Gastbeitrag, 16.3.

**Schmidt, R./Spindler, G. (2008):** Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, Eine Betrachtung der Risiken, der Notwendigkeiten und Möglichkeiten einer Regulierung von Private Equity und aktivistischen Hedgefonds aus ökonomischer und gesellschafts-, kapitalmarkt- und arbeitsrechtlicher Sicht, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Nomos Verlag Baden-Baden.

**Schulmeister, S./Schratzstaller, M./Picek, O. (2008):** A General Financial Transaction Tax: Financing Development and Enhancing Financial Stability, WIFO-Studie, März.

**Sick, S. (2008):** Corporate Governance in Deutschland und Großbritannien – Ein Kodex- und Systemvergleich, Nomos Verlag Baden-Baden.

**Spindler, G. (2008):** Unternehmensinteresse als Leitlinie des Vorstandshandelns, Gutachten im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung, Oktober, ([http://www.boeckler.de/pdf/mbf\\_gutachten\\_spindler\\_2008.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/mbf_gutachten_spindler_2008.pdf)).

**Spremann, K./Gantenbein, P. (2005):** Kapitalmärkte, UTB 2517, Stuttgart.

**Voth, H.-J. (2007):** Transparenz und Fairness auf einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt, edition Hans-Böckler-Stiftung 203.

IMK-Report in Zusammenarbeit mit der Abteilung  
Mitbestimmungsförderung (Kamp, Krieger, Sick)

**Abgeschlossen am 12.03.2009**

---

Herausgeber: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266, [IMK@boeckler.de](mailto:IMK@boeckler.de), <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Prof. Dr. Gustav A. Horn  
**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Druck:** Setzkasten GmbH, Kreuzbergstraße 56, 40489 Düsseldorf  
ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.