

TECHNISCHE UNIVERSITÄT MÜNCHEN

Peter Löscher-Stiftungslehrstuhl für Wirtschaftsethik

**Die globale Finanzkrise als Kumulation von  
Dilemmastrukturen  
- Plädoyer für eine Ethik mit ökonomischer Methode -**

Philipp Alexander Münch

Vollständiger Abdruck der von der Fakultät TUM School of Education der Technischen  
Universität München zur Erlangung des akademischen Grades eines

Doktors der Philosophie

genehmigten Dissertation.

Vorsitzender: Prof. Dr. Werner Bühner

Prüfer der Dissertation: 1. Univ.-Prof. Dr. Christoph Lütge  
2. Univ.-Prof. Dr. Dr. Karl Homann (em.)

Die Dissertation wurde am 18.04.2012 bei der Technischen Universität München einge-  
reicht und durch die Fakultät TUM School of Education am 27.06.2012 angenommen.

**Inhaltsverzeichnis:**

<b>I. Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>II. Dilemmastrukturen als Wurzel globaler Probleme.....</b>	<b>7</b>
<b>1. Die Charakterisierung der Ökonomik .....</b>	<b>7</b>
<b>2. Die Systematik von Dilemmastrukturen .....</b>	<b>8</b>
2.1. Die Logik des Gefangenendilemmas .....	8
2.2. Die Bedeutung und Anatomie von Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma .....	12
2.3. Die Relevanz der Verzahnung von Dilemmastrukturen am Beispiel der aktuellen Finanz- und Staatsschuldenkrise .....	25
2.4. Das Gefangenendilemma im Zentrum ethischer Argumentation.....	49
2.4.1. Individualethik versus Institutionenethik .....	49
2.4.2. Der ordnungsethische Ansatz von Karl Homann et al. ....	54
2.4.2.1. Merkmale ausdifferenzierter Gesellschaften der Moderne.....	54
2.4.2.2. Das klassische Konzept der Marktwirtschaft als Grundlage .....	56
2.4.2.3. Die Rahmenordnung als systematischer Ort der Moral.....	59
<b>3. Die primären Dilemmastrukturen in der Finanz- und Staatsschulden- krise der Gegenwart.....</b>	<b>63</b>
3.1. Das soziale Dilemma der Allmende.....	64
3.1.1. Abgrenzung und Kategorisierung öffentlicher Güter .....	64
3.1.2. Private Güter .....	65
3.1.3. Öffentliche Güter .....	65
3.1.4. Öffentliche Güter und externe Effekte .....	68
3.1.5. Die Charakterisierung der Allmende als Gefangenendilemma .....	73

<b>Dilemmastruktur Nr. 1:</b>	
<i>Marktversagen durch das Allmendeproblem.....</i> 75	
3.1.6.	Die Finanzsystemstabilität als ein öffentliches Gut.....76
3.2.	Die Praxis der Finanzmarktregulierung .....78
3.2.1.	Defizite der nationalen und internationalen Regulierung .....78
3.2.2.	Die Unzulänglichkeit der Finanzmarktaufsicht .....86
3.2.3.	Fortbestand von Dilemmastrukturen .....91
<b>Dilemmastruktur Nr. 2:</b>	
<i>Der Deregulierungswettbewerb zwischen den Nationen.....</i> 96	
3.3.	Globale makroökonomische Ungleichgewichte als zentraler Verursachungs- faktor der Krise.....102
3.3.1.	Ausgangslage.....102
3.3.2.	Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit und die Überversorgung mit Liquidität .....104
3.3.3.	Asymmetrien europäischer Handels- und Kapitalströme .....106
<b>Dilemmastruktur Nr. 3:</b>	
<i>Die Weltwirtschaftspolitik im Dilemma aufgrund fehlender Handlungskoordination.....</i> 108	
3.4.	Die ausufernde Verschuldung .....113
<b>Dilemmastruktur Nr. 4:</b>	
<i>Nationale und internationale Politikblockaden .....122</i>	
3.5.	Das der globalen Finanzkrise vorgelagerte Marktversagen .....126
3.5.1.	Die Genese von Vermögenspreisblasen .....126
3.5.2.	Der Weg zur Subprime-Krise auf dem US-Immobilienmarkt.....131
3.5.3.	Der amerikanische Häusermarkt als Beispiel eines Boom-Bust- Phänomens.....135
3.5.4.	Der Kollaps des Interbankenmarkts.....139

	<table border="1"><tr><td><b><i>Dilemmastruktur Nr. 5:</i></b></td><td></td></tr><tr><td><i>Das Marktversagen.....</i></td><td>141</td></tr></table>	<b><i>Dilemmastruktur Nr. 5:</i></b>		<i>Das Marktversagen.....</i>	141
<b><i>Dilemmastruktur Nr. 5:</i></b>					
<i>Das Marktversagen.....</i>	141				
3.6.	Die mit Dilemmastrukturen behaftete wechselseitige Beziehung zwischen Geldpolitik und Finanzsystemstabilität ..... 148				
3.6.1.	Die geldpolitische Kontroverse bei der Ursachenanalyse zur Finanzkrise..... 148				
3.6.2.	Die Nachzeichnung der Subprime-Krise als Auslöser der Welt- finanzkrise nach Hayek..... 150				
3.6.3.	Die Zentralbanken im Zielkonflikt ..... 151				
3.7.	Die Europäische Währungsunion im Gefangenendilemma ..... 157				
	<table border="1"><tr><td><b><i>Dilemmastruktur Nr. 6:</i></b></td><td></td></tr><tr><td><i>Der Stabilitäts- und Wachstumspakt.....</i></td><td>172</td></tr></table>	<b><i>Dilemmastruktur Nr. 6:</i></b>		<i>Der Stabilitäts- und Wachstumspakt.....</i>	172
<b><i>Dilemmastruktur Nr. 6:</i></b>					
<i>Der Stabilitäts- und Wachstumspakt.....</i>	172				
3.8.	Die Banken mit Geschäftsmodellen der destabilisierenden Uniformität ..... 175				
3.8.1.	Die Erschließung neuer riskanter Geschäftsfelder der Banken ..... 175				
	<table border="1"><tr><td><b><i>Dilemmastruktur Nr. 7:</i></b></td><td></td></tr><tr><td><i>Aggressiv expansive Geschäftspolitik der Banken.....</i></td><td>180</td></tr></table>	<b><i>Dilemmastruktur Nr. 7:</i></b>		<i>Aggressiv expansive Geschäftspolitik der Banken.....</i>	180
<b><i>Dilemmastruktur Nr. 7:</i></b>					
<i>Aggressiv expansive Geschäftspolitik der Banken.....</i>	180				
3.8.2.	Die Prävalenz von Risiken des Moral Hazard ..... 184				
	<table border="1"><tr><td><b><i>Dilemmastruktur Nr. 8:</i></b></td><td></td></tr><tr><td><i>Einzelbeispiele von Moral Hazard-Risiken im Bankensektor.....</i></td><td>185</td></tr></table>	<b><i>Dilemmastruktur Nr. 8:</i></b>		<i>Einzelbeispiele von Moral Hazard-Risiken im Bankensektor.....</i>	185
<b><i>Dilemmastruktur Nr. 8:</i></b>					
<i>Einzelbeispiele von Moral Hazard-Risiken im Bankensektor.....</i>	185				
3.9.	Intransparente Finanzinstrumente als Krisenbeschleuniger ..... 192				
3.9.1.	Die Verbriefung von Krediten und Kreditrisiken ..... 192				
3.9.2.	Die spezielle Arithmetik der Verbriefung ..... 195				
3.9.3.	Die Anreizproblematik von Verbriefungen ..... 199				
3.9.4.	Das Boom-Bust-Phänomen auf dem Verbriefungsmarkt ..... 201				
3.10.	Die Bankenkrise als Paradebeispiel unhaltbarer Entlohnungssysteme ..... 203				
3.10.1.	Die Prinzipal-Agenten-Theorie als Grundlage im Spannungs- verhältnis von Managern und Eigentümern..... 203				

3.10.2. Die auf Kurzfristigkeit ausgerichtete Herangehensweise auf den Finanzmärkten .....	205				
<table border="1"><tr><td><i><b>Dilemmastruktur Nr. 9:</b></i></td><td></td></tr><tr><td><i>Die starke Orientierung an kurzfristigen Erfolgsgrößen .....</i></td><td><i>206</i></td></tr></table>		<i><b>Dilemmastruktur Nr. 9:</b></i>		<i>Die starke Orientierung an kurzfristigen Erfolgsgrößen .....</i>	<i>206</i>
<i><b>Dilemmastruktur Nr. 9:</b></i>					
<i>Die starke Orientierung an kurzfristigen Erfolgsgrößen .....</i>	<i>206</i>				
3.10.3. Variable Vergütungsmodelle als spezielle Treiber der Finanzkrise .....	210				
<table border="1"><tr><td><i><b>Dilemmastruktur Nr. 10:</b></i></td><td></td></tr><tr><td><i>Die Logik im Wettstreit um gute Talente .....</i></td><td><i>212</i></td></tr></table>		<i><b>Dilemmastruktur Nr. 10:</b></i>		<i>Die Logik im Wettstreit um gute Talente .....</i>	<i>212</i>
<i><b>Dilemmastruktur Nr. 10:</b></i>					
<i>Die Logik im Wettstreit um gute Talente .....</i>	<i>212</i>				
3.10.4. Reaktionen des Gesetzgebers .....	215				
3.11. Die Rolle der Ratingagenturen beim Entstehen der Finanzmarktkrise .....	218				
3.11.1. Ratingagenturen als Vermittler zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage.....	218				
3.11.2. Die Existenz eklatanter Interessenkonflikte .....	221				
<table border="1"><tr><td><i><b>Dilemmastruktur Nr. 11:</b></i></td><td></td></tr><tr><td><i>Die Überstrapazierung der Finanzmärkte durch fehlerhafte Ratings .....</i></td><td><i>224</i></td></tr></table>		<i><b>Dilemmastruktur Nr. 11:</b></i>		<i>Die Überstrapazierung der Finanzmärkte durch fehlerhafte Ratings .....</i>	<i>224</i>
<i><b>Dilemmastruktur Nr. 11:</b></i>					
<i>Die Überstrapazierung der Finanzmärkte durch fehlerhafte Ratings .....</i>	<i>224</i>				
3.11.3. Ansätze der Behebung von Regulierungsdefiziten.....	226				
 <b>III. Der sich beschleunigende Globalisierungsprozess und das Erfordernis einer neuen Schubkraft für die Global Marshallplan Initiative.....</b>	<b>228</b>				
 <b>IV. Zusammenfassung und Ausblick.....</b>	<b>235</b>				
 <b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>243</b>				
<b>Abbildungsverzeichnis.....</b>	<b>280</b>				
<b>Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>281</b>				
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>282</b>				

## **I. Einleitung**

Die Welt befindet sich seit nunmehr rund vier Jahren in einem beständigen Krisenmodus. Was als sogenannte Subprime-Krise auf dem US-Immobilienmarkt mit dem Zusammenbruch des dortigen Immobiliensektors begann und sich über den Kollaps des Marktes für verbriefte Immobilienkredite fortsetzte, hat sich über eine Banken- und Wirtschaftskrise zu einer ernsten Staatsschuldenkrise weiterentwickelt, deren destruktive Auswirkungen in allen Ausprägungen zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht abschließend beurteilt werden können. In der ersten Phase der Krise waren Staatsregierungen noch gezwungen, Finanzinstitute aufgrund ihrer außerordentlich hohen Verluste auf Kosten der Steuerzahler vor ihrem Untergang zu bewahren. Hierunter befanden sich selbst große Konglomerate, deren Zahlungsunfähigkeit sich zuvor noch fern jedweder Vorstellungskraft befunden hatte. Die Regierungen sahen sich in einer zweiten Phase anschließend veranlasst, dem durch die Finanzkrise verursachten Einbruch der Realwirtschaft mit ausgabenintensiven Konjunkturprogrammen zu begegnen, wobei hohe Haushaltsdefizite und Kreditfinanzierungen in Kauf genommen wurden. In einer dritten Phase musste zur Kenntnis genommen werden, dass die langjährige Finanzierung struktureller Budgetdefizite der Euro-Staaten in ein steigendes und berechtigtes Misstrauen der Finanzmärkte gegenüber der finanziellen Solidität von vorwiegend südeuropäischen Peripherieländern gemündet hatte. So wurde Griechenland schon im Mai 2010 die Finanzierung über den Kapitalmarkt versagt, worauf zur Abwendung eines drohenden Staatsbankrotts dieses Landes seitdem immer höhere Rettungspakete von Ländern der Währungsunion geschnürt werden mussten. Es folgten Irland und Portugal, die ebenfalls nur noch mittels externer staatlicher Finanzhilfen einer Staatsinsolvenz entgehen konnten. Indessen kamen sogar Zweifel über die Finanzsituation von Kernländern innerhalb der Eurozone wie etwa Italien und Spanien auf sowie selbst über die Frage, ob die Europäische Währungsunion als Ganzes ihrer hohen Schuldenlast überhaupt noch gewachsen sein kann, nachdem die verbliebenen finanziell noch solideren Staaten mit fortwährend höheren Haftungssummen für ihre hochverschuldeten Mitgliedsländer belastet sind.

Die Finanzmarktstabilität wird in vorliegender Arbeit als ein öffentliches Gut aufgefasst. Stabilität und Effizienz der Finanzmärkte sind nicht wie von selbst implementiert und zwischen den Aktivitäten wirtschaftlicher Akteure existieren Wechselwirkungen. Es war Garrett Hardin, der im Jahre 1968 die Metapher „Tragedy of the Commons“

prägte und damit auf ein bereits seit Jahrhunderten bestehendes gesellschaftliches Problem aufmerksam machte. Es besagt, dass bei Gemeinschaftsgütern die dezentrale Entscheidung über ihre Verfügbarkeit bzw. Nutzung bewirkt, dass diese entweder nur in einem zu geringen Maße bereitgestellt oder überbeansprucht werden. Das hier zum Vorschein kommende Dilemma der Allmende beinhaltet durch eigennutzorientiertes Handeln hervorgerufene Prozesse, die am Ende gravierende Fehlentwicklungen entstehen lassen oder sogar ganze Systeme zum Scheitern bringen können. Nach dem Evolutionsbiologen Jared Diamond sind in der Entwicklung der Menschheit aufgrund nicht bewältigter Allmendeprobleme sogar Muster vom Zerfall ganzer Gesellschaften zu verzeichnen.<sup>1</sup>

Wie bisherige Finanzkrisen der Wirtschaftsgeschichte verdeutlichen, wird im Besonderen auch die unentgeltliche „Finanz-Allmende“ immer wieder übernutzt und Trittbrettfahrerprobleme treten in Erscheinung. Bereits wenige Finanzkonzerne, die große und systemische Risiken bei ihren Entscheidungen vernachlässigen, sind in der Lage, katastrophale Folgen für einzelne Volkswirtschaften herbeizuführen. Der Wert der Stabilität auf den Finanzmärkten lässt sich u.a. daran bemessen, wie kostenträchtig Krisen für die Finanzindustrie selbst sowie für einzelne Staatshaushalte und die Allgemeinheit bisher waren. Mit frappierender Erkenntnis ist dabei festzustellen, dass der Verlauf der Weltwirtschaft immer wieder durch große Finanzkrisen mit erstaunlichen Parallelen gekennzeichnet ist, dass Wirtschaftsakteure trotz dieser Erfahrungen ihr Verhalten nicht zu ändern scheinen und aus solchen Krisen offenbar keine nachhaltigen Lehren ziehen können.<sup>2</sup> So ereignete sich das bislang folgenschwerste Ereignis dieser Art an der Wall Street im Jahre 1929. Die Goldenen Zwanziger waren an der Börse eine Zeit ungezügelter Börsenspekulation auf Kredit gewesen. Nach Jahren des wirtschaftlichen Booms hatte sich der Finanzmarkt immer stärker von der Entwicklung der realen Wirtschaft gelöst.<sup>3</sup> Anleger liehen sich kurzfristige Gelder und investierten diese in den Aktienmarkt. Schließlich platzte die Spekulationsblase. Der Kurssturz an der Börse führte zu einer Umlenkung der Finanzströme und erfasste alle Industriestaaten mit den bekannten wirtschaftlichen Konsequenzen in Form von Firmenzusammenbrüchen und Massenar-

---

<sup>1</sup> Zum gesellschaftlichen Untergang am Beispiel der Maya vgl. Diamond (2005), S. 199 ff.

<sup>2</sup> Einer Analyse des IMF zufolge wurden allein im Zeitraum der Jahre 1979 bis 2007 an der Zahl 124 systemische Bankenkrisen, 208 Währungskrisen und 63 Episoden staatlicher Zahlungsausfälle verzeichnet. Vgl. Laeven/Valencia (2008), S. 5 f.

<sup>3</sup> Zum Phänomen der „Financialization“ als ein relativ neuer Begriff mit der Bedeutung einer Tendenz der Gewinnerzielung zunehmend durch Finanz- statt durch warenproduzierende Kanäle vgl. Krippner (2011), S. 4.

beitslosigkeit, wodurch nicht zuletzt auch das Aufkommen extremer politischer Kräfte starken Auftrieb erhielt. Auslöser der lateinamerikanischen Schuldenkrise in den 1980er Jahren waren Zahlungsbilanz- und Währungskrisen der Staaten Lateinamerikas. Als äußerst problematisch erwiesen sich extrem hohe Ausleihungen privater Geschäftsbanken gegenüber diesen Ländern. Letztere drohten mit der Einstellung des Schuldendienstes und der Bildung eines Schuldnerkartells. Es wurde ein Umschuldungspaket nach dem anderen geschnürt, der Internationale Währungsfonds (IWF) befand sich mit seinen Rettungsaktionen, die scharfe Austeritätsmaßnahmen zum Inhalt hatten und teilweise zu drastischen sozialen Einschnitten in diesen Staaten führten, im Dauereinsatz. Ein weiteres Beispiel ist der im Jahre 1990 erfolgte Zusammenbruch der „Japan AG“, in dessen Verlauf der Aktienindex Nikkei dramatisch an Wert verlor. Die Niedrigzinspolitik der Bank of Japan hatte eine Liquiditätsschwemme ausgelöst, die den Finanzsektor über Gebühr aufblähte und die geldpolitische Wende führte zum Platzen dieser gefährlichen Blase. Es folgte im Jahre 1997 die Währungskrise in Asien. Internationales Kapital wurde fluchtartig aus diesen Ländern abgezogen, auf der Strecke blieben Arbeitnehmer und Kleinunternehmer mit existenzbedrohenden Einbußen. Im Jahre 1998 ereignete sich die Währungskrise in Russland und die Fehlspekulationen des Fonds „Long-Term Capital Management (LTCM)“ kamen zum Vorschein. Im Frühjahr 2000 zerplatzte die Dot-com-Blase und löste eine mehrere Jahre andauernde wirtschaftliche Schwächeperiode aus. Aktienkurse von Internet-, Technologie- und Telekommunikationsunternehmen brachen auf breiter Front ein, die sogenannte „New Economy“ wurde auf den Boden der Realität zurückgeführt.

Am Anfang der Analyse der derzeit noch andauernden neuen und schwersten Finanzkrise seit den 1930er Jahren muss die Auseinandersetzung über ihren Ursprung und den zugrunde liegenden systemischen Risiken liegen. Die zentrale Ursache der neuerlichen folgenschweren Fehlentwicklungen mit der moralisch schockierenden Schadensbilanz wird im Folgenden auf Basis der Modellierung existenter Dilemmasituationen vorgenommen, von denen ein ganzes Bündel von Beispielen identifiziert und analysiert wird. Dilemmastrukturen dienen hierbei als zentrale Gedankenfigur gesellschaftlicher Probleme und werden paradigmatisch anhand des Gefangenendilemma-Modells der Spieltheorie abgebildet, das über lange Zeit bereits die Regeln des extrem kostspieligen und gefährlichen Rüstungswettlaufs zwischen den Supermächten USA und der damaligen Sowjetunion diktierte. Dem Gefangenendilemma liegen gemeinsame und

konfligierende Interessen interagierender Akteure zugrunde, die zur Erreichung einer wechselseitigen Besserstellung auf Kooperation durch die Partner angewiesen sind. Kooperieren alle Spieler in Interaktionen, werden sie belohnt. Die Versuchung ist jedoch stets vorhanden, dass einzelne Teilnehmer defektieren, weil die Option „Nicht-Kooperation“ die individuell höchsten Auszahlungen verspricht. In Lagen dieser Art führt individuell rationales Verhalten zu kollektiv suboptimalen Ergebnissen, die Akteure geraten in die soziale Falle. In diesem Modell des nichtkooperativen Mehrpersonenspiels ist es den Spielern nicht möglich, bindende Verträge zu schließen und sich auf angekündigte Spielstrategien der jeweils anderen Parteien zu verlassen. Ein Koordinationsversagen ist die Folge. Es ist das System, dass solche Verhaltensmuster erzwingt. Moralische Vorhaltungen und Appelle an die Vernunft der Marktteilnehmer führen in diesem Fall nicht weiter.

Auf der Basis der Logik von Gefangenendilemmata sind in den folgenden Gliederungsabschnitten Fragen zu klären, wie sich die derzeit noch schwelende weltweite Finanzkrise entwickeln und durch welche Kräfte etwa die Euro-Zone in ein derart schweres und existenzgefährdendes Fahrwasser geraten konnte. Ebenso ist zu hinterfragen, wie Staaten und auch Tausende von Wirtschaftsakteuren immer stärker in den Sog einer steigenden Schuldenfinanzierung geraten und wie sich Situationen von derart kolossalem Marktversagen einstellen konnten. Es wird in diesem Kontext ferner zu zeigen sein, dass einzelne Dilemmasituationen vielfach nicht in isolierter Form in Erscheinung treten, sondern dass diese als Mixtum compositum einen komplementären und sich gegenseitig verstärkenden Charakter aufweisen und sich zusammen auf einen immer gefährlicher werdenden Kulminationspunkt hin entwickeln können. Verwiesen wird vor diesem Hintergrund des Weiteren auf die essentielle Aufgabe staatlicher Autoritäten, die Akteure aus der Zwangslage von Gefangenendilemmata zu befreien. Markt und Wettbewerb können ihr inhärentes schöpferisches Potenzial zum Wohle der Menschen nur unter einer wirkungsvollen Rahmenordnung und einer glaubhaften sanktionsbewehrten Durchsetzung von Regeln zur Entfaltung bringen. Auf der Basis dieser Erkenntnisse wird als wichtiges Ergebnis abgeleitet, dass im Kern ein auf nationaler und internationaler Ebene eklatantes Staatsversagen als ursächlich für diese große Weltfinanzkrise zu konstatieren ist. Es ist die Politik, die den dynamischen Prozessen und der Innovationskraft auf den Finanzmärkten über viele Jahre tatenlos zusah sowie der um sich greifenden Deregulierung freien Lauf ließ. Erforderliche institutionelle Stützen waren entweder

nicht implementiert oder fehlerhaft austariert worden. Es wurde ferner dem Umstand institutionell nicht Rechnung getragen, dass aufgrund des Zusammenwachsens der Märkte Nationalstaaten vermehrt ihre eigenen Steuerungsoptionen verlieren und international integrierte Finanzmärkte mit lediglich nationalen Regeln und Aufsichtsstrukturen nicht mehr kompatibel sind. Auch befolgten die Staatsregierungen nicht jene Regelwerke, die sie sich selbst vorgegeben hatten, wofür die im Maastrichter Vertrag noch fixierten Verschuldungsobergrenzen für die Euro-Staaten nur ein Beispiel unter mehreren sind. Die negative Durchschlagskraft der Krise auf die Schicksale Millionen betroffener Menschen ist gekennzeichnet durch hohe Einkommens- und Vermögensschäden, Verluste bei der Altersversorgung, die Angst um Arbeitsplätze und wachsende Armut.

Mit den aus den Fugen geratenen Finanzmärkten werden in massiver Form ethische Fragen aufgeworfen, und das Verhältnis zwischen Markt und Moral wird zur Diskussion gestellt. Zwar wurde der freien Marktwirtschaft mit ihrer hohen Leistungsfähigkeit als wirksames Koordinationsinstrument für wirtschaftliche Prozesse zunehmend weltweit zum Durchbruch verholfen. Dennoch ist das Bewusstsein der Bevölkerung für Ungerechtigkeiten und moralische Missstände, die auf ungezügelter kurzfristiges Gewinnstreben der Wirtschaftsakteure zurückgeführt werden, in der andauernden Krise stark gewachsen. Wie ein roter Faden zieht sich allerdings durch vorliegende Arbeit die Auffassung, dass bei der Krisenbewältigung und der zukünftigen Krisenvermeidung nicht die Verabschiedung der Marktwirtschaft angesagt ist, sondern die Rückbesinnung auf ihren Kern. Gerade die Marktwirtschaft setzt ungeheure Kräfte frei, hat sich als ethische Instanz etabliert und ist das beste bekannte Instrument zur Verwirklichung der Solidarität unter den Menschen. Es sind der Wettbewerb und Eigennutz, welche die Wirtschaft zum Nutzen aller antreiben. Begehrlichkeiten aktivieren Wirtschaftsprozesse und führen zu Überschüssen, die Verteilung erst ermöglichen. Die Entfesselung des ungeheuren Kräftepotenzials marktwirtschaftlicher Prozesse muss jedoch in geordneten Bahnen erfolgen und Schranken sowie Sicherungssysteme werden benötigt, da andernfalls unkontrollierte Reaktionen mit hoher Zerstörungskraft auftreten können. Nur mittels ordnungspolitischer Grenzen ist ein Ausbrechen aus dem Gefangenendilemma möglich. Solche Begrenzungen haben sicherzustellen, dass Freiheit nicht auf Kosten anderer Menschen geht. Eine genuin marktwirtschaftliche Begrenzung der Freiheit ist nach dem Ordoliberalen Franz Böhm der Wettbewerb, und zwar als „das großartigste und genial-

te Entmachtungsinstrument der Geschichte“<sup>4</sup>. Auf der Grundlage dieser Überlegungen nimmt die vorliegende Abhandlung Bezug auf die wirtschaftsethische Argumentation von Karl Homann und seinen Schülern. Behandelt werden hierbei die Ausgangspositionen einer ökonomischen Ethik, die auf Vorteile und Anreize setzt und die die Frage der ethischen Vorzugswürdigkeit von der Gesinnungs- auf die Ordnungsebene verlegt. Finanzmärkte und Ethik stehen dieser Lehre zufolge in keinem Gegensatz zueinander.

Schließlich wird vor dem Hintergrund großer Probleme bei der Gewährleistung zukünftiger Finanzstabilität und Sicherstellung anderer öffentlicher Güterbereiche auf die Notwendigkeit eines neuen kraftvollen weiteren Anstoßes bereits laufender Global Marshall Plan-Initiativen bei der Steuerung und Lösung von diesbezüglichen Problemlagen hingewiesen. Vor allem stellt vermehrt die ansonsten mit Wohlstandsgewinnen verbundene Globalisierung innerhalb und außerhalb der Finanzmärkte extrem hohe Herausforderungen an die Menschheit, wobei das Management von Gemeinschaftsgütern eine immer größere Bedeutung erfährt.

---

<sup>4</sup> Böhm (1961), S. 22.

## II. Dilemmastrukturen als Wurzel globaler Probleme

### 1. Die Charakterisierung der Ökonomik

Nach dem amerikanischen Philosophen John Rawls ist die moderne Gesellschaft ein Unternehmen der Zusammenarbeit zum gegenseitigen Vorteil.<sup>5</sup> Mit Hilfe der ökonomischen Methode der Anreizanalyse werden Wege aufgezeigt, wie dieses Unternehmen funktioniert. Auf der Grundlage der Arbeiten des Nobelpreisträgers Gary S. Becker sehen Homann/Lütge die Ökonomik definatorisch mit der Erklärung und Gestaltung der Bedingungen und Konsequenzen von Interaktionen auf der Basis individueller Vorteils- und Nachteilskalkulationen befasst.<sup>6</sup> Die Interaktionen zwischen den Menschen bilden konzeptionell das systematische Zentrum.<sup>7</sup> Der Grundgedanke hierbei ist die Frage, wie Kooperation zum gegenseitigen Vorteil und die Überwindung von Interaktionsproblemen ermöglicht werden können. Die Interaktionsökonomik geht mit diesem Fundament weit über das lange Zeit vorherrschende neoklassische Verständnis des Gegenstandes der Wirtschaftswissenschaft, der Erforschung des Problems der Allokation knapper Güter, hinaus.<sup>8</sup> Sie ist jedoch nicht nur auf den Bereich der Wirtschaft beschränkt, sondern mit ihrer Methodik lassen sich vielseitige gesellschaftliche Interaktionen beleuchten.<sup>9</sup> Kennzeichnend für Interaktionen ist die Existenz konfligierender und gemeinsamer Interessen, wodurch sich Fragen der Handlungskoordination von mindestens zwei Akteuren und der Interdependenz des Verhaltens der handelnden Personen mit dem Problem der Ausbeutung stellen. Abgebildet werden Interaktionsstrukturen dieser Art durch das Gefangenendilemma als das Basismodell der Spieltheorie,<sup>10</sup> welches als Grundlage für die Modellierung einer großen Zahl sozialer Konfliktsituationen als besonders gut geeignet erscheint.<sup>11</sup> Bei der diesem Modell zugrunde liegenden Anreizstruktur kommt eine grundsätzlich erstrebenswerte Kooperation zwischen den Interaktionspartnern nicht zustande, obwohl die Zusammenarbeit von Vorteil wäre. Ursächlich für Konstellationen dieser Art ist die Willenslenkung der Beteiligten, ihre Positionen auf Kosten der potenziellen Kooperationspartner zu verbessern. Bei der Lösung zahlreicher

---

<sup>5</sup> Vgl. Rawls (1979), S. 105.

<sup>6</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 18.

<sup>7</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 29.

<sup>8</sup> Zu konfligierenden Definitionen der Ökonomie und zum ökonomischen Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens vgl. Becker (1982), S. 1 ff.

<sup>9</sup> Vgl. Lütge (2004a), S. 282.

<sup>10</sup> Vgl. ebd., S. 281 ff.

<sup>11</sup> Zur Kritik von Gefangenendilemmastrukturen als Charakteristikum moderner Gesellschaften sowie zur Darstellung andersartiger Dilemmastrukturen vgl. Lütge (2007a), S. 56 ff.

dilemmabehafteter Interaktionsprobleme und damit der Frage, wie die Generierung von Kooperationsgewinnen zu gewährleisten ist, leisten formelle und informelle Institutionen sowie Mechanismen zu deren Durchsetzung einen wichtigen Beitrag, weshalb die Interaktionsökonomik auf die Neue Institutionenökonomik zurückgreift.<sup>12</sup> Bei der Überwindung von Dilemmastrukturen steht mithin nicht die Änderung von Interessen und Motiven der Wirtschaftsakteure im Vordergrund, sondern vielmehr erfolgt eine Kanalisierung von Aktionen durch eine übergeordnete Rahmenordnung dergestalt, dass die Wirtschaftsakteure aus ihrem eigenen Interesse Handlungen vornehmen, die den allgemeinen Wohlfahrtsnutzen erhöhen.<sup>13</sup> Dieser moderne Begriff von Ökonomik mit dessen institutionstheoretischer Wendung erlaubt des Weiteren die Begründung von Moral und Ethik<sup>14</sup> und ist entscheidend für den Ansatz von Homann et al. Der Auftrag der Wirtschaftsethik ist die Gestaltung von Institutionen in der Weise, dass der Moral zum Durchbruch verholfen wird.<sup>15</sup> Die Moral wird in Regeln inkorporiert, in deren Rahmen die Wirtschaftssubjekte ihre individuellen Interessen verfolgen.<sup>16 17</sup> Von einer prinzipiellen Kompatibilität von Ökonomik und Ethik und von Moral und Eigeninteresse wird damit ausgegangen.<sup>18</sup>

## **2. Die Systematik von Dilemmastrukturen**

### **2.1. Die Logik des Gefangenendilemmas**

Im Rahmen der Interaktionsökonomik bestehende Interaktionsprobleme, die auf zugleich vorliegende gemeinsame und konfligierende Interessen basieren, wobei Letztere aufgrund vertrackter Anreizstrukturen die Realisierung der Ersteren zu verhindern drohen, werden als Dilemmastrukturen bezeichnet, die paradigmatisch durch das Modell des Gefangenendilemmas abgebildet werden. Sie spiegeln Situationen wider, in denen das Resultat des Handelns eines Individuums A auch abhängig davon ist, was das Individuum B – teils als Antwort auf das Verhalten oder in Vorwegnahme der Handlung

---

<sup>12</sup> Zur Zweistufigkeit der Ökonomik in Form von Handlungen und Handlungsbedingungen vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 37 ff.

<sup>13</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 35.

<sup>14</sup> Zur Unterscheidung von Moral als einer Bezeichnung handlungsanleitender normativer Vorstellungen und der Ethik als der wissenschaftlichen Theorie der Moral vgl. Homann/Pies (1991), S. 608.

<sup>15</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 36.

<sup>16</sup> Vgl. Lütge (2004), S. 15 ff.

<sup>17</sup> Zum systematischen Verhältnis zwischen Ökonomik und Ethik vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 407 ff.

<sup>18</sup> Vgl. Lütge (2005), S. 3 f.

von A – unternimmt. Die Theorie spricht aus diesem Grunde von der Interdependenz des Verhaltens, der Einzelne kann das Ergebnis allein nicht kontrollieren.<sup>19</sup> In solchen Konstellationen verhindern Informations- und Anreizprobleme, dass Investitionen in die Zusammenarbeit zum gegenseitigen Vorteil vorgenommen werden.<sup>20</sup> Beim Gefangenendilemma handelt es sich um eine abstrakte Formulierung gängiger sozialer Situationen, in denen unter der Annahme individuell rationaler Handlungsweisen die einzelnen Gruppenmitglieder ungünstigere Resultate erzielen als im Fall der beiderseitigen Kooperation. Ihre wissenschaftliche Tragweite erhält die Systematik von Dilemmastrukturen zum einen aus der Einfachheit des zugrunde liegenden Modellaufbaus und der zahlreichen Anwendungs- und Strategiemöglichkeiten sowie zum anderen aus der ungeheuren Bedeutung für viele ungelöste gesellschaftliche Probleme, die in einigen Fällen sogar Gestalt existenzieller Natur annehmen.<sup>21</sup>

Das grundlegende Problem mangelnder Kooperation<sup>22</sup> lässt sich vortrefflich anhand des nachfolgend beschriebenen klassischen und in der Literatur breit diskutierten nicht-kooperativen Zweipersonen-Standardspiels zweier Untersuchungshäftlinge verdeutlichen. Dieses wohl geläufigste praxisnahe und didaktische Lehrbeispiel aus der Spieltheorie erdachten Melvin Dresher und Merrill Flood von der RAND-Corporation bereits im Jahre 1950, während es später von Albert W. Tucker als „Gefangenendilemma“<sup>23</sup> betitelt wurde. Das aus Gründen der Vollständigkeit auch in vorliegender Arbeit nicht entbehrliche Paradoxon basiert auf der folgenden fiktiven Grundlage:

Zwei Gesetzesbrecher sind von der Polizei in Gewahrsam genommen worden. Ihnen kann ein minderschweres Delikt (z.B. illegaler Waffenbesitz) nachgewiesen werden, das selbst bei beiderseitigem Abstreiten dieser Tat mit einer einjährigen Haft verbunden ist. Die Inhaftierten werden jedoch darüber hinaus einer weiteren gemeinsam verübten schwereren Straftat (z.B. Banküberfall) beschuldigt, wobei der letztendliche Beweis zu diesem Delikt der Staatsanwaltschaft noch fehlt und somit das Verbrechen nur durch ein Schuldeingeständnis der Straftäter gesühnt werden kann. Den in getrennte Gefängniszellen verbrachten Straftätern wird nunmehr von der Justiz folgendes Angebot unterbreitet: Sie können den Banküberfall gestehen (Kooperation) oder leugnen (Defektion).

---

<sup>19</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 27.

<sup>20</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 31.

<sup>21</sup> Zu den philosophiegeschichtlichen Gedankengängen des Gefangenendilemmas bereits bei Aristoteles, John Locke und David Hume vgl. Lütge (2011a), S. 22 ff.

<sup>22</sup> Zum Problem der Kooperation vgl. Axelrod (2009) S. 3 ff.

<sup>23</sup> Vgl. Rapoport/Chammah (1965), S. 1 ff.

Bestreiten beide die Tat, kann ihnen der Bankraub nicht nachgewiesen werden und sie werden wegen der begangenen minderschweren strafbaren Handlung mit nur einem Jahr Gefängnis belegt. Sollte aber nur einer diese gestehen, während der andere sie leugnet, wird der Geständige als Kronzeuge freigelassen und der Leugnende zu einer zehnjährigen Freiheitsstrafe verurteilt. Legen beide ein Geständnis ab, so erhalten sie jeweils fünf Jahre Gefängnis wegen „Kooperation“ mit den Ermittlungsbehörden. Die Inhaftierten realisieren, dass das zu erwartende Strafmaß nicht nur von ihrer eigenen Entscheidung abhängig ist, sondern auch von der des Kontrahenten. Da jeder einzelne Gefangene nicht weiß, wie sein Gegenspieler sich festlegen wird, befinden sie sich in einer Dilemmasituation. Beide Gefangenen werden bestrebt sein, ihre Zeit im Gefängnis so gering wie möglich zu halten und wissen, dass sie die Höchststrafe bekommen, falls sie die Tat leugnen, während der andere diese gesteht.

Jeder für sich werden die Arrestanten folgende Überlegungen anstellen: Lege ich ein Geständnis ab und der andere ebenfalls, schlägt eine (nur) fünfjährige Gefängnisstrafe zu Buche, anstatt zehn Jahre, wenn ich geschwiegen hätte. Sollte mein Kompagnon schweigen, führt mein Schuldeingeständnis aufgrund der Kronzeugenregelung sogar in die Freiheit und wenn ich selbst auch schweige zu einer relativ geringen Strafe von einem Jahr. Dasselbe Kalkül wird auch der Mithäftling anstellen. Da jeder Einzelne annehmen muss, dass sein Gegenspieler eigennützig handeln wird, entwickelt sich aufgrund mangelnder Kooperation ein kollektiv suboptimales Ergebnis. Jeder der beiden kommt besser davon, wenn er gesteht. Das Nash-Gleichgewicht<sup>24</sup> liegt für beide Spieler bei „gestehen“, gleichgültig wie sich der jeweilige andere entscheidet. Es handelt sich um ein Gleichgewicht bei dominanter Strategie, da die Spieler jeder für sich über die gleiche optimale Entscheidung verfügen, unabhängig vom Gegenspieler. Weder der eine noch der andere Spieler hat einen Anreiz, von diesem Gleichgewicht abzuweichen. Folglich gestehen letzten Endes beide und erhalten eine deutlich höhere Strafe. Hätten beide geschwiegen, wäre das Strafmaß nur ein Jahr Freiheitsentzug und damit pareto-effizient gewesen. Individuell rationales Verhalten impliziert demnach im vorliegenden Fall ein pareto-ineffizientes Resultat.

---

<sup>24</sup> Beim sogenannten Nash-Gleichgewicht handelt es sich um ein wichtiges Gleichgewichtskonzept der Spieltheorie. Es umschreibt in nicht-kooperativen Spielen den Zustand einer Strategiekombination, von dem ausgehend kein Spieler seine Auszahlung durch einseitige Änderung seiner Strategie unter der Voraussetzung erhöhen kann, dass sich die Strategien der Mitspieler nicht verändern. Es ist ein grundlegendes mathematisches Lösungsmodell der Spieltheorie. Seine Definition und sein Existenzbeweis sind auf die im Jahre 1950 veröffentlichte Dissertation des US-Mathematikers John Forbes Nash zurückzuführen.

<b>Gefangener 2</b> <b>Gefangener 1</b>	<b>Gestehen (G)</b>	<b>Nicht gestehen (N)</b>
<b>Gestehen (G)</b>	<b>(5/5)</b>	<b>(0/10)</b>
<b>Nicht gestehen (N)</b>	<b>(10/0)</b>	<b>(1/1)</b>

**Tab. 1: Darstellung des Gefangenendilemmas anhand einer Pay-off Matrix (es handelt sich um negative Auszahlungen).<sup>25</sup>**

Erklärung zur Matrix:

Beide Gefangenen entscheiden sich für die dominante Strategie „Gestehen“, obwohl die kooperative Lösung „Nicht gestehen“ mit (1/1) die für jeden Einzelnen bessere Variante gewesen wäre. Diese kooperative Lösung kommt jedoch aufgrund der Logik des Modells nicht zustande, da starke Anreize vorliegen, von dieser kooperativen Alternative abzuweichen. Es können keine Absprachen getroffen oder bindende Verträge geschlossen werden, so dass die Option „Nicht gestehen“ kein individuell rationales Verhalten für die Betroffenen darstellt.<sup>26</sup> Die Strategie N wird als äußerst riskant betrachtet und jeder Häftling ist in der Annahme, dass sein Gegenüber verräterisch agieren wird. Das Strategiepaar (N/N) ist instabil, weil beide Inhaftierten durch die Kronzeugenregelung über einen situativen Anreiz verfügen, hiervon abzuweichen. Die Erwartung eines jeden Gefangenen, dass der andere einer bestimmten Alternative folgen wird, bindet diesen vernünftigerweise bei der Befolgung seiner eigenen Entscheidungswahl. Die sich einstellende Lösung ist die einzig stabile, wenn auch für beide nicht optimal und in die soziale Falle führend. Der Wert (5/5) verkörpert das einzige Nash-Gleichgewicht, und zwar ein Gleichgewicht in dominanten Strategien. Kein Akteur sieht allerdings einen Vorteil, einseitig von seiner Strategie abzuweichen. Das Gefangenendilemma modelliert damit einen Zustand, in dem die Akteure ihren Anreizen folgen, d.h. annahmegemäß als individuell rationale Nutzenmaximierer<sup>27</sup> in Erscheinung treten und deshalb die in dieser Lage möglichen Kooperationsgewinne verfehlen. Selbst wenn die Inhaftierten die Möglichkeit hätten, vor ihrer zu treffenden Entscheidung in Verbindung zu treten und Abmachungen treffen zu können, würde sich kein anderes Ergebnis einstellen, da es an Mechanismen mangelt, die die Einhaltung der eingegangenen Verpflichtungen tatsächlich gewährleisten.<sup>28</sup> Jeder einzelne Gefangene zieht nur seine individuellen Auszahlungen ins Kalkül, die Zahlungen in den jeweiligen Quadranten sind nicht zu aggregieren.

<sup>25</sup> Eigene Darstellung.

<sup>26</sup> Vgl. Holler/Illing (2006), S. 5.

<sup>27</sup> Zur Bedeutung des rationalen Verhaltens als Maximierung einer Nutzen- und Gewinnfunktion vgl. Becker (1982), S. 167 ff.

<sup>28</sup> Vgl. Holler/Illing (2006), S. 6.

Dieses Modell bzw. die Dilemmastruktur weist zusammenfassend zwei charakteristische Eigenschaften auf: Die erste ist die Existenz strategischer Interdependenz.<sup>29</sup> Hierdurch wird zum Ausdruck gebracht, dass die in einer Matrix darstellbaren Spielresultate nicht Gegenstand einer einzelnen Wahlentscheidung sind, sondern vielmehr eine Kombination individueller Entscheidungen, d.h. die Individuen beeinflussen sich durch ihre Entscheidungen wechselseitig. Die zweite Besonderheit ist, dass die Spieler gemäß den speziellen Spielregeln ein pareto-inferiores Ergebnis erzielen, d.h. es existiert ein Strategiepaar, das jeden der beiden Spieler besser stellen würde.<sup>30</sup> Die institutionellen Rahmenbedingungen sind so gestaltet (von der Gerichtsbarkeit beabsichtigt), dass die individuelle Nutzenmaximierung beider Akteure diese nur ein suboptimales Resultat erreichen lässt. Für jeden Akteur ist es rational, die Straftat zu gestehen, da er sich damit besser stellt, was immer der andere auch tut. Den Beteiligten ist es nicht möglich, sich aufgrund eigenen Handelns aus der Situation zu befreien. Einer einseitigen Kooperation folgt die Ausbeutung.<sup>31</sup>

Bei der Analyse der beschriebenen Interaktionsprobleme werden Dilemmastrukturen als idealtypische Darstellung des Kooperationsproblems herangezogen. Ihre primäre Funktion besteht nicht darin, eine exakte Abbildung oder Beschreibung der Realität widerzuspiegeln oder als Basis von Prognosen dafür zu dienen, was sich in den jeweiligen Interaktionssituationen tatsächlich auch immer abspielen wird. Sie dienen vielmehr als Heuristik<sup>32</sup>, die zugrunde liegende Anreizlogik ist als Kraft oder Tendenz aufzufassen, die von anderen Einwirkungskräften beeinflusst und abgeschwächt werden kann.<sup>33</sup>

## **2.2. Die Bedeutung und Anatomie von Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma**

Das Konzept von Dilemmastrukturen, ihre Grundlage, Tragweite, Logik, und Funktionsweise soll nachfolgend an einer Reihe von Einzelaspekten näher beleuchtet werden. Die Ausführungen lehnen sich dabei an die Lehre von Karl Homann und seinen Schülern an, die in existenten Dilemmastrukturen das Basisproblem moderner Gesellschaften sowie den systematischen Dreh- und Angelpunkt ihrer wirtschaftsethischen Argumenta-

---

<sup>29</sup> Zur strategischen Interdependenz in Verbindung mit dem Problem der Handlungskoordination vgl. Homann/Meyer (2005), S. 39 ff.

<sup>30</sup> Vgl. Pies (1993), S. 161 ff.

<sup>31</sup> Vgl. Lütge (2008a), S. 2.

<sup>32</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 45.

<sup>33</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 36.

tion sehen. Dieser Aussage ist nicht nur vor dem Hintergrund bisher erfahrener großer Finanzkrisen allergrößte Bedeutung beizumessen, sondern auch angesichts der seit Jahrhunderten die Menschheit befallenden und auf mangelnde Kooperation zurückgehenden Katastrophen wie Kriege, Hungersnöte und andere verhängnisvolle Heimsuchungen. Gefangenendilemmata sind in allen Situationen anzutreffen, in denen Wettbewerb, Konkurrenz und Marktwirtschaft regieren. Hieraus resultieren kooperationsdestabilisierende Verhaltensmuster des „Free-Rider“ und der Einnahme von Kronzeugen- und Außenseiterpositionen. Jeder Einzelspieler verfolgt streng rational seine Eigeninteressen, dem Zustandekommen strategischer Kooperation stehen im Nash-Gleichgewicht individuelle Rationalitätskalküle der Akteure entgegen. Die Beteiligten handeln aus einem Selbstschutzgedanken heraus eigennützig und können sich in solchen Lagen nicht von moralischen Prinzipien leiten lassen, da sie andernfalls der Ausbeutung durch Konkurrenten unterliegen. Solange die vorherrschende Rahmenordnung sie nicht gegen Ausbeutung absichert, erfolgt ihr Schutz mittels präventiver Gegenausbeutung. Dieser Eigennutz ist moralisch nicht zu kritisieren und nicht etwa mit Gier gleichzusetzen.

Zu unterscheiden ist zwischen offenen und latenten Dilemmastrukturen.<sup>34</sup> Offene Dilemmata liegen zum einen in unerwünschter Form vor, die es zu überwinden gilt, wie negative Entwicklungen in Fragen des Umweltschutzes und der Überfischung der Weltmeere. Zum anderen lässt sich der Wettbewerb auf derselben Marktseite als eine erwünschte Dilemmastruktur interpretieren, bei denen Konkurrenzsituationen willkommen sind, um Preisabsprachen der Marktteilnehmer abzuwehren und eine Disziplinierung der Anbieter zugunsten der Abnehmer sicherzustellen.<sup>35</sup> Die in der heutigen schnelllebigen Welt bedeutender werdenden latenten Dilemmastrukturen sind dagegen solche, die durch institutionelle Arrangements zwar überwunden wurden, die jedoch etwa aufgrund technischer oder sozialer Veränderungen immer wieder aufbrechen können und mehr oder weniger zur Vermeidung neuer nachteiliger Wirkungen ständig in Schach gehalten werden müssen.

---

<sup>34</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 106 ff.

<sup>35</sup> Vgl. Lütge (2011a), S. 19.

Die herausragende Relevanz der in dieser Arbeit im Vordergrund stehenden unerwünschten Dilemmastrukturen mit deren zugrunde liegenden Logik erklärt sich u.a. durch folgende Themenbereiche:

- (1) Die Welt steht vor gewaltigen Zukunftsproblemen und Herausforderungen. Fragen sind zu beantworten wie etwa fortan Finanzmärkte als die im Globalisierungsprozess<sup>36</sup> in Bezug auf Liberalisierung, Internationalisierung und Ausdehnung am weitesten fortgeschrittenen Institutionen zu reglementieren sind,<sup>37</sup> damit sich Finanzkrisen in dem zuletzt erlebten Ausmaß nicht wiederholen.<sup>38</sup> Angesprochen sind aber auch sonstige Bereiche, die einer starken Globalisierungsdynamik<sup>39</sup> unterliegen, bei gleichzeitig einhergehender Abnahme nationalstaatlicher Steuerungsmöglichkeiten, wie dies in den Bereichen der Liberalisierung des Welthandels, des Umweltschutzes und Klimawandels<sup>40</sup>, der Energiesicherheit, des Zugriffs auf Ressourcen, der Alters- und Gesundheitsvorsorge, der steigenden Weltbevölkerung, der sozialen Spannungen, der Problematik von Entwicklungsländern, der Konfrontation verschiedener Kultursysteme neben vielen anderen Gebieten der Fall ist. Pies/Sardison sehen die Globalisierung in ihrer Bedeutung mit einschneidenden gesellschaftlichen Veränderungen verbunden, ähnlich des durch die Industrielle Revolution hervorgerufenen Wandels wirtschaftlicher und sozialer Prozesse.<sup>41</sup> Der Stellenwert der vorgenannten Fragenkomplexe, für die bislang durchgreifende und nachhaltige Lösungen noch nicht gefunden wurden, gibt bereits Anlass zu Unsicherheit und Besorgnis. Umso mehr wachsen diesbezügliche Bedenken zusätzlich durch die Erkenntnis, dass die einzelnen Problemfelder kumulativ und mehr oder weniger zeitgleich in Erscheinung treten und immer dringender plausibler Antworten bedürfen. Bei der Transformation des Gefangenendilemmas auf eine N-Personengesellschaft wird indessen eine wichtige Asymmetrie zwischen den Strategien Kooperation und Defektion deutlich. Die

---

<sup>36</sup> Nach Giddens lässt sich der Begriff Globalisierung im Sinne einer Intensivierung weltweiter sozialer Beziehungen definieren, durch die entfernte Orte in einer solchen Weise miteinander verbunden werden, dass Ereignisse an einem Ort durch Vorgänge geprägt werden, die sich an einem viele Kilometer entfernten anderen Ort abspielen, und umgekehrt. Vgl. Giddens (1991), S. 64.

<sup>37</sup> Vgl. Koslowski (2005), S. 374 f.

<sup>38</sup> Zu einer detaillierten Chronologie der Panik im Verlauf der Subprime-Krise vgl. Gorton (2008).

<sup>39</sup> Zur Unterscheidung der Begriffe Globalisierung und Denationalisierung vgl. Zürn (1998), S. 65 ff.

<sup>40</sup> Die quantifizierten und monetisierten Auswirkungen des Klimawandels umfassen u.a. Folgen für Land- und Forstwirtschaft, Wasserreserven, Küstenregionen, Energieverbrauch, Luftreinheit und menschliche Gesundheit. Vgl. Tol (2010), S. 22.

<sup>41</sup> Vgl. Pies/Sardison (2005), S. 177.

Erzielung einer pareto-superioren Lösung<sup>42</sup> setzt voraus, dass sich nahezu alle Teilnehmer kooperativ verhalten. Eine mögliche Bewältigung der Probleme wird jedoch bereits durch Defektion eines Einzelnen zu Fall gebracht, wodurch sich alle anderen schon prophylaktisch aus einem Selbstschutzgedanken heraus gezwungen sehen, die Position der Gegendefektion zu besetzen. Die Akteure der Weltwirtschaft laufen damit Gefahr, sich bei vielen Thematiken im Gefangenendilemma zu verfangen: Jeder kämpft für sich, bis letzten Endes alle verlieren. Die vorgenannten Phänomene verbinden sich zu historischen Herausforderungen für Politik und Wirtschaft, die Welt scheint vor dem Hintergrund einer solchen Problemakkumulation sogar am Anfang eines neuen Zeitalters zu stehen. Aufgrund von Interdependenzen, die durch die Globalisierung erheblich zugenommen haben und weiter an Bedeutung gewinnen werden, sind institutionelle Absicherungen durch politische Abkommen im Sinne einer Welt-Rahmenordnung immer dringender und die alleinigen Lösungen für drängende Fragen der Menschheit.<sup>43</sup>

- (2) Die Beantwortung der Frage, warum den Menschen die Bewältigung solcher fundamentalen Herausforderungen so schwerfällt, ist auf der Basis der grundlegenden Problematik der Kooperation zu beantworten. Bereits situative Alltagsfälle mit bekannten Barrieren der Zusammenarbeit können in ihrem Kern auf große Problembereiche übertragen werden. So sind unaufgeräumte Gemeinschaftsräume am Arbeitsplatz wie etwa Teeküchen, bei denen mehrere Nutzer für die Sauberhaltung selbst Verantwortung tragen, oder das von Rivalität im Konsum geprägte Verhalten von Autofahrern im Straßenverkehr, denen es nicht um den kollektiven Fahrerfolg, sondern darum geht, wie sie selbst am schnellsten vorankommen, unter vielen anderen Fällen dieser Art hierfür nur zwei Beispiele. Dieses scheinbar schwer lösbare Exempel fehlender Kooperation vereint Sachverhalte wie Überfischung der Weltmeere, Umweltzerstörung sowie kriegerische Auseinandersetzungen und lässt sich mit einer Reihe von Anwendungsbeispielen auch auf die Wirtschaft übertragen. Faktum ist, dass durch nichtkooperative Verhaltensweisen unermessliche Schäden verursacht werden. Einzelne bislang festzustellende schrittweise Lösungsansätze zur Verbesserung internationaler Kooperation in bedeuten-

---

<sup>42</sup> Pareto-Optima sind erreicht, wenn keine Besserstellung eines Spielers ohne die Verschlechterung des Nutzenniveaus eines anderen möglich ist. Vgl. Manstetten (2002), S. 159 f.

<sup>43</sup> Zum Globalisierungsprozess als ein sich seit Jahrhunderten vollziehender Prozess vgl. Weizäcker (1999), S. 47 ff.

den Fragestellungen sind als noch zu zaghaft anzusehen und halten mit der immer schneller voranschreitenden Aggravation weltumspannender Problemfelder noch nicht Schritt.

- (3) Ungelöste oder zu spät aufgelöste Dilemmasituationen haben bereits eine Reihe von Katastrophen mit hohen Verlusten an Menschenleben und Entbehrungen hervorgebracht. Zu denken ist etwa an die große Anzahl anthropogener kriegerischer Auseinandersetzungen oder an den über Jahrzehnte währenden Rüstungswettlauf der Supermächte während des sogenannten Kalten Krieges,<sup>44</sup> der Unsummen gefordert hat. Eine alternative Verwendung dieser horrenden finanziellen Mittel beim Widerstreit zweier Blöcke für die friedliche Forschung und Entwicklung neuer Technologien, besserer Gesundheitssysteme, die Bekämpfung des Hungers in der Dritten Welt oder für die Entwicklung klimaschonender Energieressourcen hätte enorme Potenziale mit großen Multiplikatoreffekten freigesetzt, die der Weltbevölkerung großen Nutzen gestiftet hätten. Das Beispiel des Kyoto-Protokolls verdeutlicht die diesen Fragen zugrunde liegende verallgemeinernde Problemlage: Werden getroffene Vereinbarungen von allen Staaten nicht befolgt, muss auch keiner die unmittelbaren Kosten tragen. Verringern dagegen nur wenige Länder ihre Emissionen, verzeichnen diese Wettbewerbsnachteile und nehmen weiterhin Schaden an den Konsequenzen der Klimaerwärmung, weil andere ihre Umweltbelastungen nicht reduzieren und sich damit nicht kooperativ verhalten. In der Tat wurde das auf Reduzierung der Treibhausemissionen abzielende Kyoto-Protokoll zwar von 175 Staaten ratifiziert, jedoch blieben die Unterschriften für die meisten Unterzeichnerstaaten ohne Folgen, weil deren Emissionen realiter nicht begrenzt wurden.<sup>45</sup> Durch das nicht-kooperative Verhalten erfahren einige Staaten zwar Vorteile, jedoch fällt der Nutzen am Ende geringer aus als in dem Fall, wenn sich alle an die Absprachen gehalten hätten.
- (4) Das aus der Spieltheorie entlehnte Analysekonzept mit dem universell anwendbaren Modell des Gefangenendilemmas, genauer die diesem zugrunde liegende Interaktionsstruktur, dient als idealtypische Beschreibung von Kooperationsproblemen. Viele soziale Situationen gleichen dem Gefangenendilemma und der mit

---

<sup>44</sup> Zwar bevorzugten die Supermächte eine umfängliche Rüstungskontrolle gegenüber dem Rüstungswettlauf. Dennoch rüsteten sie aus Angst vor Inferiorität und in der Hoffnung der Erlangung einer Superiorität weiter auf. Vgl. Zürn (1992), S. 329.

<sup>45</sup> Vgl. Sinn (2008), S. 110.

diesem einhergehenden Entzweigung individueller und kollektiver Rationalität sowie der institutionell bedingten rationalen Ineffizienz. Hierbei stellt sich die rationale Ineffizienz eines sozialen Dilemmas als nichtintendiertes Resultat intentionaler Handlungen ein.<sup>46</sup>

Allgemein sind Dilemmastrukturen vorwiegend in folgenden zwei Situationstypen vorzufinden:<sup>47</sup>

#### Gemeinsame Ressourcen:

Angesprochen ist hier das klassische Allmendeproblem, welches natürlichen (z.B. Weideland, Fischgründe, saubere Umwelt) oder artifiziellen Ursprungs sein kann (z.B. Finanzsystemstabilität, Struktur der gesetzlichen Krankenkassen, Rentenversicherungssystem).

#### Gemeinsame Ziele:

Bei der Realisierung gemeinsamer Ziele sind die Akteure gehalten, mit eigenen Aktivitäten zur Zielerreichung beizutragen. Die bloße Vereinbarung auf bestimmte Ziele reicht nicht aus, vielmehr sind diese in individuelle Zielbeiträge zu disaggregieren. Aus Sicht des Einzelnen herrscht jedoch das Interesse vor, die mit Kosten verbundene individuelle Eigenleistung möglichst gering zu halten (Trittbrettfahrersyndrom). Diese Verhaltensweisen sind in jenen Fällen noch ausgeprägter, in denen eine größere Zahl von Beteiligten involviert ist. Die Unterlassung der eigenen Mitwirkung führt in diesen Konstellationen im Allgemeinen für den Free-Rider zu keinen fühlbaren negativen Rückwirkungen, zudem ist ein solches Verhalten nur schwerlich zu kontrollieren und zu sanktionieren. Beispiele für Phänomene dieser Art sind u.a. die Armutsbekämpfung in Entwicklungsländern, Abrüstungsinitiativen, Sicherung des Friedens oder die Regulierung der Finanzindustrie.

- (5) Das Erkennen von Dilemmastrukturen gestaltet sich nicht immer einfach, weil diese Problemstrukturen in der Realität häufig von anderen Faktoren, zum Teil auch gegenläufigen Kräften, überlagert werden, so dass die Grundform von zugrunde liegenden Gefangenendilemmata phänomenologisch nicht mehr zu identi-

---

<sup>46</sup> Vgl. Pies (2004), S. 8.

<sup>47</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 37 f.

fizieren ist.<sup>48</sup> Homann führt beispielhaft das in Entwicklungsländern zu hohe und in wohlhabenden Staaten des Öfteren zu beobachtende problembehaftete niedrige Bevölkerungswachstum an. Der Konnex mit einer zugrunde liegenden Gefangenendilemmastruktur wird in diesem Fall über die Altersversorgung als Stellgröße deutlich: In jenen Ländern, in denen sich die Menschen bei der Versorgung im Alter auf ihre Kinder abstützen, ist eine hohe Geburtenrate festzustellen. Anders sieht es in vermögendere Staaten aus, wo die Versorgung im Alter durch Versicherungssysteme gewährleistet wird. Die hierfür vorher zu erbringenden Sparleistungen werden jedoch durch die notwendig werdenden Ausgaben für Unterhalt, Erziehung und Ausbildung von Kindern reduziert, so dass später zu erwartende Rentenansprüche geringer ausfallen.<sup>49</sup> Ein weiteres Beispiel hoher Brisanz von immanenten Dilemmastrukturen ist insbesondere vor dem Hintergrund des jüngsten Atomunfalls in Japan die Spaltung von Staaten in solche, für die trotz der Debatte um die Sicherheit von Atomkraftwerken die Errichtung neuer Nuklearmeiler ein wichtiger Baustein ihrer Energieversorgung auch weiterhin darstellt<sup>50</sup> und solche, die dieser Technologie in Zukunft wegen existenter Gefahrenpotenziale entsagen und vermehrt auf alternative Stromerzeugung mit allerdings hohen Umstellungskosten setzen wollen. Gerade mit Blick auf den stark wachsenden weltweiten Energiebedarf sowie der Begrenztheit fossiler Brennstoffe wären internationale Abkommen über einen Energiemix mit gegenseitiger Kontrolle und Transparenz dringend angeraten. Das Gefangenendilemma erklärt diese Problemlage mit Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit als eines wichtigen Parameters, die einzelne Staaten befürchten und sich daher gegenseitig misstrauen. Letztere setzen deshalb weiterhin in einem hohen Maße auf die vermeintlich billigere Kernkraft und nehmen vor dem Hintergrund zukünftiger Entsorgungsprobleme und wachsender Risiken auf diese Weise Trittbrettfahrer-Positionen bei der Energiegewinnung ein. Insgesamt dürfte es bei solchen immens wichtigen dilemmabehafteten Zukunftsproblemen einsichtig sein, dass es bei deren Identifizierung als auch Lösung zu fatalen Folgen kommen kann, wenn etwa nur die Symptome und nicht die wahren Ursachen von Fehlentwicklungen erkannt und somit grundlegende Justierungen an den entscheidenden Stellen nicht vorgenommen werden. Moralappelle

---

<sup>48</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 26.

<sup>49</sup> Vgl. ebd., S. 30.

<sup>50</sup> Vgl. Sinn (2009a), S. 15 ff.

helfen in der heutigen Welt dabei nicht mehr weiter. „Menschen befolgen moralische Normen im Normalbetrieb moderner Gesellschaften dann und nur dann, wenn sie davon – zwar nicht im Einzelfall, aber – in der Sequenz von Einzelfällen individuelle Vorteile erwarten.“<sup>51</sup>

- (6) Das zentrale Merkmal der Ökonomik als Wissenschaft basiert auf Interaktionen mit deren charakteristischen Merkmalen individueller Vorteils- und Nachteilskalkulationen.<sup>52</sup> In Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma handeln die Akteure in der Marktwirtschaft durch die Problemstruktur bedingt eigennützig, d.h. sie streben über den Wettbewerb nach Maximierung ihrer Gewinne oder etwa der Zunahme des Shareholder Value. Ihr Verhalten richtet sich hierbei nicht danach, ob dieses mit Gruppeninteressen harmoniert. Vielmehr sind es situative Anreize, die darüber entscheiden, ob die Verfolgung des eigenen Interesses mit dem der Gruppe in Einklang zu bringen ist oder nicht.<sup>53</sup> Dieses systemimmanente Verhalten dient gleichzeitig als Schutz der Agierenden vor Ausbeutung. Das als Geschäftsgrundlage der Marktwirtschaft dienende Eigeninteresse ist in den Dienst der Bedürfnisbefriedigung der Menschen zu stellen. Der Ausgleich unterschiedlicher Interessen wird durch die „unsichtbare Hand“ des Marktes im Rahmen einer sichtbaren Ordnung des Rechts gewährleistet. Die sich über den Markt frei bildenden Preise koordinieren mit Hilfe einer geeigneten Rahmenordnung die eigennützigen Aktionen der Akteure zum Vorteil aller. Dieser Eigennutz ist moralisch nicht zu kritisieren und nicht mit Gier gleichzusetzen.<sup>54</sup> Die Trennlinie zwischen sittlichem und unsittlichem Verhalten verläuft dabei zwischen einem Vorteilsstreben ausschließlich zu Lasten anderer und einem solchen, welches auch den übrigen Individuen zu mehr Wohlstand verhilft. Wettbewerb und Eigennutz sind wohlstandsfördernde Treiber für Wirtschaftsprozesse, deren Überschüsse Verteilung erst ermöglichen.<sup>55</sup> In geeignete Regeln eingebettet erzeugt der Wettbewerb Solidarität.<sup>56</sup>

---

<sup>51</sup> Homann/Lütge (2005), S. 20.

<sup>52</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 91 ff.

<sup>53</sup> Vgl. Pies (2004), S. 8.

<sup>54</sup> Aus Sicht Hoersters ist es rational, seine Interessen zu realisieren, sofern nicht ein vorrangiger Grund normativer Art die Realisierung eines Interesses als irrational erweisen lässt. Vgl. Hoerster (2003), S. 42.

<sup>55</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 32.

<sup>56</sup> Vgl. Lütge (2004b), S. 15.

- (7) Das Modell des Homo oeconomicus ist die zentrale Annahme der klassischen und neoklassischen Theorie. Neben seiner Fähigkeit zur uneingeschränkten Rationalität ist sein Verhalten von Eigennutz und dem Ziel der Nutzenmaximierung geleitet.<sup>57</sup> Der Eigennutz und die daraus abgeleitete Motivation des Homo oeconomicus hat dabei nichts mit einer moralischen Bewertung des Verhaltens von Individuen zu tun.<sup>58</sup> Eine weitere Annahme bilden die lückenlos vorhandenen Daten über alle Entscheidungsalternativen sowie deren Folgen. Auf die Kapitalmärkte übertragen sind diese demnach insofern effizient, als alle vorhandenen Informationen etwa in den Wertpapierkursen eingepreist sind und alle Marktteilnehmer vollständig rational handeln. Mit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise erhielten jedoch die Zweifler an der Tauglichkeit der traditionellen ökonomischen Theorie durch das zu beobachtende Verhalten von Anlegern erneut Auftrieb, indem diese panikartig nahezu alle Wertpapiere verschiedener Anlageklassen zum Verkauf stellten und auf diese Weise ganze Märkte kollabierten. Die dadurch aufscheinenden Widersprüche zum Theoriekonstrukt des Homo oeconomicus haben der verhaltensorientierten Finanztheorie (Behavioral Finance) als einer eigenständigen Disziplin weiteren Aufschwung verliehen.<sup>59</sup> Die Vertreter dieser Richtung sehen Abweichungen vom Standardmodell des Homo oeconomicus, wobei Erkenntnisse der Psychologie und Modelle begrenzter Rationalität zur Erklärung des Anlegerverhaltens auf den Finanzmärkten einfließen.<sup>60</sup> <sup>61</sup> Die wachsende Bedeutung verhaltenstheoretischer Ansätze bei der Erklärung von Entscheidungen auf den Finanzmärkten soll allerdings nicht dazu führen, sich vom Homo oeconomicus als dem methodischen Modell in Interaktionsstrukturen vom Typ des Gefangenendilemmas zu entfernen.<sup>62</sup> Homann sieht in dem Homo oeconomicus weder ein Menschenbild noch eine Handlungstheorie, sondern eine

---

<sup>57</sup> Der Nutzenbegriff in der modernen Ökonomik ist offen und nicht nur monetär aufzufassen. Zu den Wortbedeutungen „Nutzen“ und „Maximierung“ vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 27.

<sup>58</sup> Vgl. Kirchgässner (2008), S. 48 f.

<sup>59</sup> Koslowski sieht die Zeit des Homo oeconomicus zu Ende gehen bei gleichzeitiger Hinwendung zu einem postmodernen Wirtschaftstypus, der Wirtschaft als eigenständige Kultur begreift. Vgl. Koslowski (1992), S. 78.

<sup>60</sup> Nach Kirchgässner steht das Verhalten des Homo oeconomicus nicht im Widerspruch zur psychologischen Betrachtungsweise. Demnach ist das psychologische Verhaltensmodell mit der Deutung des Homo oeconomicus durchaus aufgrund vorliegender ähnlicher Verhaltensstrukturen vergleichbar. Vgl. Kirchgässner (2008), S. 29 f.

<sup>61</sup> Zum Einschluss irrationalen Verhaltens in Theoreme der modernen Ökonomie vgl. Becker (1982), S. 167 ff.

<sup>62</sup> Zum Modellcharakter des Homo oeconomicus vgl. Göbel (2006), S. 48 f.

Situationstheorie.<sup>63</sup> In Situationen des Gefangenendilemmas wird der Mensch aus Selbstschutz zu einem Verhalten analog dem Homo oeconomicus gezwungen, wobei dieses theoretische Konzept jedoch keine Aussagen über den Menschen selbst trifft, sondern vielmehr solche über existente Anreizstrukturen in Gefangenendilemma-Konstellationen.<sup>64</sup> So bildet in Fortführung des vorgenannten Beispiels festzustellender panikartiger Verkäufe von Anteilen im Verlauf der Finanzkrise das Gefangenendilemma einen situativ geeigneten Erklärungsansatz für extreme Volatilitäten und ein einsetzendes Herdenverhalten an den Finanzmärkten. Wenn Preise von Wertpapieren fallen und die Marktakteure nicht wissen, wann dieser Abwärtstrend zum Halt kommt, ist es für Akteure rational, keine zusätzlichen Risiken einzugehen bzw. bestehende Positionen glattzustellen, was im Kollektiv weiter fallende Wertpapierkurse zur Folge hat. Für ein Handeln gegen den Trend besteht kein Anreiz. Banken geraten in Liquiditätsnot, der Markt droht zu kollabieren. Das Dilemma ist, dass alle Banken sich verbessern könnten, wenn sie kooperieren und ihre vorhandenen „Kriegskassen“ zum Einsatz brächten.<sup>65 66</sup>

- (8) Seit Ausbruch der Finanzkrise ist die Problematik, wer hierfür die Verantwortung oder gar individuelle Schuld trägt, ein wichtiges Diskussionsthema geworden. Bank- und Fondsmanager sowie andere Finanzmarktakteure stehen seither besonders am Pranger. Sie werden mit moralischen Verfehlungen in Form von Egoismus, grenzenloser Gier, Zügellosigkeit, Spekulantentum und anderen negativen Wesenszügen in Verbindung gebracht.<sup>67</sup> In keinem sonstigen Wirtschaftszweig scheinen moralische Prinzipien und die gesellschaftliche Wirklichkeit so vehement aufeinanderzustoßen wie in der Finanzwirtschaft, u.a. bedingt durch die enormen Einkommenseinbußen und Vermögensverluste für viele Menschen als Folge von immer wieder aufscheinenden Krisen. Bei der Kontroverse um Zuweisung von moralischen Verfehlungen stellt sich allerdings die Frage, ob eine Moralität überhaupt zur Anwendung kommen kann, wenn die Vorbedingungen einer Autonomie der handelnden Personen gemeinhin nicht vorhanden sind und ein au-

---

<sup>63</sup> Vgl. Homann/Lütge (2002), S. 201.

<sup>64</sup> Hinsichtlich der Kritik am Modell des Homo oeconomicus verweisen Homann/Meyer auf die Ökonomie als eine der Einzelwissenschaften, deren Leistungspotenziale durch Abstrahierung von der Realität erzielt werden. Diesem Gedanken liegt auch das Theoriekonstrukt des Homo oeconomicus zugrunde. Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 95.

<sup>65</sup> Zu Grundannahmen über das Handlungsmodell des Homo oeconomicus vgl. Göbel (2006), S. 46 ff.

<sup>66</sup> Vgl. Bieta et al. (2008), S. 14.

<sup>67</sup> Zur Ethik des Kapitalmarktes und zu den durch die einzelnen Handlungen hervorgerufenen unbeabsichtigten negativen Nebenwirkungen vgl. Koslowski (2005), S. 376 ff.

tonomes Subjekt als Moralträger in diesem Sinne nicht auszumachen ist. Bei zu erstellenden Ursachenanalysen der größten Finanzkrise seit 80 Jahren, die das gesamte Weltfinanzsystem an den Rand des Zusammenbruchs führte und die Europäische Währungsunion und ihre gemeinsame Währung hoher existenzieller Gefährdung aussetzte, stellt sich die Frage, wie eine solche Entwicklung in einer hochmodernen und hochtechnisierten Welt überhaupt ihren Lauf nehmen konnte. Der Argumentationslogik vorliegender Arbeit folgend, handelt es sich größtenteils um spieltheoretisch zwingende Abfolgen aufgrund existenter Konstellationen des Gefangenendilemmas, die kooperative und förderliche Entwicklungen auf den globalisierten und entfesselten Finanzmärkten verhinderten, womit eine mögliche individuelle Schuldzuweisung zu verneinen wäre. Die vielerorts inhaltlich als Begründung ins Feld geführten Verursachungselemente, so etwa die zu risikoreiche und aggressive Geschäftspolitik der Finanzwelt oder der Einsatz einer großen Anzahl innovativer und intransparenter Finanzinstrumente, sind vor diesem Hintergrund als Symptome noch tiefer liegender Ursachen, namentlich in Form von Dilemmastrukturen anzusehen. Das Gleiche trifft auf die moralisierende und stark aufgeladene Diskussion ungezügelter Gier nach Profit auf den Finanzmärkten zu. Seit dem englischen Nationalökonom Adam Smith mit dessen grundlegender Lehre ist bekannt, dass es der Eigennutz ist, der die Wirtschaft zum Wohle aller antreibt. Insofern ist nicht das überzogene Gewinnstreben der einzelnen Akteure zu verurteilen, sondern vielmehr sind es die vorgelagerten Regelwerke von Anreiz- und Vergütungsmodellen, die das eigentliche Problem in dieser Frage darstellen. In Anlehnung an Adam Smith heißt es: „Der Wohlstand aller hängt nicht vom Wohlwollen der Akteure ab, sondern von einem geeigneten Regelsystem“.<sup>68</sup> Abstrakt betrachtet handelt es sich bei der immer wieder vorgebrachten Gier nach Acemoglu weder um eine gute noch um eine schlechte Eigenschaft. Wird sie in gewinnmaximierende, wettbewerbsfähige, innovative und in geeignete Regulierungen und Institutionen eingebettete Verhaltensmuster kanalisiert, kann diese als ein Motor für wirtschaftliches Wachstum wirken.<sup>69</sup> Den zutage getretenen ökonomischen Verwerfungen liegen Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma zugrunde, bei denen es somit keine Schuldigen im subjektiven Sinne geben kann. Zudem zeichnen sich solche Interaktionsstrukturen dadurch aus, dass

---

<sup>68</sup> Lütge (2007b), S. 3.

<sup>69</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 5.

mit subjektiven Lernprozessen der involvierten Akteure, die neue Krisen in der Zukunft ausschließen könnten, nicht zu rechnen ist. Ein Beleg für Lernblockaden dieser Art ist eine Reihe von erneut aufscheinenden Geschäftspraktiken vormaliger Couleur wie etwa die Zahlung hoher Boni, als hätte es eine Finanzkrise nie gegeben.

- (9) Bei dem vom Systemimperativ Wettbewerb ausgehenden Anreizen verfolgen die Finanzmarktakteure ihre Vorteile und Gewinninteressen, die mit zu den Grundprinzipien der Marktwirtschaft zählen und Solidarität zwischen den Menschen bewirken. Auf diesem Wirtschaftsmodell fußt der ganze Erfolg von Volkswirtschaften westlicher Prägung, das seine wohlfördernden Wirkungen gegenüber anderen Wirtschaftsordnungen bislang zweifelsfrei unter Beweis gestellt hat. Das Streben nach individuellen Vorteilen darf dabei dem Allgemeininteresse nicht zuwiderhandeln, unsolidarisches Verhalten hervorrufen oder in asozialer Weise Dritte schädigen. Nur der Staat kann individuelle Grund- und Freiheitsrechte sowie Eigentums- und Verhaltensrechte und dadurch die Entfaltung offener und freier Märkte gewährleisten. Er darf dabei jedoch nicht zulassen, dass etwa die Entscheidungskompetenz von Managern und deren eigene Haftung zu weit auseinanderfallen, wie dies im Vorfeld der Finanzkrise in eklatanter Weise zu beobachten war. Das Gleiche trifft auf die Geschäftsmodelle zahlreicher Banken zu, die zwar vor der Krise Gewinne auf Rekordniveau erzielten, dafür allerdings systematisch zu hohe Risiken eingegangen waren und damit zu einer starken Übernutzung der Finanzmärkte beigetragen haben. Im gegebenen System des Wettbewerbs verhielten sich zwar die Finanzmanager selbst rational, sie handelten allerdings letzten Endes zum Schaden des Ganzen. Was für Einzelne ökonomisch vorteilhaft ist, muss in der Summe nicht für alle zu erwünschten Resultaten führen. Nicht von der Hand zu weisen sind neben existenten Fehlanreizen zwar einzelne individuelle Fehleinschätzungen und Leichtsinns im Spiel zwischen Risiko und Rendite. Auch dürfte in dem einen oder anderen Fall eine juristische Aufarbeitung da geboten sein, wo gegen bestehende Regeln verstoßen oder vorsätzlich Informationen verzerrt, verborgen oder verschleiert wurden. In erster Linie schlossen sich die Finanzmarktakteure jedoch einem Mainstream an, dem sie sich nicht entziehen konnten. Die Finanzkrise brach nicht über Nacht über die Finanzwelt herein. Ihr gingen über viele Jahre in reichem Maße Grundstücksgeschäfte auf dem amerika-

nischen Immobilienmarkt voraus, denen umfangreiche Volumina von lukrativen Verbriefungen hypothekarisch gesicherter Kredite folgten. Den Banken und ihren Managern mangelte es an Transparenz über das wahre Ausmaß dieser Transaktionen und über die sich immer stärker herausbildenden Blasen sowohl auf den amerikanischen Grundstücks- als auch auf den internationalen Syndizierungsmärkten. Die einzelnen Investmentbanker, Pensions- und Hedgefondsmanager, deren Einkommen und kollegiales Ansehen von guter Performance abhingen, standen in Konkurrenz zueinander und waren dem Druck der Märkte ausgesetzt. Sie gerieten in den Sog gewinnträchtiger Geschäfte, den das System erzeugte. Es geht summa summarum also nicht um das Fehlverhalten Einzelner, sondern um einen der Fälle, in denen der Markt als dezentrales Allokationsinstrument systematisch versagte. Auf aggregierter Ebene werden unter Dilemmastrukturen unliebsame Resultate erzielt, für die der einzelne Akteur nicht haftbar gemacht werden kann, weil er sie (alleine) nicht zu kontrollieren vermag.

- (10) Unerwünschte Dilemmastrukturen werden demnach durch sanktionsbewehrte Institutionen formeller (Recht) und informeller Art (Moral, Brauchtum, Traditionen, Konventionen) überwunden.<sup>70 71</sup> Änderungen der Auszahlungsstruktur in der Pay off-Matrix beeinflussen hierbei Interaktionen in der Weise, dass vormals existente Dilemmata aufgebrochen werden.<sup>72</sup> Institutionelle Arrangements legen nicht nur die Verhaltensregelungen des einzelnen Akteurs, sondern auch die Strategiemengen der Mitspieler fest, wodurch die Voraussetzungen eines Optimierungskalküls nach dem Modell des Homo oeconomicus gegeben sind. Es ist Aufgabe des Staates, regulierend dort einzugreifen, wo die Marktkräfte nicht funktionieren. Institutionen sind dabei derart zu konfigurieren, dass sie den Eigennutz in allgemeine Wohlfahrt transformieren. „Als rationale Wirtschaftspolitik sei der Versuch bezeichnet, individuell rationalem Verhalten dort, wo es zu kollektiver Rationalität führt, zum Durchbruch zu verhelfen und dort, wo keine Harmonie zwischen individueller und kollektiver Rationalität herrscht, kollektive Rationalität herzustellen. Die dazu notwendige Analyse institutioneller Arrangements erfolgt aus einer strikten ex ante Sicht.“<sup>73</sup> Durch Dilemmastrukturen hervorgerufene kontra-

---

<sup>70</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 33.

<sup>71</sup> Zu Funktionen von Institutionen vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 36 f.

<sup>72</sup> Vgl. Axelrod (2009), S. 120.

<sup>73</sup> Weimann (2009), S. 24.

produktive Situationen werden auf diese Weise überwunden. Vor diesem Hintergrund sind die Schockwellen der gegenwärtigen Finanzkrise vor allem als ein Unvermögen internationaler Regierungsgewalten und damit als ein Systemfehler herauszustellen, die entweder die Bedeutung gefährlicher und sich gegenseitig aufbauender bzw. verstärkender Kaskaden von Dilemmata nicht erkannt, bei deren Entschärfung versagt oder aufgrund unterschiedlicher Macht- und Interessenkonstellationen aus politischen Motiven über diese hinweggesehen haben.

- (11) Die Struktur des Gefangenendilemmas erlaubt es nicht, dass bei den Spielzügen bzw. der Moral der handelnden Personen und deren Motiven angesetzt wird, sondern bei den Handlungsbedingungen respektive den Spielregeln angesetzt werden muss. Andernfalls wäre die Gefangenendilemma-Konstellation strukturell nicht zu überwinden. Nicht erst die faktische Übernahme einer Position des Trittbrettfahrens bzw. der Defektion, sondern schon die Eventualität für solche Verhaltensmuster lässt dem einzelnen Akteur keine andere Wahl, als präventiv Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Im Gegensatz zu früheren Gesellschaftsformen ist die moderne Gesellschaft nicht wert-, sondern vielmehr regelintegriert; sie ist über die Gestaltung ihrer Ordnung zu steuern und nicht über die direkte Einflussnahme auf Handlungen und Interessen sowie die Motive ihrer Akteure.<sup>74</sup> Moralisch zweifelhafte oder gar empörende Zustände auf der Welt sind damit nicht auf böse Absichten der Handelnden oder auf deren Egoismus und Profitgier zurückzuführen, sondern vielmehr auf den Umstand einer defekten oder sogar gänzlich fehlenden Rahmenordnung.

### **2.3. Die Relevanz der Verzahnung von Dilemmastrukturen am Beispiel der aktuellen Finanz- und Staatsschuldenkrise**

Größeres Gewicht ist nicht nur auf den Entstehungs- und Identifizierungsprozess von Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma mit ihren unsichtbaren Kräften schleichender Systemerosion zu legen, sondern auch auf existente horizontale und vertikale Verzahnungen, die zwischen einzelnen Dilemmata existieren und deswegen Risiken einer wechselseitigen negativen Einflussnahme in sich tragen. Durch die Wechselwirkung eines sich gegenseitigen Aufschaukelns können sich dabei weitere Lagever-

---

<sup>74</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 29 f.

schlechterungen einstellen sowie Gefahren nachteiliger Dominoeffekte auftreten.<sup>75</sup> Unheilvolle und folgenreiche Entladungen werden hierbei umso wahrscheinlicher, je stärker einzelne mit Dilemmata versetzte Strukturen zusammen auf einen Kulminationspunkt zusteuern und ihr Zerstörungspotenzial freisetzen.

Die auf gravierenden gesellschaftlichen Dilemmakonstellationen basierenden Fehlentwicklungen bauen sich hierbei in der Regel zunächst langsam über längere Zeithorizonte auf, bis schließlich eine kritische Schwelle erreicht und die Unterhöhlung von Ordnungen so weit fortgeschritten ist, dass ein Systemkollaps wahrscheinlich wird. Während sich dabei bestimmte Problemsituationen aufgrund fehlender Regelwerke von selbst langsam infolge innerer Dynamik entwickeln und verschärfen können, bilden sich andere aufgrund von Interaktionsinterdependenzen erst infolge bereits vorhandener Dilemmastrukturen. Wie auch einzelne Dilemmata in ihrer Bedeutung und Tragweite unterschiedlich zu gewichten sind, kann auch die Intensität der zwischen ihnen bestehenden Beziehungen ebenfalls unterschiedlich starker Ausprägung sein. Indem etwa der Klimawandel und der Raubbau der Weltmeere zwar als äußerst bedeutsame Beispiele einer zugrunde liegenden Gefangenendilemma-Problematik anzusehen sind, ist eine darüber hinausgehende unmittelbare Verknüpfung bzw. Beziehung beider Phänomene mit Ausnahme des ihnen übergeordneten Unvermögens der ebenfalls in einer Dilemmasituation befindlichen internationalen Regimepolitik nicht ohne weiteres herzustellen. Anders sieht es per exemplum bei sich überlagernden Dilemmastrukturen in Fragen des Klimas sowie der Energieerzeugung aus. So hat etwa die Energiegewinnung mittels fossiler Brennstoffe Auswirkungen auf das Klima, die Begrenztheit von Rohstoffen und die Folgen des Klimawandels haben zudem Einfluss auf zukünftiges Wirtschaftswachstum.

Auch bei der im Vorfeld der neuesten Finanzkrise stark pyramidalen und hierarchischen Struktur vernetzter Dilemmastrukturen befand sich eine größere Anzahl in gegenseitiger Abhängigkeit und Beeinflussung und befeuerten sich durch einen Feedbackmechanismus wechselseitig. Werden derartige Zusammenhänge zu spät oder überhaupt nicht erkannt, kann es bei einer Agglomeration verbundener Dilemmata nur eine Frage der Zeit sein, bis sich diese alle gleichzeitig entladen und dadurch schwere Krisen verursachen, wie dies kaum apodiktischer als an den folgenden eklatanten Beispielen der letz-

---

<sup>75</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 3.

ten und heute immer noch nicht vollständig überwundenen Weltfinanzkrise sowie an der derzeitigen Konstitution der Europäischen Union zu demonstrieren ist:

- Der internationalen Finanzkrise vorgelagert war zunächst eine von der US-Administration überzeichnete Wohnraum- und Tiefzinspolitik, die auf politische Gewinne abzielte und eine große Zahl potenzieller amerikanischer Hausinteressenten in eine Problemstruktur analog dem Gefangenendilemma versetzte, auf der sich fortan ganze Ketten weiterer Dilemmata aufbauen sollten. Millionenfach nutzten US-Bürger die Gelegenheit und legten sich eine oder gleich mehrere Immobilien zu. Amerikanische Hypothekenbanken gerieten in die soziale Falle und bedienten die überbordende Nachfrage nach Grundbesitz mit der Vergabe von immer mehr Krediten. Die Finanzierungsbedingungen wurden dabei mit der Zeit in absurder Weise gelockert, um auch noch vollständig mittellosen Hausinteressenten die Möglichkeit des Erwerbs von Grundeigentum zu bieten. Die durch extensive Darlehensgewährungen der Realkreditinstitute entstandenen Restriktionen in ihren Bilanzen hinsichtlich notwendiger Eigenkapitalunterlegung wurden mittels Verbriefung der Kreditforderungen beseitigt. In dieses Geschäft stießen Investmentbanken, die die Kreditderivate zu Paketen bündelten, strukturierten und tranchierten. Nunmehr traten internationale Investoren auf den Plan, die die verbrieften Anleihen in großen Volumina zeichneten. Auch auf dieser Ebene entstandene bilanzielle Engpässe wurden durch Auslagerung von Kreditforderungen auf außerhalb der Bilanz geführte und zumeist in Regulierungs- und Steueroasen beheimatete Zweckgesellschaften gelöst. Mittels Fremdfinanzierung und dadurch sich einstellender Leverage-Effekte erzielten Finanzinstitute dabei enorm hohe Eigenkapitalrenditen. Verzerrte Anreize bei den variablen Vergütungsbestandteilen verstärkten das Streben nach hoher kurzfristiger Rendite und höherem Risiko. Auch bei der Jagd nach guten Talenten befanden sich die Finanzinstitute in einer Dilemmasituation. Mangels festgelegter staatlicher Regelungen oder einer Selbstregulation der Finanzbranche wurden Boni stetig höher geschraubt und veranlassten deren Empfänger, immer größere Risiken einzugehen. Die Vergütungsexzesse sollten später zu einem erheblichen gesellschaftlichen Empörungspotenzial beitragen. Die in massiven Interessenkonflikten befindlichen Ratingagenturen verliehen den zugrunde liegenden Wertpapierkonstruktionen zudem ihre Gütesiegel in Form von Bestnoten. Einzelnen Investmentbankern war es kaum möglich, sich diesem Sog zu entziehen, da sie im Vergleich mit ihrer Konkurrenz aufgrund schlechte-

rer Performance vom Markt bestraft worden wären. Ihre Entscheidungen erfolgten auf individueller Grundlage, Kooperationsformen gestalten sich in sozialen Dilemmata äußerst kompliziert und sind allenfalls von übergeordneten Instanzen durchzusetzen. Schließlich bewirkte die Kumulation von Dilemmastrukturen den nahezu unvermeidlichen Kollaps des amerikanischen Immobilienmarkts sowie den Ausbruch einer Vielzahl von in wechselseitiger Abhängigkeit stehenden anderen Dilemmastrukturen mit den bekannten negativen Kettenreaktionen. Durch die Wucht der Krise verloren Hausbesitzer millionenfach wieder ihr Wohneigentum, Banken brachen zusammen, die Weltwirtschaft rutschte in eine tiefe Rezession und Existenzen wurden zu Haufe zerstört.

- Ein weiteres Musterbeispiel vernetzter Dilemmastrukturen bietet der derzeitige Brandherd innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Die größte Finanzkrise seit mehr als 80 Jahren wirkt auch dort zugleich als Katalysator für die Entladung ineinander verwobener sowie sich gegenseitig überlagernder und über viele Jahre aufgestauter Dilemmakaskaden, die entweder zuvor von der Politik nicht vorausschauend diagnostiziert worden waren oder an deren Auflösung aus politisch opportunistischen Motiven nur geringes Interesse bestand. Die bislang sichtbar gewordenen fieberhaften Aktionen europäischer Regierungen als Antwort auf die mittlerweile stark verfahrenene Lage ist, dass die Euro-Politik sich mit allen Kräften immer verzweifelter von einem Krisengipfel zum anderen bewegt und ungelöste Struktur- und Schuldenprobleme einzelner Mitgliedsländer mit stets größeren vergemeinschafteten neuen Schulden zu beheben versucht und hierbei eine nachhaltige Generationenpolitik mehr und mehr aus den Augen verliert. In der Abfolge immer kürzerer Zeithorizonte gestaltet sich das Krisenmanagement als eine schier unabwendbare Kette verfehlter Interventionen europäischer Regierungen, die aufgrund entstehender Kollateraleffekte und ausbleibender Heilbehandlung an den eigentlichen Wurzeln der Probleme unablässig neue Eingriffe nach sich ziehen sowie weitere Dilemmasituationen entstehen lassen, wodurch immer höhere Eskalationsstufen erklommen werden. Anders ist die Entwicklung am Beispiel Griechenland nicht zu erklären, indem sich die Staatsschuld eines im Vergleich kleinen europäischen Staates mit einem nur dreiprozentigen Anteil an der Gesamtschuld und nur einem zweiprozentigen Beitrag am gesamten BIP der Europäischen Union aufgrund enger Verzahnungen der internationalen Finanzmärkte in einem solchen Maße systemisch ent-

wickeln konnte und sogar die ganze Wirtschafts- und Währungsunion als einer der größten Wirtschaftsräume dieser Welt in eine veritable Existenzkrise stürzen ließ.<sup>76</sup> Die hier zu Tage tretende Krisenpolitik scheint zu verkennen, dass von Anfang an im Keim bestehende Dilemmastrukturen mit immerfort neuen Kreditzusagen zur Lösung von Schuldenproblemen nicht aufgebrochen, sondern eher infolge negativer Rückkopplungs- und Ausstrahlungseffekte noch verschärft werden und dass eine permanente Alimentierung bisheriger Manier weder fiskalisch noch politisch und rechtlich dauerhaft durchzuhalten ist. Die langfristige Finanzierung struktureller Budgetdefizite einzelner Länder der Euro-Zone steht dabei im Widerspruch zur Logik der Integration und die Missachtung dieses Faktums kann zu drastischen Sanktionierungen der Märkte führen.<sup>77</sup> Vor dem Hintergrund extrem hoher Staatsverschuldung in nahezu allen EU-Ländern steigt mit immer höheren Kredit- und Garantiezusagen die Gefahr noch weiter, dass überdies andere finanziell hochbelastete Staaten wie etwa Italien oder Spanien desgleichen in Zahlungsverzug kommen könnten.<sup>78</sup> Mit zusätzlichen Rettungsmaßnahmen auch gegenüber diesen im Vergleich großen europäischen Ländern würde sich jedoch auch die Finanzpotenz jener noch als solvent geltenden Staaten wie Deutschland und Frankreich reduzieren, die immer größere Anteile an den geschnürten Rettungspaketen übernehmen und mit jedem weiteren Kredit der Gefahr von Bonitätsverlusten ausgesetzt sind. Der Weg in eine heillos ungeordnete Finanzwelt wäre vorgezeichnet. Dabei lässt sich die Finanz- und Existenzkrise der Europäischen Währungsunion auf von Anfang an existente fundamentale Dilemmastrukturen zurückführen, die bis zum heutigen Tage noch keiner wirklichen Lösung zugeführt wurden. Hierzu zählt in hohem Maße die politische Fehlannahme, dass sich eine Währungsunion heterogener Einzelwirtschaften mit vereinheitlichter Geldpolitik und gleichzeitig fortbestehender nationaler Fiskalpolitik bei ausbleibender Vorschaltung einer politischen Union zu einem funktionierenden Gesamtgebilde entwickeln kann. Aus diesem Grunde zeigten sich auch die Märkte als neutrale Beobachter wiederholt unbeeindruckt von immer höheren Finanzhilfen, indem hohe Ri-

---

<sup>76</sup> Zu den Ansteckungskanälen im Eurogebiet aufgrund von in Finanznot geratenen Euro-Staaten vgl. Bindseil/Modery (2011), S. 215 ff.

<sup>77</sup> Vgl. Schorkopf (2011), S. 6.

<sup>78</sup> Am Beispiel Italien ist es der dortigen Regierung seit längerer Zeit versagt, fiskalpolitisch zyklischen Schwankungen von Konjunkturverläufen entscheidend entgegenzuwirken, wobei vor allem Sozialausgaben und Zinskosten bei der Akkumulation der Staatsverschuldung herausragen. Bereits im Jahre 1984 betrug diese 90 Prozent des BIP und führte zu einem steigenden „Crowding Out-Effekt“ bei privaten Finanzierungen. Vgl. De Rosa (2008), S. 235 ff.

sikoaufschläge für einzelne Euro-Staaten gefordert werden bzw. deren Kapitalmarktfähigkeit nach wie vor in Frage gestellt wird. Die Folgen von verschleppten und sich über lange Zeit verzögernden Problemlösungen sind, dass sich Konstellationen von Gefangenendilemmata zu einem Explosivgemisch heranbilden können, das sich in dieser aufgestauten Form unkontrollierbar entladen und in der Konsequenz mit einem Kontrollverlust einhergehen kann. In solchen Situationen existieren nur noch geringe Spielräume geordneter Lösungen, die einen immer tieferen Fall oder sogar den Absturz mit gravierenden unheilvollen Schocks noch aufhalten könnten. Im Falle Griechenlands, das sich über viele Jahre im Ausland weitaus höher verschuldete, als dies die eigene Wirtschaftskraft zugelassen hätte, ist mittlerweile von einem Systemkollaps dieser Art auszugehen. Beim Blick auf die Eurozone in toto sind darüber hinaus kontaminierende Konstellationen denkbar, die einen kompletten Staatsbankrott weiterer Länder als denkbar erscheinen lassen. Des Weiteren wären eine Spaltung der Währungsunion oder sogar angesichts der existenziellen Problemdimension deren vollständiger Zusammenbruch mögliche Entwicklungen mit allen damit verbundenen einschneidenden Konsequenzen.

Mit dem Ausmaß vernetzter und in wechselseitiger Abhängigkeit stehender Dilemmakonstellationen variiert auch der Umfang unmittelbar beteiligter Spieler. Deren Anzahl kann dabei infolge eigendynamischer und sich selbstverstärkender Prozesse fortwährend größere Kreise ziehen, wodurch die zugrunde liegenden Mehrpersonendilemmata immer höhere Komplexitätsgrade erfahren. Während es zu Zeiten des Kalten Krieges in der Hauptsache zwei Großmächte waren, die sich einem Rüstungswettlauf verschrieben hatten, sind es etwa im Falle der US-amerikanischen Immobilienhaussiege Millionen von Haushalten gewesen, die in einem Dilemma gefangen waren und aus individuell rationaler Sicht Wohneigentum um jeden Preis erwerben wollten. Im Gegensatz dazu war die Anzahl der in einer oligopolistisch organisierten Marktform befindlichen Ratingagenturen nur auf sehr wenige Akteure begrenzt. Ebenso war das Quantum ihrer Gegenspieler in Gestalt von Investmentbanken, die Hypothekenkredite verbrieften und strukturierten, und damit u.a. aus nur zweitklassigen Hauskrediten von den Ratingagenturen mit Bestnoten versehene Finanzprodukte kreierte, zahlenmäßig ebenfalls überschaubar. Der Kreis involvierter Player erweiterte sich jedoch schon ganz erheblich, als durch Verfahren des „originate and distribute“ diese neu entstandenen hochverzinslichen Immobilienanleihen Investoren auf der ganzen Welt zeichneten und deren An-

schaffung zumeist mit zinsgünstigem Fremdkapital finanzierten, um auf diese Weise möglichst große Volumina bewegen und hohe Eigenkapitalrenditen erzielen zu können.<sup>79</sup> Als letzten Endes vor allem in den USA dortige Banken, Versicherungen und Pensionsfonds zusammenbrachen und dadurch weitere Kettenreaktionen auslösten, kamen außer den direkt beteiligten Spielern nunmehr auch unzählige geschädigte Anleger zum Vorschein, die um ihre Ersparnisse bzw. Aktiendepots sowie Altersversorgung fürchteten.<sup>80</sup> Eine vergleichbare Ausdehnung von Betroffenen erfahren derzeit die Bürger der Europäischen Union aufgrund negativer externer Effekte in Form ungelöster Probleme explodierender Staatsschulden in einzelnen Ländern. Während sich Regierungen, Unternehmen und viele Einzelpersonen aus den Peripherieländern über mehrere Jahre in Dilemmastrukturen befanden und weit über ihre Verhältnisse wirtschafteten, sind heute die dadurch entstehenden erheblichen Anpassungslasten nicht nur von allen Einwohnern der Währungsunion, sondern darüber hinaus aufgrund sich weltweit abzeichnender rückläufiger konjunktureller Tendenzen auch von anderen Volkswirtschaften außerhalb der Union zu tragen. Die den Steuerzahlern auferlegten Bürden sind dabei nicht nur Ergebnis der Misswirtschaft der betreffenden Länder, sondern vielmehr auch des Unvermögens von Regierungen, solches Trittbrettfahrerverhalten nicht von vornherein unterbunden zu haben. Vor dem Hintergrund der verfahrenen wirtschaftlichen Verhältnisse in einzelnen Staaten erscheinen nur noch schmerzhaft Radikalkuren als verbleibende Lösungsalternativen, die jedoch innenpolitisch vermehrt an ihre Grenzen stoßen und daher in der notwendigen Schärfe als nur sehr schwer durchsetzbar zu betrachten sind. Antieuropäische Ressentiments nehmen dabei sowohl in den Schuldner- als auch in den Gläubigerländern gleichermaßen zu. Bisherige Erfahrungen lehren, dass Finanzkrisen die wirtschaftliche Entwicklung über viele Jahre belasten. Politisch noch explosiver wird die Situation, wenn sich Krisen mit hoher Arbeitslosigkeit dauerhaft festsetzen. Regierungen werden in Fällen dieser Art abgewählt. Populisten betreten nicht selten die politische Bühne, so dass die Frage aufzuwerfen ist, mit wie vielen Entbehrungen Demokratien in diesem Kontext überhaupt umgehen können.

---

<sup>79</sup> Zu ethischen Implikationen von Geschäftsmethoden dieser Art vgl. Nielsen (2010), S. 309 ff.

<sup>80</sup> Zu Auswirkungen der Finanzkrise auf die Altersversorgung vgl. Börsch-Supan et al. (2010), S. 385 ff.

Bevor im Hauptteil auf die primären Dilemmastrukturen näher eingegangen wird, sollen nachfolgend die in der Finanzkrise dominierenden Verbindungen und Verzahnungen einzelner Dilemmata untereinander mit den zugrunde liegenden unterschiedlichen Akteuren näher beleuchtet werden:



**Abb. 1: Vernetzung der Dilemmastrukturen.**<sup>81</sup>

**Erklärung zur Abbildung:**

Zur Erläuterung dieser Abbildung des hier dargestellten Beziehungsgeflechts zwischen einzelnen Dilemmastrukturen seien zum einen die von der Tiefzinspolitik ausgehenden und zum anderen die von exzessiven variablen Vergütungssystemen ausstrahlenden Verbindungslinien beispielhaft herausgegriffen: Die von politischen Dilemmata behafteten Regierungen und Notenbanken leiteten eine Niedrigzinspolitik ein und befeuerten auf diese Weise ein weiteres soziales Dilemma, in dem US-Hausinteressenten gefangen waren, die um jeden Preis nach Wohnungseigentum trachteten. Desgleichen

<sup>81</sup> Eigene Darstellung.

besteht ein diesbezüglicher Wirkungszusammenhang niedriger Zinsen mit den in Dilemmasituationen befindlichen Hypothekenbanken, deren Kreditgeschäft dadurch erheblich angefacht wurde, und die sich zudem auf diese Weise günstig refinanzieren konnten. Aber auch bei den sich anschließenden institutionellen Anlegern spielte die Refinanzierung mittels günstiger Zinssätze eine maßgebliche Rolle. Die so ebenfalls in einen Dilemmazustand versetzten Investoren erwarben zu Haufe Kreditverbriefungen, die sie sogar außerhalb ihrer Bilanzen auf Zweckgesellschaften übertrugen, da andernfalls die zwingende Eigenkapitalunterlegung Grenzen für ihre Geschäftspolitik gezogen hätte. Des Weiteren wären weder Griechenland noch andere europäische Staaten in eine dermaßen hohe Schuldenlage geraten, hätten sie sich nicht in einer Stellung vom Typ des Gefangenendilemmas befunden und aufgrund des außerordentlich niedrigen Zinsniveaus weit über ihre wirtschaftlichen Verhältnisse Kredite für Konsumzwecke nachgefragt. Ein weiteres Exempel bietet die Dilemmastruktur der Banken bei ihrer Suche nach den besten Talenten mit ihrer praktizierten Politik exzessiver Boni, die wiederum auf eine größere Anzahl anderer Dilemmasituation einwirkte und selbstverstärkende Züge entfaltete. In obiger Grafik wurden aus Gründen der Übersichtlichkeit die existenten Verbindungslinien zwischen den in gegenseitiger Abhängigkeit stehenden Dilemmata nur angedeutet. Tatsächlich handelt es sich um einen ganzen Knäuel eines komplex vernetzten Beziehungsgeflechts.

### **1. Die expansive Zinspolitik der US-Notenbank**

Große Bedeutung im Rahmen makroökonomischer Fehlsteuerungen fällt der von der US-Notenbank über lange Zeit betriebenen expansiven Geldpolitik zu, die die Märkte mit übermäßiger Liquidität mittels Niedrigzinspolitik versorgte und dadurch mit der damit verbundenen Anreizstruktur zur Triebfeder der Subprime-Krise wurde. Die Fed sah der sich auf dem Häusermarkt immer stärker aufbauenden Spekulationsblase tatenlos zu und behielt das tiefe Zinsniveau zu lange bei, nachdem schon die Auswirkungen der erst im Frühjahr 2000 zerplatzten Dotcom-Blase bereits durch massive Zinssenkungen bekämpft worden waren („Rolling Bubbles“). Vernachlässigt wurde hierbei jedoch die Erkenntnis, dass Geld kein öffentliches Gut darstellt und mit einem Preis versehen sein sollte. So ermäßigten sich die Risikoprämien für Investitionen im Grundstücksmarkt dermaßen stark, dass tatsächliche Wagnisse nicht mehr in angemessener Form abgebildet wurden. Diese Zinspolitik wurde zudem flankiert von einer über Jahrzehnte andauernden übertriebenen Wohnraumförderung in den USA. Das Eigenheim zählte zum Bestandteil des „American Dream“ und diente gleichsam als Surrogat sozialer Transfers. Diese auf politische Gewinne abzielende Strategie versetzte viele US-Bürger in eine Dilemmasituation. Sie erwarben Immobilien, obwohl es hierfür in vielen Fällen an den Voraussetzungen mit Blick auf das verfügbare Einkommen und Eigenkapital mangelte. Diese politisch motivierten Entscheidungen reiften im Laufe der Zeit zu ei-

nem Fundament sich bildender und wechselseitig beflügelnder neuer Dilemmastrukturen.



## **2. Verbleib der Langfristzinsen im Tief aufgrund von Dilemmastrukturen**

Mit den kurzfristigen Zinsen verbunden sind die ebenfalls über viele Jahre vorherrschenden sehr niedrigen langfristigen Zinsen in den USA, wofür die von China in enormer Höhe jedes Jahr erzielten Handelsbilanzüberschüsse einen wichtigen Beitrag leisteten. Zur Förderung seiner Exporte hält dieses Land seit langer Zeit seine Währung durch den Kauf von US-Dollar unterbewertet, um auf diese Weise die Ausfuhren zu forcieren. Mit den dadurch erwirtschafteten Devisenreserven, die mittlerweile auf 3000 Milliarden US-Dollar beziffert werden, erwarb China langfristige US-Staatsanleihen, was aufgrund der erhöhten Nachfrage deren Kurse steigen und die Zinsen sinken ließ. Es erscheint zweifelhaft, ob die individuell rational erklärbare starke Exportfixierung mit der Folge extrem hoher Außenhandelsbilanzüberschüsse auf Dauer haltbar ist. Letztere trugen wesentlich zur Asymmetrie des globalen Handels bei und führten zu negativen Konsequenzen in Form einer überbordenden Verschuldung der USA und zu Verzerrungen im globalen Wirtschaftsgefüge, die u.a. auch auf die chinesische Ökonomie negativ zurückwirken.



## **3. Amerikanische Hauskäufer im Gefangenendilemma**

Die Krise am US-Häusermarkt nahm ihren Anfang damit, dass amerikanische Haushalte aufgrund verzerrter Anreizstrukturen vermehrt Wohnobjekte erwarben. Die diesbezüglichen Kaufentscheidungen wurden aufgrund extrem günstiger Zinsen und attraktiver Finanzierungsmodelle sowie mit der Aussicht auf weiter steigende Preise getroffen. Es herrschte die Einstellung vor, dass durch anhaltende Wertzuwächse der Immobilien diese sich im Laufe der Zeit von selbst bezahlen. Sogar mittellose Hausinteressenten konnten sich diesem Sog nicht entziehen und avancierten zu Hausbesitzern, nachdem Hypothekenbanken ihnen äußerst günstige Finanzierungsbedingungen offeriert hatten. Dieser Trend wurde durch die US-typische Rechtskonstruktion der nur eingeschränkten

Haftung bei Hypothekenschuldnern verstärkt (Non Recourse Loans).<sup>82</sup> Hauskäufer konnten hierbei so gut wie nicht verlieren. Sie investierten keine oder nur geringe Eigenmittel, nahmen anschließend eine Warteposition ein und profitierten in der Folge von steigenden Preisen, während bei fallenden Werten die Immobilie ohne Rückgriffmöglichkeit der Bank auf sonstige Vermögenswerte der Darlehensnehmer aufgegeben wurde. Vor diesem Hintergrund war es im Interesse amerikanischer Bürger, mindestens eine oder sogleich mehrere Immobilien spekulativ zu erwerben. Als infolge der Abkühlung des überhitzten Immobilienmarktes und auftretender Zahlungsprobleme bei Kreditschuldnern die Grundstückspreise zu Fall kamen, sank auch der Wert ihrer Immobilien unter die noch ausstehenden Hypothekendarlehen, so dass selbst noch zahlungskräftige Schuldner sich veranlasst sahen, ihr Grundstückseigentum der Bank zu überlassen und den Schuldendienst einzustellen. Der durch das entstandene Überangebot an Immobilien ausgelöste Preisrutsch hält bis zum heutigen Tag an.



#### **4. Verzerrte Anreizstrukturen beim Geschäftsmodell der US-Hypothekenbanken**

Aufgrund vorgenannter Dynamik entwickelte sich ein weiteres Dilemma im Bereich der Hypothekenbanken, die über viele Jahre beachtliche Erträge am explosiven Wachstum des US-Immobilienmarkts generierten. Diese hatten in großen Volumina Hypothekarkredite ausgelegt und außerordentlich großzügige Finanzierungsmodelle entwickelt, um immer mehr Interessenten anzulocken. In vielen Fällen wurde der Immobilienerwerb weit über 100 Prozent des Anschaffungswertes finanziert, so dass Hauskäufer mit dem überschießenden Betrag gleich noch einen Autokauf oder die Anschaffung sonstiger Konsumgüter finanzieren konnten. Auch ohne jegliches Eigenkapital war es möglich, Immobilienbesitz zu erlangen. Eine risikobehaftete Alternative beinhaltete der „Nur-Zins-Kredit“, bei dem die Tilgung über einen bestimmten Zeitraum zunächst ausgesetzt blieb. Zu dem Repertoire der Hypothekenbanken zählten des Weiteren sogenannte „Ninja-Kontrakte“ (no income - no job). Immer mehr nur über geringe Einkommen verfügende „Subprime Borrowers“ avancierten zu ihrer Zielgruppe. An banküblichen und umsatzhemmenden Kreditwürdigkeitsüberprüfungen verloren die Kreditinstitute ihr

<sup>82</sup> Es handelt sich um einen zweckgebundenen Kredit, welcher nur durch den Wert der Immobilie gedeckt ist. Im Zuge fallender Immobilienpreise führten Darlehen dieser Art zu Verlusten der Hypothekenbanken.

Interesse, weil sie die Darlehen anschließend nicht mehr in ihren eigenen Büchern behielten. Mit dieser Geschäftspolitik bildeten die Hypothekeninstitute ein bedeutendes Glied in der Kette weiter folgender dilemmabehafteter Abläufe.



## 5. Fehlanreize bei der Kreditverbriefung

In einem weiteren Dilemma befanden sich in der Folge die auf Umsatzwachstum und Gewinnung von Marktanteilen fokussierten Investmentbanken, die die Kredite der Hypothekeninstitute aufkauften und anschließend verbrieften. Die aus dem US-Immobiliengeschäft resultierenden Kreditforderungen wurden hierbei auf dem Wege der Kreditintermediation i.d.R. auf von Investmentbanken gegründete Zweckgesellschaften übertragen, die diese durch Ausgabe von Bonds (Mortgage Backed Securities - MBS) am internationalen Kapitalmarkt finanzierten. Die hypothekarisch gesicherten Außenstände wurden zudem vielfach noch mit anderen Kreditforderungen aus Ausbildungs-, Konsumenten- und Unternehmensdarlehen vermischt. Auf diese Weise entstanden Portfolios aus heterogenen festverzinslichen Wertpapieren (CDO), die anschließend bei Generierung ansehnlicher Zwischengewinne durch die Technik der Strukturierung in Tranchen aufgeteilt und institutionellen Investoren wie Banken, Fonds- und Versicherungsgesellschaften angedient wurden. Die über Kapitalmärkte ermöglichte Refinanzierung von Kreditforderungen und der damit einhergehenden Risikoentkopplung war allerdings mit enormen Anreizproblemen verbunden, was zur vermehrten Verbriefung risikoreicher Subprime-Positionen führte. Es entstanden ferner ganze Verbriefungsketten, indem einzelne Tranchen immer wieder neu verbrieft wurden, wodurch die Qualität der Forderungspools mehr und mehr verwässerte. Die Anbieter nutzten hierbei die Komplexität der Transaktionsstrukturen und intransparente Informationslage zu ihrem Vorteil, so dass sich die Investoren, die die gefährliche Anreizproblematik entweder nicht erfassten oder sie billigend in Kauf nahmen, ausschließlich auf die (fehlerhaften) Qualitätssiegel der Ratingagenturen verließen.



## 6. Die auf Kurzfristigkeit ausgerichteten Anreizsysteme auf den Finanzmärkten

Die Finanzmärkte sind stark durch kurzfristige Denk- und Handlungsmuster gekenn-

zeichnet. Dortige Akteure stehen unter dem Druck, schnell hohe Renditen zu erwirtschaften, wobei Risiken oftmals vernachlässigt werden. Insbesondere trifft dies auf Boomphasen zu, wenn jene Finanzmarktteilnehmer die Oberhand gewinnen, die sich risikoreichen Programmen verschrieben haben und andere relativ unkritisch solche Strategien adaptieren, indem sie diesen Geschäftsmodellen folgen und mit im Strom der Euphorie schwimmen. Dagegen werden diejenigen Akteure aufgrund schlechterer Ergebnisse vom Markt bestraft, die noch über eine stärkere Bodenhaftung verfügen. Kunden wenden sich ab und Manager gehen aufgrund schlechterer Performance von Bord. Die Entwicklung erhält durch die enge Kopplung von Bonussystemen am kurzfristigen Erfolg und den Einsatz von Fremdkapital als Hebel zur Renditesteigerung zusätzliche Brisanz. Die Finanzmanager befinden sich dabei in einem Gefangenendilemma. Wenn der Markt einen Erwartungsdruck auf die Ergebnisse vorgibt und betriebswirtschaftliche Kennzahlen im Drei-Monats-Rhythmus sowie der nächste Quartalsbericht das Maß aller Dinge sind, können sie sich oder einzelne Institute diesen Erwartungen kaum entziehen. Auch werden diese Verhaltensweisen durch die sichere Annahme unterstützt, dass letzten Endes der Staat unterstützend eingreifen wird, wenn die Existenz ganzer Banken auf dem Spiel steht. Ferner setzen die Notenbanken mit ihrer auf kurzfristige Zinsen fixierten Geldpolitik im Falle platzender Spekulationsblasen bereits über viele Jahre gefährliche Fehlanreize, weil die handelnden Personen im Ernstfall damit rechnen, auf billige Liquidität zurückgreifen zu können. Die Erwartung von massiven Liquiditätshilfen der Zentralbanken im Falle auftretender makroökonomischer Schocks führt jedoch zur Abnahme der Marktdisziplin bei den Investoren.



## **7. Ratingagenturen im Interessenkonflikt**

Die in der Marktform eines Oligopols organisierten Ratingagenturen übernehmen auf den Finanzmärkten wichtige Funktionen und ihren Bonitätsurteilen kommt eine hohe Bedeutung für Investoren zu. Je besser ihre Noten ausfallen, desto weniger Zinsen brauchen Anleiheemittenten zu vergüten. Ein besseres Rating für ihre Aktiva ermöglicht es ferner den Banken, die Eigenkapitalunterlegung zu reduzieren. Für eine Reihe von institutionellen Investoren ist ein Mindestrating (Investment Grade) Voraussetzung dafür, bestimmte Wertpapiere überhaupt anschaffen zu können. Vor allem bei der Bewertung

der in hohen Volumina ausgegebenen Hypothekenverbriefungen ist indessen ein Versagen der Agenturen zu konstatieren. Zum einen überstieg die Komplexität der angewandten Verbriefungs- und Strukturierungsprozesse auch die Analysefähigkeiten der Bonitätswächter, zudem bestanden Anreize der Kostenreduktion zu Lasten der Prüfungsqualität. Zum anderen stehen massive Interessenkonflikte und damit mögliche Gefälligkeitszensuren kritisch im Raum. Die Ratingagenturen wurden von den Emittenten der Verbriefungsanleihen vergütet. Daher lag ein erhebliches Interesse vor, diese Klientel zufriedenzustellen, um auch weiterhin mit Aufträgen bedacht zu werden. Immerhin erwirtschafteten die Agenturen bereits im Vorfeld der Finanzkrise schon die Hälfte ihrer Einnahmen über die Vergabe von Ratings strukturierter Finanzprodukte.<sup>83</sup> Ferner waren die nicht regulierten Agenturen schon früh in die Entwicklung von Verbriefungsanleihen selbst eingebunden, deren Qualität sie anschließend bewerteten und mit einem Rating versahen, d.h. sie beurteilten in dieser Doppelfunktion ihre eigenen Analyseergebnisse.



## **8. Investoren als Abnehmer der Kreditderivate im Gefangenendilemma**

Auch die Investoren als Erwerber verbriefteter Hypothekenkredite befanden sich in einer Gefangenendilemma-Konstellation. Sie zogen über eine längere Zeit Nutzen aus den relativ hohen Zinsen dieser Kreditderivate, die sie dank des niedrigen kurzfristigen Zinsniveaus mit billigem Fremdkapital finanzieren und damit ihre Eigenkapitalrenditen hochhebeln konnten. Aufgrund der involvierten hohen Volumina und eigenkapitalrechtlicher Restriktionen unterhielten Banken diese Portfolios zumeist in außerbilanziellen Zweckgesellschaften, die vorzugsweise in Regulierungs- und Steueroasen außerhalb der eigenen Landesgrenzen domizilierten. Dadurch war es möglich, Zinsarbitragegeschäfte dieser Art nahezu grenzenlos auszudehnen. In einer Interaktionsstruktur dieser Art ist es dem Einzelnen unter dem Druck der vom Markt erwarteten Renditemaximierung nicht möglich, das Ergebnis allein zu kontrollieren. Es mangelte an einer wirksamen Verhaltensbindung unter den beteiligten Akteuren, gemeinschaftlich eine Begrenzung der Risikotransaktionen herbeizuführen und damit der Übernutzung dieser Transaktionsmöglichkeiten und der Finanzmärkte im Ganzen entgegenzuwirken. Hätten sich einzelne

<sup>83</sup> Vgl. Roubini/Mihm (2010), S. 96.

Banken diesen über viele Jahre lukrativen Geschäften entsagt, wären sie mit ihren Ergebnissen im Vergleich zur Konkurrenz ins Hintertreffen geraten und vom Markt sanktioniert worden, so dass ihr Handeln mit dem Gedanken des Selbstschutzes zu erklären ist. Als die Blase auf den Immobilien- und Verbriefungsmärkten platzte, geriet eine Reihe von Banken in Schieflage. In einigen Fällen kam es zur Insolvenz, andere Institute konnten nur durch staatliche Rettungspakete vor ihrem Untergang bewahrt werden. Die Lehren für die Banken aus der Finanzkrise zeigen hingegen an, dass im Falle drohender Insolvenz systemrelevanter Kreditinstitute kaum realistische Alternativen zur staatlichen Rettung vorhanden sind. Eine solche Politik ist problematisch. Investoren, die von der sicheren Erwartung ausgehen können, dass der Staat im Notfall unterstützend eingreifen wird, neigen beim nächsten Mal zur Übernahme noch höherer Risiken.<sup>84</sup>



## **9. Steuer- und Regulierungsdumping in Offshore-Zentren**

Internationale Offshore-Finanzplätze bieten privaten und vor allem professionellen Akteuren wie Banken, Versicherungen und Hedgefonds Freiräume in Steuer- und Regulierungsfragen. Während Steuerparadiese niedrige oder überhaupt keine Steuern auf Einkommen und Vermögen erheben, zeichnen sich Regulierungsstaaten durch großzügige Reglements etwa in Fragen der Bilanzierung, Eigenkapitalausstattung und Compliance aus. Eine Vielzahl von Finanzzentren in souveränen Nationalstaaten garantiert ihrer Klientel neben politisch stabilen Verhältnissen zudem ein funktionierendes Bankgeheimnis, freien Kapitalverkehr, Schutz vor ausländischen Eingriffen sowie ausgefeilte Infrastrukturen im gesamten Bereich des Bank- und Treuhandwesens und die Möglichkeit der Gründung von sogenannten Briefkastengesellschaften. Offshore-Finanzplätze befinden sich untereinander in einem Standortwettbewerb, der über Steuer- und Regulierungsdumping zu einem unproduktiven „Race to the bottom“ auszuarten droht.<sup>85</sup> Die mit diesen Zentren verbundenen Problemstrukturen ähneln in vielerlei Hinsicht einem Gefangenendilemma. Die internationale Kooperation zur Umgehung von einem schädlichen Steuer- und Regulierungswettbewerb gestaltet sich kompliziert. Entsprechende Verträge und deren Durchsetzung scheitern immer wieder an Anreizen für diese souve-

<sup>84</sup> Vgl. Roubini/Mihm (2010), S. 311 ff.

<sup>85</sup> Vgl. Rixen (2005), S. 1 f.

ränen Staatsgebilde, sich Vorteile durch ausländische Kapitalzuflüsse und den Ausbau ihres Dienstleistungssektors zu verschaffen.<sup>86</sup> Auch die Nutzer dieser Einrichtungen verhalten sich hierbei zum großen Teil als Trittbrettfahrer, indem sie aus steuerfinanzierten Infrastrukturen in ihren Heimatländern zwar Vorteile ziehen, sich an deren Finanzierung jedoch durch Auslagerung ihrer Geschäftsaktivitäten und der damit verbundenen Steuerumgehung nicht oder nur teilweise beteiligen.



### **10. Konkurrenz zwischen einzelstaatlichen Regulierungssystemen**

Durch die auch auf den international vernetzten Finanzmärkten mit rasantem Tempo voranschreitende Globalisierung entstehen Risiken, die nur noch mittels einer Global Governance im Sinne einer internationalen Ordnungspolitik beherrschbar werden. Mit der Verabschiedung einer globalen Finanzreform ist die Zurverfügungstellung eines internationalen öffentlichen Gutes verbunden und kein Staat kann von dessen Nutzung ausgeschlossen werden. Spieltheoretisch kann der Wettbewerb der einzelstaatlichen Regulierungssysteme als Gefangenendilemma modelliert werden. Demzufolge ist es für einzelne Länder rational, zwar von international getroffenen Regulierungsmaßnahmen zu profitieren, selbst aber eine Free-Rider-Position einzunehmen, um die Attraktivität des eigenen Standorts zu erhöhen. Der Durchsetzung der Regulierung gegen die Interessen einzelner Nationalstaaten und die Möglichkeit, Verstöße wirksam zu sanktionieren, kommt im Zuge stark voranschreitender Globalisierungsprozesse immer größere Bedeutung zu.



### **11. Nutzung außerbilanzieller Zweckgesellschaften**

Der Einsatz von außerbilanziellen Zweckgesellschaften der Banken führte zu einer erheblichen Übernutzung der Finanzmärkte. Die von den Kreditinstituten als Intermediäre gegründeten Finanzvehikel sammelten zunächst die von US-Hypothekenbanken ausgelegten Darlehen ein, um diese anschließend zu verbriefen. Die auf diese Weise geschaf-

---

<sup>86</sup> Zum Modell des Steuerwettbewerbs als asymmetrisches Gefangenendilemma vgl. Rixen (2005), S. 7 ff.

fenen Verbriefungsanleihen wurden danach auf dem internationalen Kapitalmarkt an institutionelle Investoren veräußert, die wiederum Zweckgesellschaften zum Kauf dieser Papiere vorschalteten und sich selbst in der Hauptsache über kurzfristige Commercial Papers finanzierten. Durch die Zwischenschaltung von Finanzgesellschaften war es vor allem den Banken möglich, risikobehaftete Aktiva nicht selbst auf der Bilanz zu halten, so dass die Unterlegung mit haftendem Eigenkapital minimiert werden konnte. Da in guten Zeiten die Banken durch diese Konstruktionen beachtliche Gewinne mittels Fristentransformation in ihren Zweckgesellschaften generierten, stiegen bei reduziertem Eigenkapital ihre Eigenkapitalrenditen. Die Aktionen waren jedoch von asymmetrischen Informationslagen und hoher Komplexität geprägt und daher nur sehr schwer von Aufsichtsorganen zu kontrollieren. Nach dem Platzen der US-Immobilienblase konnten immer mehr Amerikaner ihre Hypotheken nicht mehr bedienen, woraufhin die Hauspreise unter Druck gerieten und eine Verkaufswelle der verbrieften Hypothekenspanien einsetzte. Es kam zu massiven Vertrauenserosionen unter den Banken, da Unsicherheiten bestanden, in welchen Größenordnungen einzelne Institute über ihre Zweckgesellschaften mittelbar im US-Immobilienmarkt involviert waren. Schließlich trockneten deren Refinanzierungsquellen aus und die Banken waren unversehens gezwungen, Liquidität für ihre Zweckgesellschaften bereitzustellen, wofür sie im Gegenzug Wertpapiere auf die Bilanz nehmen mussten, für die jedoch kein Markt mehr vorhanden war.



## **12. Der Zusammenbruch des Interbankenhandels**

Im Interbankenhandel leihen sich Banken gegenseitig Geld, Liquiditätsüberschüsse und -defizite bilden seine Basis. Eine wichtige Voraussetzung für dessen Funktionsfähigkeit ist das Vorliegen von Transparenz, d.h. das Fehlen von Informationsasymmetrien zwischen den Akteuren. Im Verlauf der Finanzkrise litt jedoch das gegenseitige Vertrauen innerhalb der Bankenwelt. Schließlich griff die Panik weiter um sich, die Kreditinstitute waren selbst zu hohen Zinsen nicht mehr bereit, sich gegenseitig Gelder zu verleihen und der bankinterne Liquiditätsausgleich kollabierte. Zu groß schien die Gefahr, dass die jeweilige Gegenpartei, insbesondere nach der Insolvenz von Lehman Brothers, zweifelhaftes Wertpapiere aus dem US-Subprime-Segment in der Bilanz hielt. Nur durch sofortige massive Liquiditätsspritzen der Zentralbanken konnte dieses Marktversagen

und der vollständige Kollaps einer Reihe von Banken fortan umgangen werden. Wieder einmal bestätigte sich hierbei das Paradoxon des Gefangenendilemmas als das Kernelement der Ökonomik, dass individuelle Rationalität nur innerhalb einer effizienten Rahmenordnung zu kollektiver Rationalität führen kann. Aus dem Blickwinkel des individuellen Finanzinstituts war es rational, sich der weiteren Kreditvergabe infolge hoher Risiken zu versagen. Gesamtwirtschaftlich jedoch erwies sich diese Strategie als verhängnisvoll.



### 13. Das Phänomen des Herdenverhaltens

Eine gefährliche Erscheinung auf Finanzmärkten bildet das Herdenverhalten, bei dem Investoren Entscheidungen anderer Anleger nachahmen. Die Folgen sind volatile Preisverläufe von Anlageobjekten, wobei sich die Wirkungen aufgrund von sich selbst erfüllenden Prophezeiungen noch verstärken können. Offen bleibt, ob die eintretenden Preisschwankungen fundamental wirklich begründet sind. Das Herdenverhalten kann in vielen Fällen durchaus individuell rational begründet sein, obwohl es sich auf kollektiver Ebene um ein Fehlverhalten handelt, wenn etwa Banken und sonstige Wirtschaftsakteure relativ unkritisch die Geschäftspolitik anderer Kreditinstitute kopieren.<sup>87</sup> Beobachtungen des Herdentriebs können im Vorfeld und während der andauernden Finanzkrise gemacht werden. Hierzu zählen u.a. die massenhafte Kreditvergabe amerikanischer Hypothekenbanken an bonitätsschwache Schuldner, die sich anschließenden umfangreichen Verbriefungsaktionen, wodurch die Kredite aus der Bilanz genommen und internationalen institutionellen Investoren zum Erwerb angeboten wurden und der einsetzende panikartige Verkauf dieser Hypothekenanleihen, als eine Trendwende bei den US-Hauspreisen nach unten einsetzte. Infolge dieses kollektiven Fehlverhaltens übertrugen sich anschließend die Probleme von Subprime-Anlagen auch auf andere Anlageklassen, so dass ein generelles „Race to the Bottom“ einsetzte. Spieltheoretisch ist das diesbezügliche Gefangenendilemma in der Weise zu erklären, dass es für Banken rational ist, keine neuen Risiken einzugehen, wenn die Kurse fallen und Unsicherheit vorherrscht, wann dieser Abwärtstrend wieder zum Stillstand kommt. Im Kollektiv führt diese Handlungsweise zu weiter zurückgehenden Notierungen, ein Handeln gegen den Trend

<sup>87</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 3 f.

ist nicht möglich. Banken geraten in Liquiditätsprobleme, der Markt kann kollabieren. Alle Banken zusammen könnten ihre Positionen verbessern, wenn sie auf dem Wege bindender Abmachungen gemeinschaftlich vorgingen.<sup>88</sup> Zum Herdenverhalten rechnete ferner das nahezu blinde Vertrauen auf die Testate der Ratingagenturen und Kommentare von Marktanalysten, die sich gegenseitig beeinflussen und oftmals zu kongruenten Markteinschätzungen kommen, wodurch die Prozyklizität des Herding noch verstärkt wird. Die Transaktionen ähneln insgesamt dem Chicken Game aus der Spieltheorie. Wer zuerst aussteigt, überlässt seinem Mitspieler den Sieg, so dass der Ausstieg zum Risiko wird.



#### **14. Exzessive variable Vergütungsmodelle**

Auf allen Ebenen befanden sich die Finanzinstitute und ihre agierenden Bank- und Fondsmanager mit den angewandten Vergütungssystemen in einem Gefangenendilemma. Vor allem lieferte die an den kurzfristigen Erfolg gekoppelte Bonuskultur massive Anreize, auf riskante Geschäfte zu setzen und Anlagen mit immer mehr Fremdkapital zu finanzieren, und zwar bei gleichzeitiger Vernachlässigung einer nachhaltigen Unternehmensentwicklung und bei Ermangelung der eigenen Haftung. Die daraus erwachsenden Risiken wurden auf Gläubiger und Aktionäre abgewälzt oder als letzte Instanz auf den Staat, wenn gleich das ganze Bankinstitut einer Insolvenzgefahr ausgesetzt war. Mangelt es jedoch an der Internalisierung von Risiken, sind leicht Exzesse und Zügellosigkeit die Folge. Es stellt sich die Frage, warum Banken sich einem solchen ruinösen Wettbewerb um gute Talente unterzogen und variable Vergütungsbestandteile immer höher schraubten, zudem hohe Ablöse- und Halteprämien leisteten und vermehrt Aktienoptionen gewährten, die die Steigerung des kurzfristigen Erfolgs noch stärker befeuerten. Die Vorgehensweise kann als Dilemmastruktur modelliert werden. Für die einzelne Bank stellte es eine rationale Entscheidung dar, Spitzenkräfte durch hohe Prämien an sich zu binden. Die Finanzinstitute wussten, dass ihre Gehaltspraktiken schädlicher Natur sind, sie befürchteten jedoch, dass andernfalls ihre Kräfte zur Konkurrenz abgewandert wären. Da allerdings Wettbewerber dadurch gezwungen wurden, ähnliche Strategien zu verfolgen, nahmen die Besoldungssysteme mangels einer möglichen Selbstregulierung immer exzessivere Züge an.

<sup>88</sup> Vgl. Bieta/Milde (2008).



## 15. Nationale und internationale Politikblockaden

Eine Reihe von ungelösten Problemen nationaler und internationaler Fragestellungen ist darauf zurückzuführen, dass auch der Politik Zwänge von Gefangenendilemma-Konstellationen anhaften. Das staatliche Agieren wird beeinflusst von parteipolitischen und wahltaktischen Interessen. Entscheidungen liegen vielfach Einigungen auf dem kleinsten gemeinsamen Nenner zugrunde. Während Politiker immer wieder Umfragewerte und Wahlperioden im Blick haben und damit auf kurze Planungszeiträume bei ihren Beschlüssen fokussiert sind, basieren ungelöste große globale Konfliktlinien wie etwa der Klimaschutz, die Energieversorgung, die Probleme der Dritten Welt sowie die Stabilität der Finanzmärkte auf langfristigen Wirkungsketten. Schon vor mehr als einem halben Jahrhundert ergänzte der US-Amerikaner Anthony Downs den in der ökonomischen Modellwelt nutzenmaximierenden Homo oeconomicus durch den ebenfalls eigennutzorientierten Homo politicus.<sup>89</sup> Diesem Denkanstoß zufolge werden politische Parteien den Wirtschaftsunternehmen und die Wählerschaft als deren Klientel gleichgestellt und beide rational agierenden Gruppen begegnen sich über eine Angebot- und Nachfrage-Beziehung. In Analogie von betrieblichen Gewinnmaximierungszielen trachten Repräsentanten politischer Parteien ebenfalls nach höchstmöglichen politischen Gewinnen in Form von Macht und Einfluss. Für Downs sind auch die Wähler rationale Akteure, die ihre Stimmen nach Kosten-Nutzen-Berechnungen einsetzen. Exemplarisch kann die diesem Politikverhalten innewohnende Dilemmastruktur mit der tendenziell immer höher steigenden expliziten und impliziten Staatsverschuldung als ein großes und infolge der derzeitigen demographischen Entwicklung sich weiter verschärfendes intergenerationelles Zukunftsproblem dargestellt werden.<sup>90</sup>



## 16. Finanzkrisen als globale Allmendeprobleme

Die Bedeutung der Finanzsystemstabilität als öffentliches Gut wird deutlich, werden die

<sup>89</sup> Vgl. Downs/Wildenmann (1993), S. 7 f.

<sup>90</sup> Vgl. Romanski (2009), S. 32.

extrem hohen makroökonomischen Kosten bisheriger Finanzkrisen betrachtet. Bei der Übernutzung der Finanzmärkte lassen deren Verursacher volkswirtschaftliche Kosten außer Acht. Das Paradigma der „Tragik der Allmende“ tritt in Erscheinung, bei dem Finanzakteure für sich Gewinne generieren, möglicherweise entstehende Verluste jedoch der Allgemeinheit aufbürden. Aus spieltheoretischer Sicht ist das Allmendeproblem als Gefangenendilemma zu deuten. Jede einzelne Handlung ist aus der Perspektive der unmittelbar involvierten Akteure rational zu begründen. Es entstehen jedoch Nutzungsexternalitäten, die zu einer potenziellen Belastung für das Allmendegut als Ganzes führen. In dieser Konstellation wäre die beiderseitige Kooperation die beste Lösung. Diese kann allerdings nicht erzielt werden, da für jeden Spieler die Nicht-Kooperation aufgrund präventiver Gegendefektion die dominante Strategie verkörpert. Beispiele von Übernutzungsfaktoren sind u.a. die exzessive Nutzung nicht regulierter außerbilanzieller Finanzvehikel und Hedgefonds im Bereich der Schattenbankensysteme sowie die übertriebene Vergabe von Subprime-Krediten in den USA.



### **17. Die Asymmetrie der internationalen Handels- und Kapitalströme als Quelle globaler Instabilität<sup>91</sup>**

Zu den Ursachen der internationalen Finanzkrise der Gegenwart zählen die nicht ausbalancierten makroökonomischen globalen Ungleichgewichte in den Handels- und Kapitalströmen, und zwar als Folge rationaler interessengeleiteter Wirtschaftspolitiken. Während die Ausfuhren einiger Länder wie China, Japan und Deutschland ihre Einfuhren bei weitem übersteigen und die erwirtschafteten Devisen im Ausland angelegt werden, laufen sie Gefahr, dass dieses Kapital in chronische Defizitländer fließt, die mehr importieren als exportieren und damit eine immer höhere Außenverschuldung verursachen sowie Wettbewerbseinbußen erleiden. Ein Überschuss in der Handelsbilanz sollte jedoch kein Selbstzweck sein, ist dieser doch ein Ausdruck dafür, dass eine Volkswirtschaft mehr produziert, als sie selbst verbraucht und die überzählige Produktion auf dem Weltmarkt gegen Vermögenstitel veräußert. Nur wenn Kapitalexporte sinnvoll investiert oder etwa dem technischen Fortschritt dienen, wird ein positiver Beitrag zur inter-

<sup>91</sup> Zu allgemeinen Determinanten der Instabilität von Finanzsystemen vgl. Franke/Krahen (2009), S. 344 ff.

nationalen Arbeitsteilung geleistet und der daraus resultierende Schuldendienst kann aus dem zusätzlich generierten Wachstum finanziert werden. Leistungsbilanzdefizite sind allerdings in den Fällen als bedenklich einzustufen, wenn diese bei korrelierender Auslandsverschuldung zur Finanzierung fortwährender Konsumausgaben oder zur Blasenbildung etwa auf dem Immobiliensektor verwendet werden. Auf diese Weise wurden mit chinesischen Dollarreserven die Übertreibungen auf dem US-Häusermarkt alimentiert, während die den Binnenkonsum schwächenden deutschen Überschüsse mithalfen, den irischen Bankenapparat aufzublähen oder griechische Haushaltsdefizite zu finanzieren, die die Staatsverschuldung Griechenlands in solche extreme Höhen trieben, dass von einer vollständigen Rückzahlung heute nicht mehr ausgegangen werden kann.



## **18. Der Trend zur eskalierenden Verschuldung**

Die Staatsschulden einer Reihe von Ländern sind in den letzten Jahrzehnten stetig gestiegen und haben mittlerweile historische Dimensionen erreicht. Die BIZ vermerkt in ihrem Jahresbericht 2011, dass die hohen Staatsschulden mittlerweile die größte Schwachstelle des internationalen Finanzsystems bilden.<sup>92</sup> Zu den in offiziellen Statistiken ausgewiesenen Verbindlichkeiten sind noch außerbilanzielle Verpflichtungen zu addieren, so etwa ungedeckte zukünftig zu erbringende Renten- und Pensionsleistungen der Staaten, für die i.d.R. keine bilanzielle Vorsorge mittels Rückstellungen gebildet wurden. Die Staatsverschuldung kann als ein von Politikern verursachter negativer externer Effekt interpretiert werden, um die Kosten ihres politischen Programms zu reduzieren. Bei der Ursachenanalyse des Phänomens der immer höher kletternden Staatsverschuldung muss auf spieltheoretische Zwänge des Gefangenendilemmas zurückgegriffen werden. Politische Parteien unterliegen im Wettbewerb um die Gunst der Wähler der Versuchung, sich bei ihren Wahlversprechen zu überbieten und die finanziellen Folgen ihrer Ausgabenprogramme zu vernebeln.<sup>93</sup> Bleibt die Setzung von Anreizen und Mechanismen zur Schuldenbegrenzung aus, die eine kooperative Lösung des zugrunde liegenden Gefangendilemmas bewirken könnte, gewinnen nicht-kooperative Strategien die Oberhand und die Schuldenspiralen drehen sich weiter. Nach Buchanan/Wagner

<sup>92</sup> Vgl. BIZ (2011), S. Xi.

<sup>93</sup> Zu Wahlmanipulationen via öffentlicher Ausgabenverteilung vgl. Vergne (2009), S. 63 ff.

kann der politische Wettbewerb mit dem Konkurrenzkampf auf Gütermärkten verglichen werden, welchem Unternehmen ausgesetzt sind.<sup>94</sup> Neben der kontinuierlich ansteigenden Staatsverschuldung lässt sich aber auch besonders im Verlauf von Spekulationsmanien beobachten, dass Finanzinstitute und sonstige Unternehmen auf der einen, aber auch die privaten Haushalte auf der anderen Seite zu exzessiver Verschuldung neigen.



### **19. Die Europäische Währungsunion im Gefangenendilemma**

Der Ausbruch der internationalen Finanzkrise mit deren negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen zehrt an den Zentrifugalkräften der Europäischen Währungsunion, deren Volkswirtschaften in einem immer stärkeren Maße auseinanderdriften und mit einer Vielzahl von Dilemmastrukturen durchsetzt sind. Während etwa die Wirtschaft Deutschlands stetig wettbewerbsfähiger wurde und erhebliche Handelsbilanzüberschüsse erzielte, nutzten einzelne Staaten wie Griechenland, Portugal und Irland die mit der Einführung der Gemeinschaftswährung einhergehende Euro-Dividende in Form niedriger Zinssätze, um sich höher zu verschulden als dies ihre Wirtschaftskraft zuließ und lebten auf diese Weise zum Teil weit über ihre Verhältnisse. Nur durch fortwährend neu geschnürte Rettungspakete des europäischen Krisenmanagements konnte bislang der vollständige Staatsbankrott einiger Staaten verhindert werden. Das Außerachtlassen gravierender Gefangenendilemma-Konstellationen innerhalb der Europäischen Währungsunion, die als eine marktwirtschaftliche Stabilitätsordnung konstruiert worden war, zeigt damit nach mehr als einem Jahrzehnt ihres Bestehens schwerwiegende Folgen. Zur Erreichung politischer Ziele wurden Staaten mit stark divergierenden ökonomischen Voraussetzungen zu einer Einheit mit einer Reihe von Spannungsfeldern und unterschiedlichen Interessenlagen verschmolzen. Zu den Kernelementen der Währungsunion zählten ursprünglich die Unabhängigkeit der EZB, ferner das Verbot, die Notenpresse zur Tilgung von Staatsschulden zu gebrauchen sowie die unzulässige Gemeinschaftshaftung für nationale Schulden (No-Bailout-Klausel). Die europäischen Regierungen waren des Weiteren nicht imstande, ihre im Maastrichter Vertrag selbst gesetzten Regeln der Begrenzung der Haushaltsdefizite auf maximal drei Prozent und der

<sup>94</sup> Vgl. Buchanan/Wagner (1977), S. 96.

Staatsschulden auf höchstens 60 Prozent des BIP zu befolgen. Mittlerweile wurden diese Grenzen mehr als 100 Mal überschritten. Es mangelte an einer stärkeren Abstimmung nationaler Wirtschafts- und Finanzpolitik, deren Ziele von jeder Regierung unterschiedlich ausgelegt werden. Über ungleiche Politiken bei Renten und Löhnen wurden Wahlkämpfe geführt, gewährte Kredite führten in einigen Ländern zum Trittbrettfahrer-Verhalten, indem erhaltene Kreditmittel eher zum Konsumieren und zur Blasenbildung auf den Immobilienmärkten und nicht zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit genutzt wurden. Dabei traten schon bei der Euro-Einführung gesamtökonomische Disparitäten in dem von Heterogenität seiner Mitglieder geprägten Wirtschaftsraum hervor, die auf unterschiedlichen Gesellschaftsmodellen sowie divergierenden Einstellungen zur fiskalischen und monetären Disziplin fußen und die heute die Gemeinschaft in ihren Grundfesten erschüttern.



Abb. 2: Pyramidale Darstellung der Dilemmastrukturen.<sup>95</sup>

<sup>95</sup> Eigene Darstellung.

**Erklärung zur Abbildung:**

Mit der pyramidalen Darstellung einzelner Dilemmata soll deren hierarchische Struktur verdeutlicht werden. Die untereinander in Abhängigkeit stehenden Dilemmastrukturen sind durch einen sich gegenseitig aufbauenden Charakter gekennzeichnet. So kann etwa angenommen werden, dass sich einzelne Dilemmata auf den oberen Stufen der Pyramide erst gar nicht ohne bestimmte auf den unteren Ebenen gebildet hätten oder zumindest nur mit einer geringeren Intensität entstanden wären.

## **2.4. Das Gefangenendilemma im Zentrum ethischer Argumentation**

### **2.4.1. Individualethik versus Institutionenethik**

Die im Jahre 2007 zum Ausbruch gekommene große Finanzkrise, deren Folgen bis zum heutigen Tage noch in gravierender Art und Weise nachwirken, hat wie ihre zahlreichen Vorgänger mit zutage getretenen hohen Vermögensverlusten nicht nur bei direkt involvierten Marktakteuren, sondern auch bei vollständig unbeteiligten Menschen zu finanziellen und sozialen Einschnitten geführt. Letztere sind mindestens mittelbar durch kostspielige Regierungsmaßnahmen betroffen, die Belastungen für Steuerzahler und Empfänger von staatlichen Transferzahlungen sowie hohe Bürden für nachkommende Generationen erwarten lassen. Waren zunächst die Staaten gezwungen, insolvente Finanzinstitute mit erheblichen Geldsummen und Garantien vor ihrem Kollaps zu bewahren, sahen sich deren Regierungen anschließend veranlasst, der sich als Folge der Finanzkrise abzeichnenden Rezession mit dem Einsatz öffentlicher Mittel zu begegnen. Zudem wurden immer größere Rettungsprogramme für hochverschuldete Euro-Staaten notwendig, die lange Zeit über ihre Verhältnisse gelebt hatten, und nun von ernststen Gefahren eines Staatsbankrotts bedroht waren.<sup>96</sup> Beträchtliche Vertrauenseinbußen gegenüber dem Finanzsektor und der freien Marktwirtschaft im Ganzen sind zu verzeichnen, eine Reihe von Fragestellungen ist zudem aus dem Blickwinkel der Ethik aufzugreifen. Die Frage nach der Klärung der Schuld stellt sich für viele Betroffene, obgleich ein individuelles Fehlverhalten Einzelner im eigentlichen Sinne nicht auszumachen ist und die Ursachen vielmehr systemimmanenter Natur sind. Die an den Finanzmärkten von dortigen Akteuren durchgeführten Transaktionen wurden mit der Absicht der Gewinnerzielung vorgenommen und nicht etwa deshalb, um internationale Finanzkrisen zu verursachen. In der Tat haben sich die verantwortlichen Marktakteure im gegebenen Wettbe-

---

<sup>96</sup> Zu weiteren Auswirkungen der Krise vgl. Nielsen (2010), S. 309 ff.

werbssystem rational verhalten, wenn auch die Summation ihrer Entscheidungen Phänomene einer entfesselten Finanzmarktökonomie und ausufernden Verschuldung hervorrief sowie eine sich gefährlich zuspitzende Problemlage innerhalb des Euroraums schuf und damit zum Schaden des Ganzen führte. Mit kaum zu übertreffender Deutlichkeit rückt nunmehr die mit Fehlsteuerungen behaftete Regulierungspraxis in den Fokus. Entweder waren Regeln falsch justiert oder es mangelte an diesen gänzlich. Bereits existente Regelwerke zur Erhaltung des öffentlichen Gutes „Finanzsystemstabilität“ waren darüber hinaus nicht mit der gebotenen Ernsthaftigkeit durchgesetzt und eingehalten worden, wofür etwa die ehemals in Maastricht vereinbarten finanzpolitischen Konvergenzkriterien innerhalb der Europäischen Währungsunion beispielhaft anzuführen sind.

Die ethische Diskussion ist seit jeher stark geprägt von der Gegensätzlichkeit einer Individualethik, die auf das subjektiv gerechte Verhalten des Einzelnen nach dessen inneren moralischen Werten abstellt, und die auf Anreizen fußende Institutionenethik, die durch Institutionen und auf der Basis eines der Gesellschaft vorgegebenen Ordnungsrahmens den Menschen zu moralischem Verhalten veranlassen will.<sup>97</sup> Die Verschiedenheit dieser Ethikprogramme wird vor dem Hintergrund der Menschheitsgeschichte erklärlich: Über Jahrtausende glichen die Handlungsbedingungen der Vormoderne in der Hauptsache einer Konstanten, so dass die klassische christlich-abendländische Ethik von einer Handlungsethik geprägt war.<sup>98</sup> In diesen Gesellschaften wurden Nullsummenspiele gespielt, in denen Einzelne maßgeblich nur auf Kosten von anderen gewinnen konnten.<sup>99</sup> In der Neuzeit unterlagen jedoch die strukturellen Bedingungen des menschlichen Handelns aufgrund stattfindender gesellschaftlicher Ausdifferenzierungen äußerst starken Veränderungen, woraus sich als Konsequenz eine Wandlung von einer Handlungsethik hin zu einer die Moderne charakterisierenden Bedingungethik vollzog.<sup>100</sup> In heutigen marktwirtschaftlichen Ordnungen wird es den Menschen im Rahmen einer gut durchdachten Rahmenordnung ermöglicht, positive Summenspiele zu spielen, in denen grundsätzlich die Stellung von allen gleichzeitig verbessert werden kann.<sup>101</sup> Diesen stark veränderten Gesellschaftsstrukturen haben sich allerdings zahlreiche Ethikkonzept-

---

<sup>97</sup> Als synonyme Begriffe der Institutionenethik dienen hierbei u.a. Ordnungsethik, Bedingungethik und Investitionsethik. Auch die von Lütge eingeführte „Ethik auf naturalistischer Basis“ lässt sich als Ordnungsethik konzipieren. Vgl. Lütge (2007), S. 53.

<sup>98</sup> Vgl. Homann/Lütge (2003), S. 5.

<sup>99</sup> Vgl. Lütge (2010), S. 64.

<sup>100</sup> Vgl. Homann/Lütge (2003), S. 7.

<sup>101</sup> Vgl. Lütge (2010), S. 64.

tionen noch nicht angepasst, sind diese doch noch zu stark traditioneller Ethik verbunden, in denen Forderungen nach Mäßigung nach wie vor dominant sind und die Verfolgung des Eigeninteresses eher mit Negativattributen und mit dem Postulat einer notwendigen Zählung belegt ist.<sup>102</sup> Dabei sind moderne marktwirtschaftliche Wirtschaftsordnungen aufgrund des Wettbewerbs mit Problemstrukturen vom Typ des Gefangenendilemmas behaftet, weswegen eine Ethik, die moralische Forderungen primär gegenüber einzelnen Individuen erhebt, dauerhaft keine Wirkung mehr entfalten kann. Das Gefangenendilemma kennzeichnet Interaktionsstrukturen, in denen gemeinsame und konfligierende Interessen zusammentreffen. Infolge vorliegender Anreizstrukturen werden in solchen Situationen die Akteure in eine pareto-inferiore Lage der wechselseitigen Defektion durch Einnahme von Kronzeugen- und Außenseiterpositionen sowie des Trittbrettfahrens versetzt. Forderungen nach dem rechten Handeln des Einzelnen und moralische Appelle, die eine Korrektur individueller Präferenzen zum Inhalt haben, stehen in diesen Konstellationen auf verlorenem Boden.<sup>103</sup> Unter Wettbewerbsbedingungen sind die Akteure schon aus Gründen des Selbstschutzes gezwungen, die Strategie der präventive Gegendefektion zu verfolgen.

Zentrale Aufgabe der Wirtschaftsethik<sup>104</sup> ist es, die Frage zu beantworten, wie moralische Normen und Ideale unter den Voraussetzungen einer modernen Ökonomie und Gesellschaft zur Entfaltung gebracht werden können.<sup>105</sup> Die hier propagierte Institutionenökonomik verneint den Dualismus zwischen Moral und Wettbewerb. Ethik und Ökonomik sind vielmehr als die zwei Seiten einer Medaille zu betrachten, die sich gegenseitig nicht ausschließen, sondern zusammengehören.<sup>106</sup> Ethik wird in diesem Sinne nicht als eine solche für die Wirtschaft, sondern als eine allgemeine Ethik mit ökonomischer Methode verstanden.<sup>107</sup> Auf diese Weise wird es ermöglicht, Moral in „terms of economics“ zur Darstellung zu bringen, um damit u.a. die von der allgemeinen Ethik vernachlässigten Implementierung von Moral gewährleisten zu können.<sup>108</sup>

---

<sup>102</sup> Vgl. Lütge (2005b), S. 108.

<sup>103</sup> Vgl. zur argumentativen Zurückweisung von Standardeinreden gegen den ordnungsethischen Ansatz Lütge (2007a), S. 45 ff.

<sup>104</sup> Zu historischen Vorläufern der Wirtschaftsethik von der Antike über das Mittelalter bis zur Neuzeit vgl. Lütge (2005a).

<sup>105</sup> Vgl. Homann (1993a), S. 1287.

<sup>106</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 9.

<sup>107</sup> Zur Charakterisierung der Ethik mit ökonomischer Methode anhand von neun Thesen vgl. Lütge (2004c), S. 124 f.

<sup>108</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 19 f.

Mit Lütge muss nicht zuletzt unter den Bedingungen der heute verstärkt fortschreitenden Globalisierung dem ordnungsethischen Ansatz mit dessen Logik von Vorteilen und Anreizen unter den Ethikkonzeptionen Vorrang eingeräumt werden.<sup>109</sup> Beim Vorteilsbegriff wird hierbei innerhalb der modernen Ökonomik auf die Becker'sche Sichtweise Bezug genommen. Nach dieser ist unter Vorteilen all jenes zu subsumieren, was die Menschen selbst als Vorteil betrachten. Hierzu rechnen monetäre Aspekte wie Einkommen und Vermögen ebenso wie nicht-monetäre Größen, z.B. Wohlbefinden, Glück und Selbstverwirklichung.<sup>110</sup> Lütge positioniert die Ordnungsethik auf naturalistischer Grundlage, wobei unter Naturalismus ein Forschungsprogramm verstanden wird, welches sich der Methoden und Resultate von Einzelwissenschaften und der Realwissenschaften im Besonderen mit deren deskriptivem Fundus an Wissen im Bereich der Philosophie bedient.<sup>111</sup> Er verweist in diesem Zusammenhang auf die von Vollmer aufgestellten zwölf Naturalismus-Thesen<sup>112</sup> und betont darüber hinaus die besondere Bedeutung der Sozialwissenschaften innerhalb der naturalistischen Ethik.<sup>113 114</sup>

Lütge geht mit seiner Nullhypothese davon aus, nach der das Eigeninteresse der Menschen ausreichend ist, dass einzelne Individuen der Einhaltung sanktionsbewehrter Regeln einer Gesellschaft systematisch Folge leisten.<sup>115</sup> Mit diesem Ansatz einer Ordnungsethik<sup>116</sup> werden moralische Mehrwerte, die zwar die überwiegende Zahl von Theoretikern in unterschiedlich starken Abstufungen über das individuelle Vorteilstreben zur Erhaltung gesellschaftlicher Stabilität zusätzlich einfordern,<sup>117</sup> für redundant gehalten.<sup>118 119</sup> Als moralischer Mehrwert wird hierbei eine moralische Fähigkeit oder Eigenschaft verstanden, über welche die Mitglieder einer modernen globalen Gesellschaft

---

<sup>109</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. VII.

<sup>110</sup> Vgl. Becker (1982, 1996).

<sup>111</sup> Vgl. Lütge (2004c), S. 117 ff.

<sup>112</sup> Vgl. Vollmer (1995), S. 21 ff.

<sup>113</sup> Lütge spricht im Rahmen der ethischen Reflexion von einer „Ethik auf naturalistischer Basis“, um damit der Diskussion um einen naturalistischen Trugschluss entgegenzuwirken. Vgl. Lütge (2007), S. 29.

<sup>114</sup> Vgl. Lütge (2004c), S. 117.

<sup>115</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. 26.

<sup>116</sup> Zu historischen Vorläufern der Ordnungsethik, u.a. vertreten durch Hobbes, Hume, Kant und Binmore, vgl. Lütge (2007a), S. 30-35.

<sup>117</sup> Zur Erörterung entsprechender Ansätze von u.a. Höhle, Habermas, Rawls, Gauthier, Buchanan vgl. ebd., S. 26 ff.

<sup>118</sup> Vgl. ebd., S. 27.

<sup>119</sup> Zur näheren Kriterien von moralischen Mehrwerten vgl. ebd., S. 67 ff.

ergänzend zu Regeln, Gesetzen und Anreizsystemen verfügen sollten, um diese stabil zu halten.<sup>120</sup>

Demgegenüber beinhaltet der von Lütge vorgestellte Ansatz einer Ordnungsethik auf naturalistischer Basis<sup>121</sup> eine alternative Steuerung zu moralischen Mehrwerten. Diese, sich auf verändernde Verhältnisse als äußerst flexibel erweisende Variante, stützt sich auf Voraussetzungen von Situationen ab, d.h. die für eine bestimmte Interaktion zwischen einzelnen Akteuren notwendigen Regeln und Steuerungssysteme sind abhängig von situationalen Rahmenbedingungen.<sup>122</sup> Lütge verweist in diesem Kontext auf die Bedingungen der Globalisierung und auf die steigende Anzahl von Interaktionen zwischen Akteuren mit variierenden kulturellen, sozialen und normativen Voraussetzungen. Ein Verlass auf gemeinschaftliche moralische Mehrwerte ist diesen nicht möglich, sondern vielmehr die Bindung an gemeinsam akzeptierte Regeln, die sie sich auch selbst setzen können.<sup>123</sup> Das Einverständnis zur Regelunterwerfung zwischen den Akteuren ist dabei als das letzte heranzuziehende normative Kriterium anzusehen.<sup>124</sup> Lütge hebt hierfür drei minimale notwendige Folgerungen als Eckpfeiler einer modernen Gesellschaft hervor, die selbst bei Entsagung sämtlicher moralischer Mehrwerte vorauszusetzen sind, um hinreichende Stabilität in einer unter Globalisierungsbedingungen existenten modernen Gesellschaft gewährleisten zu können. Im Einzelnen handelt es sich hierbei um „Sozialität“ als Voraussetzung einer Gesellschaft zur Durchführung von Interaktionen, „Kommunikationsfähigkeit“ als die Möglichkeit der Interaktionspartner zur Verständigung sowie „Investitionsfähigkeit“ als eine Kondition, dass Individuen in die Zukunft investieren können.<sup>125</sup> Aufgrund der nur sehr schwach ausgeprägten vorgenannten Bedingungen spricht Lütge von einer „Normativität ex nihilo“<sup>126</sup>. Bedeutung erlangt bei diesem Ansatz insbesondere die Unterscheidung, ob ein einzelnes Individuum sein Tun als Opfer oder Investition ansieht. Während bei Vorliegen der Opfereigenschaft ein moralischer Mehrwert vorauszusetzen wäre, erlaubt die Konstruktion über Investitionen dagegen unter Anwendung vorgenannter minimaler Voraussetzungen, dass die Verfolgung des Eigeninteresses der Akteure die Durchsetzbarkeit von Projekten oder politi-

---

<sup>120</sup> Vgl. Lütge (2008a), S. 1.

<sup>121</sup> Zur Ethik auf naturalistischer Basis vgl. ausführlich Lütge/Vollmer (2004).

<sup>122</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. 250.

<sup>123</sup> Vgl. Lütge (2008a), S. 20.

<sup>124</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. 251.

<sup>125</sup> Vgl. ebd., S. 251 ff.

<sup>126</sup> Vgl. ebd., S. 253.

schen Maßnahmen gewährleisten kann.<sup>127</sup> Die Logik der Steuerung durch Vorteile und Anreize hat mit dieser Version weiterhin Bestand.<sup>128</sup> Diese Sichtweise entspricht der von Binmore bei der Beantwortung der Frage, was eine Gesellschaft zusammenhält: „People follow its precepts because they will be rewarded if they do and punished if they do not“<sup>129</sup>. Im Hinblick auf Bestrafung sieht Binmore hier keine rigorosen Maßnahmen im Vordergrund stehen, sondern vielmehr schwächere gesellschaftliche Stabilisierungsfaktoren: „But the punishments that deter us from cheating on the social contract are nearly always so mild that we scarcely notice them at all“<sup>130</sup>. Allerdings verweist Lütge auf ein Problem einer nachträglich opportunistischen Verhaltensweise, dem allein durch eine Regelsteuerung nicht begegnet werden kann und von den Beteiligten eine glaubhafte Selbstbindung erfordert. Dieser Gedanke führt zu einer Spezifizierung der Nullhypothese, und zwar durch die Fähigkeit der Empathie, die auch bei Binmore als eine wichtige Eigenschaft der Menschen im Sinne einer „Menschlichkeit“ betrachtet<sup>131</sup> und die von Lütge als ausbeutungsresistent gesehen wird.<sup>132</sup> Entsprechend wird die Stabilität der Gesellschaft dadurch erhöht, dass die Akteure nicht nur in die Zukunft investieren, sondern dabei auch in der Lage sind, sich in die Belange anderer Beteiligter hineinzusetzen.<sup>133</sup>

#### **2.4.2. Der ordnungsethische Ansatz von Karl Homann et al.<sup>134</sup>**

##### **2.4.2.1. Merkmale ausdifferenzierter Gesellschaften der Moderne**

Der Ausgangspunkt der modernen institutionenökonomischen Ethikkonzeption von Karl Homann und seinen Schülern bildet die die Moderne prägende Ausdifferenzierung der Gesellschaft in autonome Subsysteme und die damit verbundenen Voraussetzungen. Das Gefangenendilemma der Spieltheorie als das zentrale Charakteristikum und wichti-

---

<sup>127</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. 253.

<sup>128</sup> Vgl. ebd., S. 254.

<sup>129</sup> Binmore (2010), S. 247.

<sup>130</sup> Ebd., S. 247.

<sup>131</sup> Vgl. Binmore (1994), S. 289.

<sup>132</sup> Vgl. Lütge (2008a), S. 17.

<sup>133</sup> Vgl. Lütge (2007a), S. 254.

<sup>134</sup> Der folgenden wirtschaftsethischen Analyse liegt das Konzept einer Wirtschaftsethik von Karl Homann und seinen Schülern zugrunde, das auf der Untersuchung von Dilemmastrukturen als das zentrale Charakteristikum moderner Gesellschaften fußt. Zur Analyse wird sich hierbei der ökonomischen Methode bedient. Auf alternative wirtschaftsethische Ansätze, wie etwa der zum Ansatz von Homann als Antipode geltende Schweizer Wirtschaftsethiker Peter Ulrich, dessen Vorstellungen auf Verpflichtung und Selbstverpflichtung der Handlungssubjekte zielen (vgl. Ulrich 2008) oder der korrektiven Wirtschaftsethik nach Peter Koslowski (vgl. Koslowski 1988) wird in vorliegender Arbeit nicht eingegangen.

ges Interaktionsmodell moderner Gesellschaften dient hierbei als ein grundlegendes Analyseinstrument bei Fragen der Implementierung von Moral.<sup>135</sup> <sup>136</sup> Moderne und anonyme offene Gesellschaften zeichnen sich durch tiefe Arbeitsteilung, ausdifferenzierte Funktionssysteme und anonyme Austauschprozesse aus.<sup>137</sup> Sie sind nach Friedrich August von Hayek und Karl Popper „mittelverknüpft“ und unterscheiden sich dadurch von früheren Stammesgesellschaften, die „zielverknüpft“ waren.<sup>138</sup> Dieses Erkenntnis erfordert ein Umdenken von ehemals kleinformatigen Volksstämmen auf die Verhältnisse heutiger moderner Großgesellschaften,<sup>139</sup> die durch Individualisierung und funktionale Institutionalisierung gekennzeichnet sind.<sup>140</sup>

In althergebrachten Gesellschaftsformen war der Einzelne in seinem Familienverbund, seinem Stand und seiner Klasse normativ integriert, den individuellen Handlungen waren durch soziale Normen und Bindungen enge Schranken gesetzt. Im Gegensatz dazu verkörpert die die moderne Gesellschaften prägende Individualisierung das sich herauskristallisierende Eigeninteresse. Aufgrund einer Vielfalt von frei wählbaren Bindungsmöglichkeiten wird dadurch das Spektrum der Handlungsspielräume ungleich größer als dies in früheren Zeiten der Fall war. Diese umfangreicheren Entfaltungsmöglichkeiten sind allerdings nicht gleichzusetzen damit, dass Menschen frei von wechselseitigen Abhängigkeitsverhältnissen wären. In der Tat nehmen dadurch Interdependenzen durch eine Ausdehnung von Handlungsalternativen sogar noch zu. Eine Individualisierung ist nicht mit einer Entsozialisierung gleichzusetzen, ein für die ökonomische Ethik mit Blick auf die im Vordergrund stehenden Merkmale des Eigeninteresses und der Institutionen bedeutender Zusammenhang. Bei der Verfolgung rationaler Ziele sehen sich die Menschen einem großen Abstimmungsbedarf gegenüber, die von anderen erwarteten Handlungen fließen mit ins eigene Kalkül ein. Die Freiheit der Realisierung selbstbestimmter Ziele ist nicht gleichbedeutend mit völliger Unabhängigkeit, die Einbindung in den sozialen Kontext ist stets vorhanden. Die schnell und letztendlich auf eine Weltgesellschaft zusteuernde Globalisierung ist hierfür ein markantes Beispiel.<sup>141</sup> Zur Bewälti-

---

<sup>135</sup> Vgl. Lütge (2005b), S. 112.

<sup>136</sup> Zum Wirken Karl Homanns und zu seinen Werken auf dem Weg des Institutionen-ökonomischen Ansatzes zur Wirtschaftsethik vgl. Lütge (2008b), S. 127 ff.

<sup>137</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 21.

<sup>138</sup> Vgl. Hayek (1981), S. 153.

<sup>139</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 21.

<sup>140</sup> Vgl. Suchanek (2001), S. 13 ff.

<sup>141</sup> Homann sieht eine Rahmenordnung, die in einer Weltgesellschaft Interaktionen im Sinne der Moral steuern könnte, erst in ihrem Anfangsprozess befindlich. Mit Verträgen wie etwa der UN-Charta, dem Protokoll von Kyoto oder solchen innerhalb der WTO, ILO und ICC werden allenfalls Ansätze

gung dieser Abstimmungsprozesse werden Regeln notwendig, auf die sich die Individuen stillschweigend oder explizit einigen. Die Akteure unterwerfen sich durch Konsens diesen allgemeinen Regeln (Institutionen, Gesetzesvorschriften), an die sie sich im Sinne der Vertragstheorie binden. Im Unterschied zu früheren Gesellschaftsformen ist die moderne Gesellschaft nicht wert-, sondern vielmehr regelintegriert. Die moderne Vertragstheorie basiert darüber hinaus auf dem Standpunkt, dass prinzipiell alle geschlossenen Verträge einen unvollständigen Charakter aufweisen, der durch formelle und justiziable Vereinbarungen nicht zu eliminieren ist und daher Moral, u.a. im Sinne von Vertrauen, Aufrichtigkeit und Reputation erfordert.<sup>142</sup>

Mit der Individualisierung eng verbunden ist die funktionale Institutionalisierung. Letztere impliziert die gezielte Festlegung von Spielregeln des gesellschaftlichen Zusammenlebens in Bezug auf menschliche Zweck- und Zielerfüllung. Es ergibt sich aus der Natur der Sache, dass für große anonyme Gesellschaften andere Institutionen notwendig werden als für kleinere Gruppen. Während traditionelle gesellschaftliche Gebilde von geringerer Größe mit Blick auf Abstimmung und sozialer Kontrolle noch kostengünstig steuerbar waren, sind für anonyme Großgesellschaften diese Voraussetzungen nicht mehr gegeben. Formelle Institutionen werden daher unentbehrlich. Grundlegende institutionelle Arrangements verkörpern die Soziale Marktwirtschaft als Ort der Kooperation zum wechselseitigen Vorteil, ferner die im Spannungsfeld zwischen Gewinnstreben und Moral stehenden Unternehmen sowie das Management der Spielregeln des gesellschaftlichen Zusammenlebens selbst.<sup>143</sup> Durch die Gestaltung von Regeln sollen Konflikte einer Lösung zugeführt werden. Unter funktionalem Blickwinkel fällt allerdings auch der intentionalen Etablierung von Interessenkonflikten Bedeutung zu, so etwa um dem freien Wettbewerb Wirkungskraft zu verleihen.

#### **2.4.2.2. Das klassische Konzept der Marktwirtschaft als Grundlage**

Homann legt bei seiner Lehre das klassische Konzept der in einer demokratischen Ordnung verankerten Marktwirtschaft zugrunde, in der die Unternehmen nach Gewinnen streben,<sup>144</sup> wobei das Ziel der Gewinnmaximierung als eine langfristige Aufgabe zu

---

gesehen, wobei es in vielen Bereichen der Welt noch nicht einmal zu Ansätzen gekommen ist. Vgl. Homann (2005), S. 7.

<sup>142</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 16.

<sup>143</sup> Vgl. Suchanek (2001), S. 72 ff.

<sup>144</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 51 und Homann/Lütge (2005), S. 90 f.

verstehen ist.<sup>145</sup> Der Marktwirtschaft wird sittliche Qualität zugeschrieben, weil sie unter den Voraussetzungen moderner Gesellschaften das bislang am besten erscheinende Instrument der Realisierung von Freiheit und Solidarität der Menschen darstellt und aus diesem Grunde einen eigenständigen ethischen Wert besitzt.<sup>146</sup> Sie ist gekennzeichnet durch eine Wirtschaftsordnung dezentraler Planung, in der wirtschaftliche Prozesse auf Märkten über den Preismechanismus gelenkt und koordiniert werden. Die Vorteile des Marktes definieren Homann/Suchanek an die klassische Konzeption von Adam Smith angelehnt wie folgt: „Märkte stellen ein außerordentlich leistungsfähiges institutionelles Arrangement zur Generierung und Aneignung von Kooperationsgewinnen dar, deren Besonderheit in der dezentralen Koordination eigeninteressierter Handlungen zum Nutzen aller liegt. Möglich wird das durch die spezifische Kombination von Tausch und Wettbewerb.“<sup>147</sup> Voraussetzung für funktionierende Märkte ist allerdings eine normativ gestaltete staatliche Rahmenordnung.<sup>148</sup> In einem institutionslosen Raum würde vermutlich das Hobbessche „bellum omnium contra omnes“<sup>149</sup>, der Krieg aller gegen alle, entstehen. Die „unsichtbare Hand“ des Adam Smith setzt die „sichtbare Hand“ der politisch gestalteten Ordnung voraus. Die Rahmenordnung ist als eine Gestaltungsaufgabe zu sehen. In Anlehnung an den Nobelpreisträger für Ökonomie James Buchanan ist streng zwischen „choices among rules“, die die Aufgabe haben, die Ordnung zu konstruieren, und „choices within rules“, die dann von selbst den Wohlstand für alle hervorbringen, zu unterscheiden.<sup>150</sup> Mit Blick auf die bislang unzulänglichen und letztlich gescheiterten Planwirtschaften auf dieser Welt wird im Sozialismus keine wirkliche Alternative zur marktwirtschaftlichen Ordnung gesehen.<sup>151</sup> Dagegen bilden Markt und Wirtschaft das eigengesetzlich funktionierende Subsystem, dem die Funktion der bestmöglichen Versorgung einer Volkswirtschaft bei optimaler Ressourcennutzung bzw. Ressourcenschonung zuzuschreiben ist.<sup>152 153</sup>

---

<sup>145</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 51.

<sup>146</sup> Vgl. ebd., S. 47 ff.

<sup>147</sup> Homann/Suchanek (2005), S. 205.

<sup>148</sup> Lütge sieht mit J. Dancy [vgl. Dancy (2000), S. Vii] Normativität als „das gemeinsame Charakteristikum von allem, was auf Seite des Sollens auftaucht, wenn man zwischen dem, was ist, und dem, was sein soll, unterscheidet.“ Lütge (2007a), S. 25.

<sup>149</sup> Hobbes (1651), S. 62; vgl. auch Hobbes (1966), Kapitel 13.

<sup>150</sup> Vgl. Buchanan (1984), S. XIII.

<sup>151</sup> Zum Scheitern der Zentralverwaltungswirtschaft vgl. Suchanek (2001), S. 77 f.

<sup>152</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 11 f.

<sup>153</sup> Eine Studie der Weltbank verdeutlicht die Bedeutung marktwirtschaftlicher Prozesse am Beispiel Chinas. Der Ausarbeitung zufolge hatte China vor dem Reformbeginn eine höhere Armutsrate als Afrika im Ganzen. Innerhalb von nur fünf Jahren kehrte sich die Lage um. Während Anfang der

Die moralische Qualität des Marktes ist nach Homann/Lütge wie folgt herzuleiten:<sup>154</sup>

- Die Effizienz der Marktwirtschaft führt tendenziell zu mehr Wohlstand für alle.
- Wohlstand ermöglicht individuelle Freiheit. Des Weiteren dient eigennütziges Anbieterverhalten im Wettbewerb dem Wohl der Konsumenten (Konsumentensouveränität). „Der Wettbewerb ist kein Betriebsunfall der Marktwirtschaft, sondern ihr – letztlich ethisch begründetes – Programm.“<sup>155</sup>
- Schließlich und endlich wird der Wettbewerb mit F. Böhm als das großartigste und genialste Entmachtungsinstrument der Geschichte betitelt, weil bei vollkommener Konkurrenz erreichte Machtpositionen von Natur aus instabil und ständig vom Zerfall bedroht sind.

In methodischer Hinsicht stützt sich der Ansatz von Homann auf den Homo oeconomicus, der Menschen entsprechend ihren Vorteilserwartungen agieren lässt.<sup>156</sup> Dieser steht allerdings nicht als Menschenbild oder Handlungstheorie, sondern als eine Situationstheorie.<sup>157 158</sup> Ausgegangen wird von nutzenmaximierenden Akteuren sowie einer prinzipiellen Trennung zwischen relativ stabilen Präferenzen und gestaltbaren Restriktionen. Homann et al. sehen Gefahren, wenn die genuin moralische Qualität des Marktes durch überhöhte moralische Forderungen untergraben wird, wodurch die Leistungsfähigkeit des Wirtschaftssystems gefährdet werde.<sup>159</sup>

In mehreren Schriften weist Homann aber auch auf einen eigentümlichen Widerspruch in der Diskussion um die Marktwirtschaft hin: Letztere hat den Menschen zwar zu Wohlstand verholfen, dennoch lehnt nahezu die Hälfte der Bevölkerung den Markt und den Wettbewerb Umfragen zufolge ab. Die Marktwirtschaft wird dabei als unsolidarisch bezeichnet, sie prämiere Egoismus und Materialismus, begünstige eine Ellenbogengesellschaft und führe zu einer Ökonomisierung aller Lebensbereiche.<sup>160</sup> Homann verweist

---

80er Jahre noch ca. 65% der Chinesen weniger als einen Dollar am Tag zur Verfügung hatten, sind es heute weniger als 10%. Zurückgeführt wird diese positive Entwicklung auf marktorientierte Agrarreformen, vor allem im Bereich der Kleinbauern, und aufgrund der Implementierung effizienter staatlicher Institutionen. Vgl. Ravallion (2008).

<sup>154</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 25 f.

<sup>155</sup> Homann et al. (2009), S. 18.

<sup>156</sup> Vgl. ebd., S. 15.

<sup>157</sup> Vgl. Homann (1997), S. 18.

<sup>158</sup> Zum Homo oeconomicus als Heuristik vgl. Suchanek (1993).

<sup>159</sup> Vgl. Homann (1993b), S. 10 ff.

<sup>160</sup> Vgl. Homann (2007a), S. 1.

auf politische Folgen dieser moralischen Vorbehalte, führen diese doch zu Politikblockaden und Verhinderung notwendiger Reformen. Hieraus wird die Notwendigkeit abgeleitet, die Menschen argumentativ von der sittlichen Qualität der Marktwirtschaft zu überzeugen.<sup>161</sup>

#### **2.4.2.3. Die Rahmenordnung als systematischer Ort der Moral<sup>162</sup>**

Die Wirtschaftsethik befasst sich mit der Frage, wie moralische Normen und Ideale unter den Bedingungen der modernen Wirtschaft zur Geltung gebracht werden können, womit der Implementationsproblematik eine entscheidende Rolle zufällt.<sup>163</sup> Das Ethik-konzept von Karl Homann et al. hat zum einen ordnungspolitischen Charakter, der weitgehend in den staatlichen Rahmenbedingungen und Normen zum Ausdruck kommt, zum anderen fallen ökonomischen Vorteilskalkulationen und Anreizüberlegungen bei der Beurteilung der Handlungen von Wirtschaftssubjekten eine wichtige Bedeutung zu.

Homann et al. gehen das Grundproblem der Wirtschaftsethik an, das darin besteht, dass der für Marktwirtschaften typische Wettbewerb für moralisch motivierte Vor- und Mehrleistungen Einzelner wie etwa Individuen, Unternehmen, Verbände und Staaten, die zu Kostenerhöhungen oder Gewinneinbußen führen, keinen Spielraum lässt.<sup>164</sup> Die Ausbeutbarkeit moralischer Akteure wird zur Regel. Diese systematische Bestrafung moralischen Verhaltens im Wettbewerb hat weitreichende Folgen: In der heutigen, auf tiefer Arbeitsteilung, komplexen Produktionsprozessen und zunehmenden Interdependenzen basierenden Ökonomie ist eine Steuerung der Gesellschaft über moralische Appelle an das Gewissen und den Altruismus Einzelner nicht mehr möglich.<sup>165</sup> Wie auch durch die gegenwärtige Finanzkrise verdeutlicht wird, sind darüber hinaus moralische Missstände durchweg das Endprodukt vielfältiger individueller Handlungen der Marktteilnehmer, so dass eine klare Verantwortung einzelner Individuen nicht herzuleiten ist. In einer solchen Problemstruktur, die vom Modell des Gefangenendilemmas der Spieltheorie abgebildet wird, ist es für jeden Akteur rational, sich nicht moralisch, nicht kooperativ, sondern defektiv zu verhalten, weil bzw. solange er nicht sicher sein kann,

---

<sup>161</sup> Zur Akzeptanzkrise der Marktwirtschaft und Wege aus diesem Dilemma vgl. Pies (2007), S. 1 ff.

<sup>162</sup> Zu einer Reihe von Theorieansätzen, die neben der Einhaltung der Rahmenordnung zusätzlich moralische Mehrwerte der Gesellschaftsmitglieder fordern, vgl. Lütge (2007a), S. 74 ff.

<sup>163</sup> Zur Kritik an der einseitigen Fokussierung auf die Implementationsproblematik bei Homann et al. vgl. Küpper (2006), S. 129.

<sup>164</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 25.

<sup>165</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 21 f.

dass sich auch die anderen moralisch im Sinne von kooperativ verhalten.<sup>166</sup> Solange die Rahmenordnung den Akteur nicht vor Ausbeutung seiner moralischen Handlungen bewahrt, muss er sich selbst schützen.

Der Lösungskonzeption von Homann et al. liegt als unmittelbar handlungsleitendes Motiv das Eigeninteresse zu Grunde, das die Geschäftsgrundlage der Marktwirtschaft ist. Den Kern der Moral bilden aber nicht gemeinsame Interessen nach einem etwaigen Schnittmengenmodell, sondern die in Regeln gegossenen Bedingungen für die Realisierung unterschiedlicher Interessen. Moral wird damit zu einem Instrument, die verschiedenen einzelnen Interessen zu realisieren oder ökonomisch formuliert, Kooperationsgewinne zu erzielen.<sup>167</sup> Moral und Wettbewerb werden durch diese Vorgehensweise simultan realisiert, indem sie auf verschiedenen Ebenen verortet sind. Unterschieden wird hierbei zwischen der Rahmenordnung des Handelns und den Handlungen innerhalb der Rahmenordnung oder wie es in der Sprache des Sports zum Ausdruck gebracht wird, zwischen Spielregeln und Spielzügen.<sup>168</sup> Der Wettbewerb kommt in den Spielzügen zum Zuge und die Moral über die Spielregeln. Die Moral wird nicht zur unmittelbar handlungsleitenden Motivation, sondern vielmehr zur Handlungsrestriktion. Eine systematische Integration von moralischen Zielen direkt in die Spielzüge ist in der für moderne Gesellschaften charakteristischen Situation des Gefangenendilemmas nicht realisierbar. Stattdessen ist nur eine Kollektivlösung denkbar, bei der die Defektionsstrategie durch Sanktionen unattraktiv gemacht wird. Diese verändern artifiziell die Auszahlungen für Einzelne so, dass gesellschaftliche Vorteile und individuelle Handlungsvorteile übereinstimmen bzw. kongruent moralisches und ökonomisches Verhalten herbeigeführt wird. Aus diesem Grunde ist die Moral systematisch in die Rahmenordnung und nicht in die Spielzüge zu integrieren,<sup>169</sup> die Moral wird von den Handlungen der Akteure entkoppelt und durch die Festlegung von Normen manifestiert. Die Handlungen kontrolliert der Handelnde im Handlungsvollzug selbst. Demgegenüber enthalten die Handlungsbedingungen Faktoren, die das Handeln des Einzelnen zwar maßgeblich beeinflussen, die er im konkreten Handlungsvollzug aber selbst nicht direkt bestimmen kann. Die Handlungsbedingungen sind jedoch nicht für alle Zeit konstant. Sie

---

<sup>166</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 32 ff.

<sup>167</sup> Vgl. Homann (2004a), S. 7.

<sup>168</sup> Vgl. Homann/Lütge (2002), S. 4 f.

<sup>169</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 21.

können, wie etwa auch die Spielregeln im Sport, langfristig und kollektiv verändert werden, was in der Folge zu Anpassungen der Spielzüge führt.<sup>170</sup>

Bei der Überwindung von Dilemmastrukturen ist der Ansatzpunkt somit nicht die Änderung von Interessen und Motiven der Akteure, sondern es ist die übergeordnete Regulierung so zu gestalten, dass die Akteure aus ihrem eigenen Interesse genau das tun, was den Wohlfahrtsnutzen aller erhöht. Sie ist insofern mit dem ökonomischen Handlungskonzept kompatibel, indem das Handeln innerhalb der Rahmenordnung den Anreizen als handlungsbestimmende Vorteilserwartungen folgt.<sup>171</sup> Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die Durchsetzung moralischer Werte wettbewerbsneutral erfolgen kann, was eine wesentliche Voraussetzung für deren Implementierung darstellt. Die ethische Legitimation der „Moralfreiheit der Spielzüge“ begründet Homann damit, dass die Effizienz des Wettbewerbs wiederum, im richtigen institutionellen Rahmen, dem Fortschritt und dem Wohlstand aller dient. Unter Bezugnahme auf Smiths „Wealth of Nations“ ist demnach nicht die moralische Motivation der Akteure für ein moralisch wünschenswertes Ergebnis ausschlaggebend. Das Ergebnis wird hingegen bestimmt von den Regeln, die die Interaktionen kanalisieren.<sup>172</sup> Moralische Normen, die sich nicht auf diese Weise systematisch durch die Rahmenordnung implementieren lassen, können für sich auch keine Verbindlichkeit reklamieren. Der ordnungsethische Ansatz ist darauf ausgelegt, das Implementationsproblem mittels Institutionen zu lösen.<sup>173</sup>

Homann et al. verkennen allerdings nicht, dass realiter infolge mangelnder Kontroll- und Sanktionsmechanismen sowie aufgrund eines möglicherweise unzulänglichen ordnungspolitischen Bewusstseins der Politik niemals eine vollkommene Rahmenordnung gegeben sein wird. Aus der prinzipiellen Unvollständigkeit der Regelwerke wird als Handlungsanweisung aus diesem Grunde abgeleitet, dass die Akteure entweder an der Verbesserung der Rahmenordnung mitwirken oder im Falle „unvollständiger Verträge“<sup>174</sup> individuell moralisches, faires Verhalten gemäß dem Geist solcher Verträge praktizieren sollen. Die Defizite in den Spielregeln und die Unvollständigkeit der Verträge<sup>175</sup> liefern den systematischen Ansatzpunkt und „starting point“ einer Unternehmens-

---

<sup>170</sup> Vgl. Homann/Lütge (2003), S. 5.

<sup>171</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 15.

<sup>172</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 23.

<sup>173</sup> Vgl. Lütge (2005c), S. 76.

<sup>174</sup> Zur Theorie der unvollständigen Verträge vgl. Homann/Lütge (2005), S. 86 ff.

<sup>175</sup> Zu den Voraussetzungen beim Vorliegen unvollständiger Verträge und deren Bedeutung für die Unternehmensethik vgl. Lütge (2005b), S. 11 ff.

ethik,<sup>176</sup> weil sich die Unternehmen nun selbst zu einer moralischen Verantwortung bekennen und um eine Legitimation ihres Handelns bemühen können.<sup>177</sup> Die ordnungspolitische Strategie gibt hierbei allgemeine Handlungsbedingungen vor, die Anreize beinhalten, moralisch zu handeln. Im Rahmen der Wettbewerbsstrategie verpflichten sie sich selbst zu moralischen Standards, die ihrer Reputation Vorschub leisten.<sup>178</sup> Das Management der unvollständigen Verträge durch Faktoren wie Moral und Kultur wird zum Produktionsfaktor. Diese Sichtweise trifft zunehmend die Erwartungshaltung der Öffentlichkeit, die von den Unternehmen die Übernahme von Vorbildfunktionen bei moralischen Fragestellungen einfordert, so u.a. bei sozialen und ökologischen Themen.<sup>179</sup>

Mit dieser Konzeption der Verschiebung des Paradigmas vom individualistischen kantischen Imperativ hin zu einer aufgeklärten, auf die gesellschaftliche Ebene gehobenen und den heutigen Erfordernissen gerecht werdenden Ethik hegelianischer Prägung wird es möglich, einer von religiösen, metaphysischen oder weltanschaulichen Vorgaben unabhängigen und auf Vorteilserwartungen basierenden Moral Geltung zu verschaffen. Eine solche Moral erscheint am ehesten geeignet, die Implementierung moralischer Normen zu gewährleisten, ferner verschiedene Moralstandards auf dieser Welt anzugleichen und auf eine verbindliche Weltrahmenordnung hinzuarbeiten. Die Ethik und Ökonomik wird hierbei zusammengehörig als zwei Seiten einer Medaille betrachtet, einem diesbezüglichen Dualismus wird eine Absage erteilt.<sup>180</sup>

Homann teilt die Motive der „naturalistischen Ethik“. Bezweifelt wird allerdings die These, dass eine vollständige Ethik aus Fakten allein, insbesondere aus biologischem Wissen, abgeleitet werden kann.<sup>181</sup> Homann sieht sein Forschungsprogramm darin, wie viel von der nach Biologie und Physik verbleibenden Plastizität von der Ökonomik zu erklären ist.<sup>182</sup> Nach Homann und Suchanek befasst sich die Ökonomik mit „Möglichkeiten und Problemen der gesellschaftlichen Zusammenarbeit zum wechselseitigen Vorteil“<sup>183</sup>. Diese Sichtweise korrespondiert mit der von Lütge, nach der Fragestellungen von Interaktionszusammenhängen einen eigenständigen Problemkreis in unserer Welt darstellen. Dies erfordert eine selbständige, nicht direkt auf die Naturwissenschaften

---

<sup>176</sup> Zur Einteilung der Unternehmensethik als Teil der Ethik vgl. Küpper (2006), S. 23 ff.

<sup>177</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 115 ff. und Homann/Lütge (2005), S. 85 ff.

<sup>178</sup> Zur Ordnungsverantwortung der Unternehmen vgl. Homann (2007b), S. 51 ff.

<sup>179</sup> Vgl. Suchanek/Waldkirch (2002), S. 3.

<sup>180</sup> Vgl. Homann/Lütge (2005), S. 9.

<sup>181</sup> Vgl. Homann (2004b), S. 106.

<sup>182</sup> Vgl. ebd., S. 107.

<sup>183</sup> Homann/Suchanek (2005), S. 4.

zurückführbare Herangehensweise im naturalistischen Ansatz,<sup>184</sup> wobei die Sozialwissenschaften, vor allem die Ökonomik, einen bedeutenden Beitrag leisten können.<sup>185</sup>

### **3. Die primären Dilemmastrukturen in der Finanz- und Staatsschuldenkrise der Gegenwart**

Während mit den vorherigen Ausführungen vor allem die Identifizierung krisenauslösender Dilemmastrukturen sowie deren Vernetzung und Überlagerung herausgestellt wurden, werden in den folgenden Gliederungsabschnitten gravierende Übernutzungsfaktoren näher behandelt, die vor dem Ausbruch der letzten großen Finanzkrise an der Stabilität des nationalen und internationalen Finanzsystems immer stärker zehrten und die Risiken einer veritablen Systemkrise unaufhörlich ansteigen ließen.<sup>186</sup> Die im Jahre 2007 zu Tage getretene und viel zitierte Subprime-Krise auf dem amerikanischen Immobilienmarkt kann hierbei nur als ein auslösender Impuls für die anschließend einsetzenden negativen Dominoeffekte auf den Finanzmärkten gewertet werden, die auf mehreren aus den Fugen geratenen Entwicklungen basierten, deren zerstörende Stoßkräfte in der Folge ebenfalls in synchroner Weise deutlich wurden.<sup>187</sup> Als wichtigster Grund für die fehlende Vorhersehbarkeit der Finanzkrise in ihrer Tiefe und Ausbreitung wird das unerwartete Zusammentreffen mehrerer Krisenelemente gesehen, die einzeln als solche vorher durchaus zumindest teilweise erkannt worden waren.<sup>188</sup>

Bei den in diesem Gliederungspunkt identifizierten Dilemmastrukturen wird deren Problemkern jeweils durch eine Einrahmung besonders hervorgehoben und durch Beispiele veranschaulicht. Die vor- und nachgelagerten Ausführungen liefern zum einen das theoretische Fundament zur Begründung der Dilemmata und zum anderen weitergehende wichtige Aspekte in diesem Kontext.

---

<sup>184</sup> Vgl. Lütge (2004c), S. 117.

<sup>185</sup> Vgl. hierzu und zur Abgrenzung zwischen naturalistischer Wissenschaftstheorie und naturalistischer Erkenntnistheorie Lütge (2001), S. 66 ff.

<sup>186</sup> Zur Bedeutsamkeit von vorwiegend mikroökonomischen Ursachenbündeln als Auslöser der Finanzkrise vgl. Rudolph (2010), S. 25 ff.

<sup>187</sup> Vgl. Issing (2009), S. 433.

<sup>188</sup> Vgl. Tichy (2010), S. 368.

### **3.1. Das soziale Dilemma der Allmende**

#### **3.1.1. Abgrenzung und Kategorisierung öffentlicher Güter**

Der Thematik der öffentlichen Güter, die auch als Kollektivgüter bezeichnet werden, ist eine erhebliche politische Brisanz beizumessen, von ihrer Bereitstellung hängt der Fortbestand sozialer, ökonomischer und politischer Sicherheit ab.<sup>189</sup> Als zentrales Problem ist ihr zukünftiger Finanzierungsbedarf infolge abnehmender Spielräume in öffentlichen Haushalten zu konstatieren. Sie werden von privaten Gütern mittels der Hauptmerkmale „Rivalität im Konsum“ und „Ausschließbarkeit“ unterschieden:

##### Rivalität im Konsum:

Bei Vorliegen der Eigenschaft „Rivalität im Konsum“ schließt der Verbrauch eines Gutes den Konsum desselben Produktes durch eine andere Person aus oder schränkt diesen zumindest stark ein (Beispiele: Nahrungsmittel, Mietwohnung). Das Gut ist teilbar zwischen den Individuen, d.h. durch den Konsum steht ein Gut anderen nicht mehr zur Verfügung. Umgekehrt führt bei Vorliegen einer Nicht-Rivalität der Konsum eines Gutes zu keiner Verringerung der Konsummöglichkeiten dieses Gutes bei anderen Personen, es handelt sich um unteilbare Güter, die Grenzkosten für einen zusätzlichen Nutzer belaufen sich auf null (Beispiele für nicht-rivale Güter sind die Landesverteidigung, saubere Umwelt, Straßen, Brücken sowie TV- und Radioprogramme).

##### Ausschlussprinzip:

Bei der Möglichkeit einer Exklusion kann eine Person vom Konsum eines bestimmten Gutes ausgeschlossen werden (Beispiel: Konsumtion von Äpfeln oder eines Fußballspiels als Zuschauer), während bei Vorliegen einer Nicht-Ausschließbarkeit es nicht möglich ist, andere Individuen vom Konsum zu exkludieren. Gründe für die unzulängliche Übertragung oder Durchsetzbarkeit von Eigentumsrechten können technische, ökonomische, politische und institutionelle Faktoren sein (Beispiele: Landesverteidigung, Radioprogramm, Luftqualität, Straßen). Anhand dieser Kriterien kann eine grundlegende Kategorisierung der Güter wie folgt vorgenommen werden:

---

<sup>189</sup> Zur Bereitstellung öffentlicher Güter als elementares Anwendungsbeispiel des Gefangenendilemmas vgl. Holler/Illing (2006), S. 8 ff.

### 3.1.2. Private Güter

Diese werden als Waren auf Märkten gegen Geld getauscht. Die Nutzung einer Ressource kann anderen untersagt werden, weil der Eigentümer über Rechte verfügt, Dritte am Gebrauch auszuschließen. Der Preis verkörpert einen wichtigen Exklusionsmechanismus, d.h. ein Ausschluss von Zahlungsunwilligen ist möglich. Außerdem besteht Rivalität im Konsum, d.h. die Nutzung eines Gutes verursacht eine Nutzeneinbuße bei anderen. In Übereinstimmung mit der Neoklassik sorgt die unsichtbare Hand des Marktes für Effizienz bei der Produktion und Verteilung von privaten Gütern.

### 3.1.3. Öffentliche Güter

Die Bezeichnung „Öffentliches Gut“ geht bis auf David Hume zurück, der bereits zu einem frühen Zeitpunkt die Problematik bei der Bereitstellung von Gemeinschaftsgütern erkannte.<sup>190</sup> Adam Smith geht auf die öffentlichen Güter im Kapitel über die „Ausgaben des Souveräns“ in seinem Werk „An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations“ ein,<sup>191</sup> wobei zu diesen Smith u.a. Ausgaben für die Verteidigung, das Justizsystem und die Erziehung der Jugend zählt. Für die neuere Wirtschaftswissenschaft des 20. Jahrhunderts hat Samuelson (1954) diesen Begriff in Abgrenzung zu privaten Gütern geprägt. Samuelson charakterisiert öffentliche Güter, wenn folgende Voraussetzungen vorliegen:<sup>192</sup>

- Im Gegensatz zur Allmende, die einfach existent ist, müssen öffentliche Güter produziert werden.
- Das Gut wird von privater Hand nicht angeboten.
- Ihr Konsum schränkt den Konsum anderer nicht ein (Nicht-Rivalität im Konsum).
- Ein Konsumausschluss ist nicht möglich.

Die von Samuelson vorgenommene Klassifizierung öffentlicher Güter trifft bei der folgenden Lesart dieser Arbeit auf die sogenannten reinen öffentlichen Güter zu, bei denen es nicht möglich ist, ihren Verbrauch zu rationieren. Ein traditionell bewehrtes Lehrbeispiel ist der Leuchtturm. Dessen Errichtung ist notwendig und er wird von privaten In-

---

<sup>190</sup> Vgl. Hume (1740), vii.

<sup>191</sup> Vgl. Smith (1776), S. 244 ff.

<sup>192</sup> Vgl. Samuelson (1954), S. 387 ff.

vestoren nicht bereitgestellt. Sein Gebrauch reduziert nicht den Nutzen bei anderen und keiner kann von der Nutzung ausgeschlossen werden (andere Beispiele sind etwa der Hochwasserschutz durch Deichbau, die öffentliche Sicherheit, Parkanlagen, das Rechtssystem und die Finanzsystemstabilität).<sup>193</sup> Ein mehrmaliger Konsum vermindert zudem die Nutzbarkeit eines solchen Gutes für andere nicht. Aufgrund der Nicht-Ausschließbarkeit kann für den Gebrauch kein positiver Preis festgelegt werden. Für den Nutzer entsteht ein Anreiz, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten (eigennutzorientierte Konsumenten), d.h. es liegt eine fehlende Bereitschaft vor, freiwillig einen Beitrag für die Bereit- bzw. Herstellung dieser Güter zu leisten. Der einzelne Trittbrettfahrer entrichtet zwar selbst keinen Preis, hat aber ein Interesse, dass die anderen Nutzer zahlen.<sup>194</sup> Weil die Gesamtheit dieser Denkweise unterliegt, ist ein vollständiges Marktversagen die Folge, insbesondere bei einer größeren Anzahl von Nachfragern. Wegen nicht vorhandener Rivalität entstehen allerdings auch keine zusätzlichen Kosten bei der Nutzung, so dass die Grenzkosten der Bereitstellung des Gutes für ein weiteres Individuum null betragen. Aufgrund der fehlenden Bereitschaft der Abnehmer, einen Preis für ein öffentliches Gut zu entrichten, wird dieses in der Theorie von privater Seite nicht angeboten. Nur kollektive Entscheidungen gewährleisten daher die Produktion öffentlicher Güter in einem ausreichenden Umfang, so dass in der Regel der Staat regulierend eingreift und für die Bereitstellung Sorge trägt. Die Wirtschaftssubjekte beteiligen sich in diesem Fall indirekt über Steuerzahlungen an deren Finanzierung. Der Samuelson-Bedingung zufolge stellt sich Effizienz bei der Allokation öffentlicher Güter dann ein, wenn die Grenzrate der Transformation, d.h. die sozialen Kosten der Bereitstellung öffentlicher Güter, mit der Addition der Grenzraten der Substitution, d.h. der gesamten sozialen Wertschätzung (Zahlungsbereitschaft), korrespondiert.<sup>195</sup> Bei öffentlichen Gütern, die über Ländergrenzen hinweg Bedeutung erlangen, wie etwa das Weltklima,<sup>196</sup> stellt sich die Problematik der globalen öffentlichen Güter, die u.a. in zentralen Fragen der weltweiten Umwelt- und Entwicklungspolitik aufzuwerfen sind.<sup>197</sup> Insbesondere

---

<sup>193</sup> Zur Moral als öffentliches Gut vgl. Küpper (2006), S. 68 ff.

<sup>194</sup> Zum Problem des Trittbrettfahrens und der Unterscheidung zum Gefangenendilemma vgl. Varian (2004), S. 667 f. und 672 ff.

<sup>195</sup> Vgl. Weimann (2009), S. 97 ff.

<sup>196</sup> Zu Beispielen global öffentlicher Güter vgl. Martens/Hain (2002), S. 17 f.

<sup>197</sup> Zu notwendigen zusätzlichen Kriterien bei Vorliegen eines globalen öffentlichen Gutes vgl. ebd., S. 10.

führt die Finanzierung globaler Umwelt- und Entwicklungsaufgaben zu erheblichen Kontroversen.<sup>198</sup>

Die reinen öffentlichen Güter werden in der Theorie zusätzlich von den unreinen öffentlichen Gütern unterschieden. Während bei reinen öffentlichen Gütern keine Rivalität bei der Nutzung existiert und niemand vom Konsum ausgeschlossen werden kann, handelt es sich bei unreinen öffentlichen Gütern um Mischformen, bei denen nur eines der Unterscheidungskriterien „Rivalität“ und „Ausschließbarkeit“ anzutreffen ist. Es liegen variierende Grenzkosten vor und es tritt nur ein partielles Marktversagen in Erscheinung. Hierzu zählen sogenannte Klubgüter, die nur in limitierter Quantität ohne Nutzeneinbuße produziert und bereitgestellt werden können, so dass mit steigender Nutzung eine Konsumrivalität entsteht. Klubgüter sind gekennzeichnet durch hohe fixe Kosten und niedrige Grenzkosten. Aktuell liefert der Verkehrssektor (Straßen, Luftraum, Schifffahrtswege, öffentlicher Personennahverkehr) die bedeutsamsten Beispiele, bei denen Überfüllungsprobleme aufgrund kapazitiver Engpässe vermehrt auftreten.<sup>199</sup> Eine wichtige Kategorie nehmen innerhalb der unreinen öffentlichen Güter die Allmendegüter (Commons) ein, bei denen dezentrale Allokation zu keinen effizienten Ergebnissen führt. Die schon aus früherer Zeit bekannten wichtigen Kollektive in Dörfern und Gemeinden beinhalten i.d.R. unbewegliche Güter wie die Gemeinschaftsweide, den Wald oder den Löschteich. Heute hat der Umfang der Commons erhebliche Erweiterungen erfahren. Zu ihnen rechnen natürliche (etwa Fischbestände, saubere Umwelt, Biodiversität), soziale (Gesundheits- und Altersfürsorge, öffentliche Parks und Sporteinrichtungen) und kulturelle Allmendegüter (Kunst, Bauwerke, Brauch), ferner die Bereitstellung und Erhaltung materieller Infrastruktur (Straßen, Brücken, Telekommunikation) und ein immaterielles System von Regeln und Institutionen (u.a. öffentliche Sicherheit, internationaler Handel, Finanzsystem).<sup>200</sup> Diesen Gütern ist gemein, dass sie zwar niemandem gehören, jedoch von allen genutzt werden und dabei negative externe Effekte zum Vorschein kommen. Bei der Allmende handelt es sich daher um solche Güter, deren Nutzung zwar nicht oder nur mit einem unverhältnismäßig hohen Aufwand ausgeschlossen werden kann, bei denen jedoch Rivalität im Konsum vorliegt, d.h. der Konsum eines Nutzers mindert den eines anderen. Bei nur geringer Inanspruchnahme

---

<sup>198</sup> Zu Mechanismen bei der Finanzierung globaler öffentlicher Güter vgl. Martens/Hain (2002), S. 20 ff.

<sup>199</sup> Vgl. Weimann (2009), S. 137 f.

<sup>200</sup> Vgl. Kaul et al. (2003), S. 44.

weisen Allmendegüter Merkmale eines reinen öffentlichen Gutes auf, während bei starker Nutzung die Konsumrivalität verstärkt zutage tritt.

<b>Ausschließbarkeit</b>	<b>Ja</b>	<b>Nein</b>
<b>Rivalität</b>	<b>Private Güter</b>	<b>Allmendegüter</b>
<b>Ja</b>	<b>Private Güter</b>	<b>Allmendegüter</b>
<b>Nein</b>	<b>Klubgüter</b>	<b>Reine öffentliche Güter</b>

**Tab. 2: Abgrenzung öffentlicher Güter.**<sup>201</sup>

Die Zuordnung einzelner Güter in o.g. Matrix ist nicht fix, sondern kann je nach der Intensität und Art ihrer Nutzung variieren.<sup>202</sup> So kann eine Straße als ein rein öffentliches Gut angesehen werden, wenn sie in einem relativ geringen Umfang frequentiert wird, so dass ein zusätzlicher Verkehrsteilnehmer die anderen nicht in ihrer Nutzung einschränkt. Die Straße wird jedoch zu einem Klub- bzw. Mautgut, wenn sie verhältnismäßig verkehrsarm ist und der Nutzer eine Mautgebühr entrichten muss. Zu einem Allmendegut mutiert die Straße bei hohem Verkehrsaufkommen und wenn ein weiterer Nutzer die anderen Autofahrer insofern beeinträchtigt, dass diese etwa ihr Fahrziel nicht rechtzeitig erreichen können. Es entsteht in diesem Fall eine Rivalität im Konsum, weil allen anderen Verkehrsteilnehmern zusätzliche Kosten aus der Straßennutzung durch einen weiteren Autofahrer aufgebürdet werden. Die Straße wird zu einem privaten Gut, wenn die Nachfrage nach ihrer Nutzung hoch ist (Konsumrivalität) und Mautgebühren erhoben werden.<sup>203</sup>

### 3.1.4. Öffentliche Güter und externe Effekte

In einem engeren Konnex zu öffentlichen Gütern stehen die sogenannten „externen Effekte“, die zu Fehlallokationen der Ressourcen im Marktsystem führen und damit einer der wichtigsten Gründe für Marktversagen darstellen.<sup>204</sup> Sie haben ihre Ursache in nicht vollständig definierten Verfügungsrechten bzw. in einer Fehlfunktion des Ausschluss-

<sup>201</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Weimann (2009), S. 139.

<sup>202</sup> Zu Problemen bei der objektiven Abgrenzung zwischen öffentlichen und privaten Gütern vgl. Altvater (2003), S. 176 f.

<sup>203</sup> Vgl. Altvater (2003), S. 174 f.

<sup>204</sup> Zu ökonomischen Konsequenzen externer Effekte vgl. Varian (2004), S. 719 ff.

prinzips.<sup>205</sup> In allgemeiner Form handelt es sich um Auswirkungen auf die Produktions- und Konsummöglichkeiten, die keine Veränderungen relativer Preise zur Folge haben,<sup>206</sup> d.h. zwischen dem Verursacher und dem Betroffenen des externen Effektes existiert keine über den Preis- bzw. Marktmechanismus zustande kommende Beziehung. Externe Effekte entfalten ihre Wirkung somit außerhalb des Preissystems, es erfolgt vielmehr eine unmittelbare Einwirkung auf die Produktions- oder Nutzenfunktionen Dritter,<sup>207</sup> die selbst nicht an der zugrunde liegenden Entscheidung direkt beteiligt sind.<sup>208</sup> Der Verursacher bezieht die von ihm ausgelösten Effekte nicht in seine Wirtschaftlichkeitsüberlegungen ein, Mengen- und Preisverzerrungen sind die Folge. Zu unterscheiden ist zwischen positiven und negativen externen Effekten. Ein positiver externer Effekt liegt vor, wenn die Wohlfahrt anderer Marktteilnehmer positiv beeinflusst wird, ohne dafür einen Preis zu zahlen (z.B. technischer Fortschritt). Hingegen kommt es bei einem negativen externen Effekt zu einer Nutzeneinbuße bei anderen Wirtschaftssubjekten (z.B. Umweltverschmutzung). Externe Effekte erwachsen aus der Differenz zwischen sozialen und privaten (internen) Kosten bzw. Erträgen. Während etwa private Kosten bei der Produktion und Konsumtion von Unternehmen und Haushalten in deren eigenes Entscheidungskalkül einfließen, schlagen die sozialen Kosten für die Volkswirtschaft insgesamt zu Buche.

#### Beispiele:

- Wird die Umwelt durch Emissionen einer Chemiefabrik oder durch starken Straßenverkehr verschmutzt, handelt es sich um negative externe Effekte.
- Bei systemischen Risiken im Finanzsektor handelt es sich um negative Externalitäten, die zu einer exzessiven Nutzung des öffentlichen Gutes „Finanzsystemstabilität“ führen können. Ihre Verursacher vernachlässigen die für die Volkswirtschaft entstehenden Kosten. Während Finanzmarktakteure Gewinne für sich vereinnahmen, werden Verluste auf die Allgemeinheit übertragen.
- Die nicht patentierbare Grundlagenforschung bietet ein Beispiel für einen positiven externen Effekt. Dritte nutzen zwar deren Ergebnisse, entrichten jedoch dafür keinen Preis. Dies stellt einen Grund dar, warum Güter dieser Art nur in geringen Mengen

---

<sup>205</sup> Vgl. Weimann (2009), S. 140.

<sup>206</sup> Vgl. ebd.

<sup>207</sup> Vgl. Manstetten (2002), S. 174.

<sup>208</sup> Zu ethischen Implikationen von externen Effekten vgl. Buchanan (1992), S. 30 ff.

produziert und bereitgestellt werden. Unternehmen sind nicht willens, hohe Summen in die Grundlagenforschung zu investieren, wenn Konkurrenten die Ergebnisse kostenfrei für sich nutzen könnten.

Die Tragweite externer Effekte liegt in entstehenden Fehlallokationen der Ressourcen im Marktsystem. Das gesellschaftlich angestrebte Maximum ökonomischer Wohlfahrt bzw. eine pareto-effiziente Allokation, die keine Verschwendung zulässt bzw. Ressourcen dort eingesetzt sieht, wo sie den größten Nutzen stiften, wird nicht erreicht. Die Fehlallokation bei negativen externen Effekten konkretisiert sich darin, dass der Kostenverursacher das in Frage stehende Gut in zu großer Anzahl produziert und der sich im Markt bildende Preis zu niedrig ist, da in der Kalkulation nicht sämtliche Kosten erfasst werden. Hingegen ist das Aktivitätsniveau des Benachteiligten gesamtgesellschaftlich zu gering ausgeprägt, da dieser zusätzliche, von ihm nicht verursachte Kosten zu tragen hat. Umgekehrt wird im Falle vorliegender positiver externer Effekte dem Produzenten der von ihm geschaffene Nutzen nur zum Teil vergütet. Der Preis des produzierten Gutes ist zu niedrig und das Aktivitätsniveau des Nutzenstifters zu gering. Dagegen ist das Produktionsvolumen des Nutznießers zu hoch, da dieser nicht alle Kosten für die bezogene Leistung trägt, so dass er diese unter Wert abgibt.

Zwischen externen Effekten und den oben behandelten reinen und unreinen öffentlichen Gütern besteht insofern ein engerer Zusammenhang, als jedes öffentliche Gut einen externen Effekt darstellt und die Existenz externer Effekte die tiefere Ursache dafür ist, dass dezentrale, d.h. über Märkte geleitete Angebots- und Nachfrageentscheidungen effiziente Allokationsergebnisse bei diesen Gütern nicht erwarten lassen.<sup>209</sup> Ein weiteres gemeinsames Merkmal ist, dass Marktteilnehmer nicht unabhängig über den Konsumumfang oder Faktoreinsatz entscheiden können. Beispielsweise handelt es sich bei der Umweltqualität um ein reines öffentliches Gut, das aufgrund einer kostenfreien Schadstoffemission beeinträchtigt wird, wodurch ein negativer externer Effekt erwächst. Ein positiver externer Effekt liegt etwa beim „Konsum“ von Landesverteidigung oder der öffentlichen Ordnung vor. Ähnliche Aussagen sind für Klubgüter zu treffen, wenn Überfüllungsmerkmale auftreten. Ebenso sind Allmendegüter durch Übernutzungsphänomene mit Externalitäten verbunden, indem etwa der Fischbestand in den Weltmeeren gefährdet wird. Der einzelne Fischer wird die entstehenden „Nutzungskosten“ durch

---

<sup>209</sup> Vgl. Weimann (2009), S. 379.

Überfischung der Meere kaum in sein Entscheidungskalkül einbeziehen, so dass die Gefahr einer Übernutzung als externer Effekt gegeben ist.

Der dem Gefangenendilemma immanente Gedanke des Auseinanderfallens von individueller und kollektiver Rationalität wird sowohl bei den oben behandelten öffentlichen Gütern und externen Effekten als auch bei den in diesem Zusammenhang auftretenden Verhaltensweisen des Freifahrers, der aus den Leistungen oder der Zurückhaltung anderer Nutzen zieht, deutlich. So verhindert die Logik der Dilemmastrukturen, dass etwa die Übernutzung von Kollektivgütern nicht unterbunden wird oder diese privat nicht bereitgestellt werden, obwohl deren Produktion aus kollektiver Sicht rational wäre und die Akteure durch Kooperation besser dastünden.

Die in diesem Kontext aufscheinenden Verhaltensweisen werden in der Literatur häufig mit dem vorherrschenden Eigeninteresse der Beteiligten oder mitunter sogar mit einem Mangel an Moral in Verbindung gebracht. In Ergänzung zu der Motivanalyse des Eigennutzes bietet jedoch die Selbstverteidigung gegen Ausbeutung einen wichtigen Erklärungsansatz. An das Beispiel mit den Gefangenen, die unabhängig unter Anwendung der Kronzeugenregelung voneinander verhört werden, sei an dieser Stelle erinnert.<sup>210</sup> Beide Häftlinge verursachen durch ihr Verhalten bei dem jeweiligen Komplizen einen negativen externen Effekt. Jeder schützt sich durch ein Geständnis vor Ausbeutung des Gegenspielers. Würden beide Gefangene den dadurch entstehenden Nachteil internalisieren, wäre mit dem Strategiepaar „nicht gestehen“ ein für sie besseres Ergebnis möglich. Auch mag sich ein Akteur wegen einer mangelnden Rechtsordnung oder aufgrund der unzureichenden Durchsetzung derselben gezwungen sehen, dem unkooperativen Verhalten einer größeren Anzahl von Freifahrern vor dem Hintergrund seiner eigenen Kosten- und Nutzenanalyse in der Weise zu begegnen, dass er selbst auch zum „free rider“ wird, obwohl er es eigentlich nicht will. Es ist ihm nicht möglich, in diesem Fall mit gutem Beispiel voranzugehen.

Auf die Lösung vieler globaler Probleme übertragen wird es dem einzelnen Individuum unter den Bedingungen des Wettbewerbs aus Gründen des Selbstschutzes nicht möglich gemacht, sein Handeln von moralischen Ideen leiten zu lassen, und zwar solange er

---

<sup>210</sup> Vgl. S. 11 dieser Arbeit.

nicht durch verlässliche Institutionen vor Ausbeutung durch weniger moralische Konkurrenten abgesichert ist.<sup>211</sup> Der Akteur greift mit anderen Worten zur präventiven Gegendefektion, wenn sein moralisches Verhalten durch die geltende Rahmenordnung vor Ausbeutung nicht geschützt ist.<sup>212</sup>

Die Beseitigung bzw. Internalisierung externer Effekte kann grundsätzlich erfolgen durch:

- Staatliche Intervention, indem eine Pigou-Steuer in Höhe des negativen externen Effekts erhoben wird, wodurch die einzelwirtschaftlichen mit den volkswirtschaftlichen Kosten zum Ausgleich gebracht werden. Bei der freien Nutzung des Gemeingutes „Atmosphäre“ würde der Staat zur Entsorgung von klimaschädlichen Gasen eine Lenkungssteuer in Höhe des durch die Umweltverschmutzung entstehenden Schadens erheben. In die gleiche Richtung ist eine von Regierungsseite erwogene Bankenabgabe gerichtet, mit der Finanzinstitute in Abhängigkeit ihrer Bilanzsumme, Risikostruktur, Geschäftstätigkeit sowie ihrer internationalen Vernetzung zur Einzahlung in einen Sonderfonds verpflichtet werden sollen. Diese Maßnahme zielt auf eine Internalisierung negativer externer Effekte durch die Banken. Die Finanzinstitute leisten damit einen finanziellen Beitrag für die von ihnen verursachte „Finanzverschmutzung“, die sich als Resultat der letzten großen Finanzkrise in gewaltige Kosten für den Staat bzw. für die Steuerzahler konkretisiert hat. Gleichzeitig könnten durch das Prinzip einer verursachungsgerechten Zahlung einer Versicherungsprämie dieser Art Marktkräfte ihre positive Wirkung entfalten, indem die „Verschmutzer“ einen Preis dafür zahlen. Im Falle positiver externer Effekte wäre die Zahlung von Subventionen durch den Staat als ein Beispiel anzuführen. Mit Blick auf die oben erwähnte Grundlagenforschung könnten einzelne Wissenschaftler so stark subventioniert werden, wie andere Wirtschaftssubjekte aus deren Erfindungen Nutzen ziehen.
- Private Verhandlungen, durch die externe Effekte dann effizient internalisiert werden können, wenn die Eigentumsrechte vollständig sind und für die an den Verhandlungen beteiligten Akteure keine Tausch- bzw. Transaktionskosten anfallen. Diese

---

<sup>211</sup> Vgl. Homann et al. (2009), S. 24.

<sup>212</sup> Vgl. ebd.

Verhandlungslösung geht zurück auf das von Ronald Coase begründete Coase-Theorem der Allokationstheorie.<sup>213 214</sup>

Die Beseitigung externer Effekte ist aufgrund entstehender Kosten wie etwa Etablierung ausgabenintensiver Überwachungssysteme oder auf internationaler Ebene zu realisierende teure Verhandlungslösungen nicht grundsätzlich angeraten. Nur wenn die Kosten der Eliminierung geringer sind als die aus dem externen Effekt resultierenden Verluste handelt es sich aus ökonomischer Sicht um einen Vorteil.

### **3.1.5. Die Charakterisierung der Allmende als Gefangenendilemma**

Die Problematik der Allmende mit deren natürlichen (z.B. Wald, Weiden, Fischgründe, Klima) oder artifiziellen (Gesundheits- und Altersfürsorge, Rechtssystem, Finanzsystemstabilität) gemeinsamen Ressourcen ist im Grunde immer mit Dilemmastrukturen behaftet. Diese ergeben sich aus unkoordinierten und eigeninteressierten Handlungen der Individuen, die zur übermäßigen Nutzung der Ressourcen führen. Das Allmendedilemma zeichnet sich durch folgende Struktur aus.<sup>215 216</sup>

- Es liegt eine gemeinsam genutzte und knappe Ressource vor.
- Mehrere Individuen besitzen Verfügungsrechte.
- Keine Person kann die Dimension der Nutzung durch die anderen verfügungsberechtigten Individuen kontrollieren.

Aus spieltheoretischer Perspektive bestünde beim Allmendedilemma die optimale Konstellation in der Kooperation zwischen den Beteiligten. Diese wird jedoch nicht erzielt, da für jeden Einzelnen die Option Nicht-Kooperation die dominante Strategie darstellt. Im Zentrum stehen auftretende Externalitäten, die durch die Überbeanspruchung der Gemeinressource erwachsen. Für die Individuen bestehen Anreize, in einem möglichst großen Umfang diese nachzufragen, da mit jeder zusätzlich konsumierten

---

<sup>213</sup> Vgl. Coase (1960).

<sup>214</sup> Im Gegensatz zur Coase-Lösung sieht Pigou als Instrument der Internalisierung externer Effekte eine Besteuerung des Verursachers negativer externer Effekte vor, wodurch die einzelwirtschaftlichen mit den volkswirtschaftlichen Kosten zur Deckung gebracht werden sollen. Vgl. Weimann (2009), S. 388 f.

<sup>215</sup> Vgl. Diekamnn/Preisendörfer (2001), S. 78.

<sup>216</sup> Bollier sieht sowohl die Geschichte der Tragik der Allmende als auch die Experimente mit dem Gefangenendilemma in dem Allmendedilemma als realitätsfern und verweist auf zahlreiche Beispiele in Gemeinschaften, die vertrauensvoll zusammenarbeiten und Probleme gemeinsam lösen. Vgl. Bollier (2009), S. 31 f.

Menge der individuelle Nutzen steigt. Negative Effekte entstehen allerdings dadurch, dass die anfallenden Kosten nicht in Gänze vom Verursacher getragen, sondern auf alle Nutzer verteilt werden. Bereits William Forster (1794-1852) deutete Probleme gemeinsamer Weidegründe an. Die dort weidenden Tiere seien viel magerer als jene auf den privaten Weideflächen.<sup>217</sup> Es war Garrett Hardin, der im Jahre 1968 die schlagkräftige Metapher „Tragedy of the Commons“ prägte,<sup>218 219</sup> mit der er darauf hinwies, dass bei Gemeinschaftsgütern die dezentrale Entscheidung über ihre Nutzung bewirkt, dass diese in einem zu geringen Maße bereitgestellt bzw. überbeansprucht werden. Die „Tragödie der Allmende“ liegt mithin verallgemeinernd darin begründet, dass einzelne Akteure im Zuge der Maximierung ihrer Gewinne ein öffentliches Gut übernutzen und dieses dadurch langfristig unter Umständen sogar zerstören. Nach Jared Diamond sind in der Geschichte der Menschen sogar Beispiele für den Untergang ganzer Kulturen bekannt, die auf strukturell nicht bewältigte Allmendeprobleme zurückzuführen sind.<sup>220</sup> Gemeinschaftsgüter erfahren gerade gegenwärtig durch starkes Bevölkerungswachstum, Produktion großer Gütermengen sowie durch die immer schneller voranschreitende Globalisierung eine ungleich größere Renaissance. Wichtige Fragen in der Klimadebatte, bei der Zerstörung der Umwelt, der Energie- und Rohstoffsicherung und der Finanzierung von Sozialsystemen sind noch offen. Ihre Lösungen scheinen für zukünftige Generationen in einem immer stärkeren Maße existenzieller Natur zu werden. Bei der Überwindung von Allmendeproblemen zeigte Hardins Beispiel überbeanspruchter Weiden einen größeren Einfluss auf die Politik und führte zur Rezeption und Übertragung der „Tragödie der Allmende“ auf vielfache Situationen des kollektiven Managements von Ressourcen.<sup>221</sup> Neben öffentlichen sind private Eigentumsformen geeignete Überwindungsmechanismen des Allmendedilemmas. Die Privatisierung verfolgt mit der Neudefinition von Eigentumsrechten hierbei das Ziel, dass jeder einzelne Akteur die tatsächlichen Grenzkosten mit der Folge trägt, dass Gleichheit bei den privaten und sozialen Grenzkosten hergestellt wird. Wissenschaftler unterschiedlicher Disziplinen kamen außerdem zu dem Resultat, dass eine Reihe anderer Mechanismen in der Lage ist, die Verwaltung von Gemeinschaftsgütern zu regeln. So ist insbesondere in kleineren über-

---

<sup>217</sup> Vgl. Lloyd (1833), S. 11.

<sup>218</sup> Vgl. Hardin (1968), S. 1243-1248.

<sup>219</sup> Zur Kritik an dem Begriff „Tragedy of the Commons“ vgl. Lerch (2009), S. 88 ff.

<sup>220</sup> Zum gesellschaftlichen Untergang am Beispiel der Maya vgl. Diamond (2005) S. 199 ff.

<sup>221</sup> Vgl. Lerch (2009), S. 90.

schaubaren Gruppen eine Bereitschaft zu beobachten, bestimmte Verhaltensweisen (soziale Normen) mittels Sanktionen durchzusetzen.<sup>222</sup>

### **Dilemmastruktur Nr. 1:**

#### **Marktversagen durch das Allmendeproblem**

Das Allmendedilemma wird anschaulich an den Standardbeispielen von Weide- oder Fischgründen in den Ozeanen illustriert.<sup>223</sup> Es ist einleuchtend, dass diese Ressourcen nicht unbegrenzt zur Verfügung stehen. So kann jeder gefangene Fisch im Meer nur einmal konsumiert werden, es besteht Rivalität im Konsum. Die Fischer haben ein existenzielles Interesse daran, dass die Bestände nicht überfischt werden und dass die einzelnen Arten erhalten bleiben. Hiermit kann allerdings nicht gerechnet werden, wenn die Fischer ausnahmslos individuell über die Fangquoten selbst entscheiden. Jeder Einzelne verfügt über die Alternativen, die Netze maximal zu füllen oder die Fangmengen zu limitieren. Aus Sicht eines individuellen Fischers ist folgendes individuelle Nutzenkalkül anzustellen: Selbst wenn er seine Fangmengen reduzieren oder auf diese sogar vollkommen verzichten würde, wäre die Überfischung der Meere nicht aufzuhalten, wenn die anderen Fischer ihre Fangquoten ebenfalls nicht einschränkten. Sollten jedoch die anderen Fischer ihre Aktivitäten zugunsten der Arterhaltung ausrichten, d.h. weniger fischen, wäre es aus dem individuellen Blickwinkel des repräsentativen Fischers ebenfalls lohnend, die Netze zu füllen. In diesem Falle bliebe die Art trotz seines individuellen maximalen Fangs erhalten, so dass es immer die beste seiner Strategien ist, die Fangquoten auf ein Höchstmaß festzulegen. Aus spieltheoretischer Sicht bestünde die optimale Konstellation in Kooperation. Diese wird jedoch nicht erzielt, da für alle Beteiligten die Nicht-Kooperation die dominante Strategie darstellt.<sup>224</sup>

<sup>222</sup> Unter mehreren Commons-Theoretikern vgl. hierzu Ostrom (1999).

<sup>223</sup> Vgl. Weimann (2009), S. 138 ff.

<sup>224</sup> Zur mathematischen Abhandlung des Allmendeproblems vgl. Casajus/Tutic (2008), S. 881 ff.

### 3.1.6. Die Finanzsystemstabilität als ein öffentliches Gut

Das Finanzsystem setzt sich zusammen aus:

- Dem Finanzmarkt, der nach der Fristigkeit in Geld- und Kapitalmarkt unterteilt wird. Während der Geldmarkt die kurzfristige Geldanlage und Geldaufnahme beinhaltet, umfasst der Kapitalmarkt die längerfristige Kapitalanlage und Kapitalaufnahme.<sup>225</sup>
- Den Finanzmarktintermediären, wie etwa Bankinstitute und Versicherungsgesellschaften, die indirekt überschüssige Finanzmittel an Personen und Unternehmen mit Kapitalbedarf vermitteln.
- Der Finanzinfrastruktur, die Systeme des Zahlungsverkehrs, des Handels, Clearings und der Abwicklung von Wertpapieren einschließt.

Eine notwendige Voraussetzung für Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum und damit eines nachhaltigen Wohlstandszuwachses ist die Gewährleistung und Sicherung der Finanzsystemstabilität. Letztere ist damit als die Qualifikation des Finanzsystems zu definieren, volkswirtschaftlich zentrale Funktionen wie die Allokation von Kapital und Risiken sowie die Durchführung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen in effizienter Weise zu gewährleisten. Demgegenüber tragen Finanzkrisen zur Destabilisierung von Wirtschaftssystemen bei. Sie werden von Bordo als Perioden mit hoher Volatilität an den Finanzmärkten, großen Liquiditätsproblemen und Insolvenzen von maßgebenden Finanzmarktteilnehmern bzw. durch Eingriffe staatlicher Stellen mit der Absicht, die akuten Risiken abzumildern, bezeichnet.<sup>226</sup> Die Analyse der Finanzsystemstabilität ist dabei nicht auf die Betrachtung von Einzelrisiken beschränkt, sondern umfasst vielmehr auch systemische Risiken, die als Externalität bei exzessiver Nutzung Dominoeffekte sowie Kettenreaktionen und damit Schaden für die Finanzmärkte auslösen können. Das Augenmerk richtet sich hierbei insbesondere auf Wechselwirkungen zwischen den drei vorgenannten Bausteinen Finanzmarkt, Finanzintermediäre und Finanzinfrastruktur.<sup>227</sup> Ein Finanzsystem kann von Instabilität geprägt sein, ohne dass eine Finanzkrise zwangsläufig auftreten muss. Allerdings wird eine solche umso eher zum Ausbruch

---

<sup>225</sup> Vgl. Perridon/Steiner (2003), S. 169 f.

<sup>226</sup> Vgl. Bordo et al. (2001).

<sup>227</sup> Vgl. Weber (2005), S. 6 f.

kommen, je stärker Instabilitäten existieren.<sup>228</sup> Das internationale Finanzsystem umfasst dagegen mehr als die einfache Aufsummierung nationaler Finanzmärkte. Gerade die jüngste Finanzkrise hat neben allgemeinen makroökonomischen Fehlentwicklungen besonders die Verwobenheit des weltweiten Finanzsektors deutlich vor Augen geführt. Dabei wurde die schnell voranschreitende Globalisierung von qualitativen Modifikationen auf allen Ebenen des Finanzsystems begleitet.<sup>229</sup> Eine bedeutende Funktion haben hierbei auf internationaler Bühne aufgestellte große und komplexe Finanzinstitute übernommen, die sich gegenseitig vernetzt auf unterschiedlichen Märkten und in divergierenden Rechtsräumen bewegen. Des Weiteren wurden immer stärker innovative und vor allem derivative komplexe Finanzprodukte zur Marktreife gebracht, die bei der Ursachenanalyse der letzten Finanzkrise eine bedeutende Rolle spielen.<sup>230</sup>

Die Finanzsystemstabilität ist als ein öffentliches Gut zu begreifen. Stabilität und Effizienz der Finanzmärkte sind nicht wie von selbst implementiert und zwischen den Aktivitäten wirtschaftlicher Akteure bestehen wechselseitige Einflüsse. Der Wert der Stabilität auf den Finanzmärkten lässt sich u.a. daran bemessen, wie kostenintensiv sich bisherige Finanzkrisen auswirkten. Die der Allgemeinheit dadurch aufgebürdeten gewaltigen Kosten lasten auf gegenwärtigen und zukünftigen Generationen in hohem Maße und untergraben das Vertrauen der Menschen in die Marktwirtschaft. Die Ergebnisse von Analysen vieler bislang erfahrener Finanzkrisen zeigen an, dass Finanzmarktakteure die ihnen unentgeltlich zur Verfügung stehende „Finanz-Allmende“ immer wieder übernutzten und dabei keine ausreichende Vorsorge für eine möglicherweise eintretende Zahlungsunfähigkeit bei sich selbst treffen. Bereits wenige Finanzkonglomerate, die große und systemische Risiken bei ihren Entscheidungen außer Acht lassen, sind in der Lage, katastrophale Kettenreaktionen und immense Schäden für einzelne Volkswirtschaften zu erzeugen.

Die Übernutzung der Finanzmärkte konkretisiert sich in einem Free-Rider-Verhalten der Akteure und durch eine Trennung zwischen Risikoverursacher und Risikoträger. Der einzelne Finanzinvestor geht in einer hinreichend großen Gemeinschaft davon aus, mittels seiner individuellen Vorgehensweise Gewinne zu generieren, währenddessen mögliche entstehende verhaltensinduzierte Kosten auf alle Gruppenmitglieder abge-

---

<sup>228</sup> Vgl. Franke/Krahen (2009), S. 335.

<sup>229</sup> Zur Globalisierung der Kapitalmärkte als zentrales Kriterium des Globalisierungsprozesses vgl. Koslowski (2005), S. 374 ff.

<sup>230</sup> Zu Ursachen der Finanzkrise vgl. Issing (2009), S. 432 ff.

wälzt bzw. „sozialisiert“ werden.<sup>231</sup> Das die Kosten verursachende Gruppenmitglied selbst verspürt hierbei aufgrund der eintretenden Kostendegression allenfalls eine nur geringe rückkoppelnde Wirkung einer eigenen Belastung. Verhalten sich alle Gruppenmitglieder auf die gleiche Art und Weise, ist eine kollektive Übernutzung die Folge. Die durch Inkaufnahme systemischer und die Stabilität des Finanzsektors gefährdender Risiken entstehende Risikoexternalität kann dabei zum Zusammenbruch des ganzen Finanzmarktes mit unabsehbaren Folgen für Eigen- und Fremdkapitalgeber und die Volkswirtschaft im Ganzen führen.<sup>232</sup> Der Staat als Lender of last Resort wird zum Eingreifen gezwungen, indem er der Finanzwirtschaft in solchen Fällen meistens Liquidität zuführt, um noch Schlimmeres zu verhindern. Nach Ausbruch der letzten Krise sahen sich Regierungen zudem veranlasst, reihenweise in Not geratene Institute aufzufangen und Rettungsschirme in bislang nicht gekannten Größenordnungen über das gesamte Finanzsystem zu spannen. Auch dieses Exempel der Tragik der Allmende, in anderen Worten der Überbeanspruchung von Kollektivgütern, lässt sich als eine Situation analog dem Gefangenendilemma erklären: Die Kooperation von allen Beteiligten (durch Nutzungsbegrenzung) wäre die gesellschaftlich optimale Lösung, die jedoch bei individuell nutzenmaximierendem Verhalten und fehlender erzwingbarer Verträge nicht zu erreichen ist.

### **3.2. Die Praxis der Finanzmarktregulierung**

#### **3.2.1. Defizite der nationalen und internationalen Regulierung**

Unter Regulierung werden direkte staatliche Eingriffe verstanden, die dazu dienen, das Verhalten von Marktteilnehmern so zu beeinflussen, dass nicht erwünschte Marktergebnisse vermieden werden.<sup>233</sup> Die Finanzmarktregulierung ist demnach daran zu messen, ob sie marktinterne Instabilitäten beseitigen bzw. Finanzmarktstabilität herstellen und gewährleisten kann.<sup>234</sup> Schinasi definiert Finanzsystemstabilität wie folgt: „A financial system is in a range of stability whenever it is capable of facilitating (rather than impeding) the performance of an economy, and of dissipating financial imbalances that arise

---

<sup>231</sup> Zur Pay Off-Matrix des Free-Rider-Verhaltens als Gefangenendilemma vgl. Holler/Illing (2006), S. 8.

<sup>232</sup> Vgl. TU Darmstadt (2009), S. 13.

<sup>233</sup> Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (2000), S. 2614.

<sup>234</sup> Vgl. Arentz (2008), S. 9.

endogenously or as a result of significant adverse and unanticipated events.”<sup>235</sup> Dem Credo der liberalen Wirtschaftsordnung zufolge maximiert der Markt die Wohlfahrt, wie von Kenneth J. Arrow gezeigt.<sup>236</sup> Insofern ist davon auszugehen, dass freie Wettbewerbsmärkte grundsätzlich leistungsfähiger gegenüber jedem anderen Allokationsmechanismus sind und sämtliche Regulierungssysteme des Staates unter dem Vorbehalt der Rechtfertigung stehen sollten. Schließlich verursachen staatliche Eingriffe auf der einen Seite Verzerrungen des Wettbewerbs, die in Form von Effizienzverlusten und Kosten sowie durch Aufwendungen für ihre Konzeption und Durchsetzung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene zu Buche schlagen. Das freie Spiel der Kräfte hat jedoch dort seine Grenzen, wo Wettbewerb nicht zu effizienter Allokation führt und Marktpreise die für unternehmerische Entscheidungen relevanten Informationen nicht mehr korrekt abbilden, wie dieses etwa bei den in Anleihen umgewandelten Immobilienkrediten aus dem US-Subprime-Markt der Fall war. Das Prädikat freier Märkte ist hierbei nicht gleichzusetzen mit unregulierten Märkten.<sup>237</sup> In begründeten Fällen kann die Marktwirtschaft sich daher nicht selbst überlassen werden und bedarf zur Entfaltung ihrer Positivkräfte eines Rahmens, der das einzelwirtschaftliche Handeln in zweckmäßige Bahnen lenkt.<sup>238</sup> Es ist Aufgabe der Staatsgewalt, den für funktionierende Finanzmärkte notwendigen Ordnungsrahmen zu implementieren und vor allem dort regulierend einzuschreiten, wo Marktkräfte versagen und auch eine Selbstregulierung nicht greift.

Eine Vielzahl bisheriger Finanzkrisen<sup>239</sup> scheint empirisch zu belegen, dass insbesondere zu freizügige und nicht ausreichend regulierte Finanzmärkte zur Instabilität tendieren. Zu Determinanten der Instabilität von Finanzsystemen rechnen hierbei die Verschuldungsintensität, die Handelbarkeit von Finanzinstrumenten und die Netzwerkkompatibilität, wobei sich die vorgenannten Komponenten gegenseitig verstärken und damit die Fragilität des ganzen Finanzsystems erhöhen können.<sup>240</sup> Beleg hierfür ist das in der Wirtschaftsgeschichte seit Jahrhunderten immer wieder zu beobachtende Aufkommen spekulativer Exzesse mit wechselnden extremen Aufschwung- und Absturzphasen.<sup>241</sup> Solche Entwicklungen schlagen negativ auf die Realwirtschaft durch und rufen erhebli-

---

<sup>235</sup> Schinasi (2004), S. 8.

<sup>236</sup> Vgl. Arrow (1963).

<sup>237</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 4 f.

<sup>238</sup> Zu Folgerungen für eine stabilitätsorientierte Regulierung vgl. Franke/Krahen (2009), S. 358.

<sup>239</sup> Zu einem umfangreichen historischen Überblick von Bankenkrisen im Zeitraum von 1800 bis 2008 vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 462-515.

<sup>240</sup> Vgl. Franke/Krahen (2009), S. 344 ff.

<sup>241</sup> Zu volkswirtschaftlich notwendiger Spekulation vgl. Koslowski (2005), S. 378 f.

che Wohlstandseinbußen für Menschen hervor, die die zur Krise führenden Risiken zwar in den meisten Fällen nicht eingegangen, jedoch von ihnen betroffen sind. Eine effiziente und praktikable Regulierung hat daher die Aufgabe, der Gefahr opportunistischen Verhaltens und damit der Übernahme exzessiver Risiken entgegenzuwirken und für gleiche Wettbewerbsbedingungen und Transparenz zu sorgen. Sie schafft damit gleichzeitig eine Vertrauensbasis der Finanzakteure untereinander. Aufgrund der heutigen hochtechnisierten und globalisierten Finanzmärkte steht außer Frage, dass diese Aufgaben höchste Anforderungen für Regierungsinstanzen darstellen.

Finanzmärkte erfüllen wichtige volkswirtschaftliche Funktionen. Sie vereinfachen die Kapitalakkumulation durch Umwandlung von Ersparnissen in langfristige Investitionen, ermöglichen den Transfer von Risiken und die Finanzierung des weltweiten Handels und aggregieren zahllose Informationen, die in Marktpreisen ihren Niederschlag finden. Es handelt sich allerdings um keine vollkommene Märkte. Existente Funktionsdefizite basieren auf asymmetrischer Informationsverteilung zwischen den einzelnen Marktteilnehmern, die zu Problemen des Moral Hazard und Adverse Selection führen.<sup>242</sup> Marktakteure tendieren hierbei regelmäßig zu einem Verhalten, bei dem sie ihre Wert- und Risikoevaluierung sowie Risikoneigung den Konjunkturverläufen prozyklisch anpassen. Anfängliche Erfolge und das Phänomen des Herdentriebs führen in Boomzeiten auf Vermögenmärkten zu spekulativen Übertreibungen und zur Blasenbildung, die durch übermäßige Kreditfinanzierung noch zusätzlich an Schärfe gewinnen, bis letzten Endes nach einer Phase des irrationalen Überschwangs aufgeblähte Blasen in solchen Boom-Bust-Zyklen platzen. Auch die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise ist hierfür erneut ein Beispiel: Ihr ging ein gigantisches Finanzierungsvolumen mit überdimensionalen Kreditlebeln voraus.<sup>243</sup> Sie ist gekennzeichnet durch Kreation überkomplexer Finanzprodukte, die Investoren in ihrer Zusammensetzung nicht vollständig begriffen und deren wahre Risiken im Verborgenen blieben, weshalb nahezu mechanisch den Urteilen nichtregulierter Ratingagenturen vertraut wurde. Preise von Wertpapieren spiegelten hierbei nicht das wahre Risiko wider. Die zugrunde liegenden einzelnen Transaktionen waren von mangelnder Nachhaltigkeit geprägt. Die kurzfristige Renditemaximierung stand im Vordergrund, die wiederum Voraussetzung für hohe variable Gehaltsbestandteile von Investment-, Pensions- und Hedgefondsmanagern bildete. Finanzdienstleister

---

<sup>242</sup> Vgl. Stiglitz/Weiss (1981), S. 393 ff.

<sup>243</sup> Zu ethischen Fragestellungen im Rahmen des „High-leverage finance capitalism“ vgl. Nielsen (2010), S. 309 ff.

lockten Geschäfte mit exorbitant hohen Gewinnaussichten, während ihr persönliches Verlustrisiko nur marginal war. Die Abkopplung von der Entwicklung in der Realwirtschaft beschleunigte sich immer stärker, der Marktwert von Finanzaktiva wuchs schneller als das nominale BIP und das Auftürmen stetig wachsender Finanzpyramiden war zum Selbstzweck geworden.<sup>244</sup> Gleichzeitig nahm jedoch die gegenseitige Ansteckungsgefahr aufgrund der kontinuierlich gestiegenen Vernetzung der nationalen und internationalen Finanzmärkte zu.

Die zu Tage getretene größte Finanz- und Wirtschaftskrise seit mehr als 80 Jahren muss zu der Erkenntnis führen, dass sowohl die Selbstregulierung der Finanzindustrie als auch die maßgebliche staatliche Regulierungspraxis mit erheblichen Defiziten behaftet waren. Das Ausmaß der Verwerfungen sowie die mittlerweile von westlichen Industriestaaten diskutierten und bereits eingeleiteten Korrekturen ihres ordnungspolitischen Instrumentariums zeigen deutlich, dass zum einen die Finanzmarktregulierung und Finanzmarktaufsicht mit der progressiven Entwicklung an den Märkten der letzten Jahre nicht Schritt gehalten haben, während zum anderen die in den achtziger und neunziger Jahren des vorherigen Jahrhunderts vor allem von den USA ausgegangene Deregulierung der Finanzmärkte deplatziert war. So kommt eine Studie von Wirtschaftswissenschaftlern des IWF zu dem Ergebnis, dass die Deregulierung der US-Bankenlandschaft eine der Kernursachen der später einsetzenden maßlosen Übertreibungen auf dem US-Immobilienmarkt darstellte.<sup>245</sup> Mit der Unterschrift des früheren US-Präsidenten Bill Clinton unter das neue US-Bankengesetz im Jahre 1994 war das seit den zwanziger Jahren bestehende Recht aufgehoben worden, welches den US-Banken bei ihren Transaktionen Grenzen gesetzt hatte.<sup>246</sup> Zu diesem Zeitpunkt wurden zunächst die Beschränkungen für regionale Kreditinstitute hinsichtlich ihrer geschäftlichen Expansion ad acta gelegt. Fünf Jahre später folgte die Aufgabe der seit der großen Wirtschaftskrise der dreißiger Jahre eingeführten Trennung zwischen Investment- und Geschäftsbanken.

Es waren ferner die in einem hohen Maße vorhandenen Systemrisiken, d.h. die Gefahren für das Finanzsystem im Ganzen, die in den Modellen der Risikoevaluierung keine ausreichende Berücksichtigung gefunden hatten. Der Tragweite eines verzahnten, zunehmend intransparent werdenden Finanzsystems sowie den aus der Entkopplung von

---

<sup>244</sup> Zur Ethik der Finanzdienstleister vgl. Koslowski (2005), S. 382 f.

<sup>245</sup> Vgl. Favara/Imbs (2010).

<sup>246</sup> Vgl. Storbeck (2011a), S. 18.

Finanz- und Realwirtschaft erwachsenden Gefahren wurde nicht Rechnung getragen. Die althergebrachte Rahmenordnung war nicht an die Verhältnisse der Globalisierung mit deren Kraft der Entfesselung und Entgrenzung angepasst worden, um auf diese Weise verschiedene nationale Interessen konsensual auszuloten und das Auseinanderfallen der ökonomischen und politischen Geographie bei der Integration der Märkte zu überbrücken. Die politische Globalisierung hielt mit der ökonomischen nicht Schritt,<sup>247</sup> die vormalige Finanzmarktarchitektur spiegelt noch die „einfache“ Welt aus der Zeit vor der Globalisierung wider. Finanzmärkte sind jedoch auf dynamische, kybernetische und international abgestimmte Regulierungssysteme angewiesen. Mit den immer stärker zusammenwachsenden Märkten wird die Erhaltung der globalen Finanzsystemstabilität zu einem öffentlichen Gut auf internationaler Ebene und zu einem bedeutenden weltweiten Regulierungsziel, mit dessen Umsetzung die Weltgemeinschaft in Verzug geraten ist. Dabei hat gerade die noch andauernde Weltwirtschaftskrise deutlich vor Augen geführt, dass die globale Finanzarchitektur einer grundlegenden Reform bedarf und dass effiziente und dauerhafte Lösungen nicht ohne international abgestimmte Institutionen auskommen. Ihre katastrophalen Folgen waren zu einem maßgeblichen Teil auf die nicht vorhandene Bereitschaft einzelner Nationalstaaten zurückzuführen, eine schärfere und international abgestimmte Finanzordnung zu implementieren und die eigene exzessive Nutzung des globalen öffentlichen Gutes Finanzsystemstabilität durch fortgesetzte Deregulierung zurückzufahren. Im Zuge der voranschreitenden Globalisierung sind nationale Alleingänge bei regulatorischen Vorgaben kontraproduktiv und erhöhen die Gefahr der Regulierungsarbitrage. Das Kollektivgut der Finanzsystemstabilität verlangt nach weltweiter Harmonisierung dissonanter Regeln und ist dabei von gleichem Rang wie bedeutende öffentliche Güter anderer Art, etwa der äußeren oder inneren Sicherheit oder des Umweltschutzes.

Eine Unvereinbarkeit der bisherigen Regulierungspraxis mit zukünftigen Erfordernissen illustriert folgendes Beispiel: Während die Bankenaufsicht noch eine Angelegenheit einzelner Nationalstaaten ist, kann die Schieflage bzw. Insolvenz eines nationalen großen Bankinstituts aufgrund seiner internationalen Verflechtungen systemimmanente Kettenreaktionen mit nachteiligen Folgen für die gesamte Staatenwelt auslösen. Die Größe sogenannter „Systematically Important Financial Institutions (SIFI)“ hat inzwi-

---

<sup>247</sup> Vgl. Stiglitz (2008), S. 335.

schen Dimensionen angenommen, die die Fähigkeit der Rettung von in Not geratenen Instituten allein durch das jeweilige Mutterland fraglich erscheinen lassen.<sup>248</sup>

Konzepte einer verbesserten Regulierung der Finanzwirtschaft sind nach Ausbruch der Krise in Gang gekommen und werden auf unterschiedlichen Ebenen entworfen und diskutiert. Die Herausforderung besteht hierbei in der Etablierung eines Regelwerks, das die Zielerreichung der Finanzmarktaufsicht gewährleistet und gleichzeitig die Anforderungen mit Blick auf Kosteneffizienz und Pragmatismus erfüllt. Im einheitlichen Fokus neuer Reformansätze steht die Verbesserung der Eigenkapital- und Liquiditätsbasis von Banken. Ihre verhängnisvolle Durchschlagskraft konnte die Krise primär u.a. deshalb entfalten, weil die Kreditinstitute in Relation zu den übernommenen Risiken in hohem Maße unterkapitalisiert waren. Zwar hätten größere Eigenkapitaldecken der Banken die jüngste Finanzkrise nicht verhindern, dagegen aber die Fähigkeit der Kreditinstitute, Verluste aufzufangen, erhöhen können. Hier setzt das Reformpaket von Basel III an, die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht verabschiedete Eigenkapitalvereinbarung. Weitere Korrekturbemühungen zielen auf eine Angleichung der Rechnungslegungsstandards, die die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Finanzinstituts adäquat abbilden und damit eine erhöhte Informationsarchitektur der Finanzmärkte gewährleisten. Zu dieser zählen unterschiedliche Säulen der Informationsgewinnung, die zusammen den Finanzmarktakteuren verlässliche Informationen liefern.<sup>249</sup> Eine bessere Handhabung innovativer Finanzinstrumente und die Revision von Publikations- und Offenlegungsvorschriften, die die Öffentlichkeit über das Geschäftsgebaren, die Lage und Erfolg eines Finanzinstituts sowie über die Ursachen seiner geschäftlichen Entwicklung informieren, sind Gegenstand weiterer Reformanstrengungen. Regierungen und ihre Aufsichtsorgane sollen zudem mit Nachdruck Systemrisiken zukünftig stärker in ihr Blickfeld nehmen.

Noch zu implementierende Regelungen sollten sicherstellen, in Not geratene Finanzinstitute staatlicherseits aufzufangen, ohne zugleich opportunistisches Verhalten zu belohnen. Aus diesem Grunde sind klare Regeln für Banken in Schieflage durch Schaf-

---

<sup>248</sup> Nach dem Financial Stability Board (FSB) handelt es sich bei SIFI um “financial institutions whose distress or disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity. To avoid this outcome, authorities have all too frequently had no choice but to forestall the failure of such institutions through public solvency support. As underscored by this crisis, this has deleterious consequences for private incentives and for public finances”. FSB (2011).

<sup>249</sup> Zur Informationsarchitektur des Finanzmarktes vgl. Franke/Krahn (2009), S. 341 ff.

fung eines Insolvenzrechts vonnöten, die deren Zwangsverwaltung und gegebenenfalls die spätere Zerschlagung ebenso ermöglichen wie die Rückstufung der Aktionäre und des Managements. Dem der Marktwirtschaft zugrunde liegenden essentiellen Haftungsprinzip ist dabei größere Geltung zu verleihen, da fehlende Haftung die Internalisierung von Risiken verhindert. Die Revision bestehender Vergütungssysteme für Manager, eine Regulierung von Ratingagenturen, eine bessere Kontrolle der Derivatmärkte und die Neuorganisation der Finanzaufsicht sind weitere Regulierungsziele. Die involvierten und tonangebenden Akteure sind hierbei:<sup>250</sup>

- **G-20-Staaten:** Die Gruppe der weltweit führenden Industrie- und Schwellenländer, die im Herbst 2009 umfangreiche Finanzmarktreformen angekündigt hat und die bis Ende 2012 umgesetzt werden sollen. Die G-20-Gruppe, die rund 85 Prozent der weltweiten Wirtschaftsleistung, 80 Prozent des Welthandels und zwei Drittel der Weltbevölkerung repräsentiert und zur informellen Weltregierung avanciert, könnte zukünftig als das international wichtigste permanente Forum für globale wirtschaftliche Kooperation dienen. Mit dem Übergang der G-8 zur G-20 existiert damit ein Format, das die Welt besser verkörpert als dies mit der alten Runde der Fall war. Wichtiger Inspirator der G-20 für Reformen der Finanzmarktregulierung ist der Financial Stability Board (FSB), ein globaler Standardsetzer, in dem Aufsichtsbehörden und Ministerien von rund zwei Dutzend Ländern vertreten sind. Gespalten ist die Gruppe jedoch noch in Fragen der Regulierung in mehreren Details. Die letzten G-20-Treffen zeitigten aus diesem Grund auch nur geringe Ergebnisse. Zwar mündete die Absicht zum Abbau staatlicher Haushaltsdefizite zumindest ansatzweise in eine gemeinsame Strategie, entscheidende Vereinbarungen zur Finanzmarktregulierung blieben jedoch aus. Die Vereinigten Staaten sind zudem mit ihrer eigenen Finanzmarktreform vorausgeeilt und hebeln auf diese Weise ein gemeinsames Vorgehen teilweise aus. Insgesamt ist das von der G-20 avisierte große Reformpaket immer noch in Gefahr, an nationalen Eigeninteressen und Alleingängen zu scheitern.
  
- **Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht:** Im Jahre 1974 von den Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der G10-Staaten ins Leben gerufen, gehören diesem Gremium Vertreter von 27 Staaten an. Wichtige Entscheidungen der G-20

---

<sup>250</sup> Zu einem detaillierteren Überblick über Regulierungsmaßnahmen auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene vgl. BMF (2011a).

zur Finanzmarktreform werden ausgearbeitet. Eine Übereinstimmung in allen elementaren Fragen ist zu bezweifeln, wodurch die Unsicherheit fortbesteht, dass Einigungen nur auf kleinen gemeinsamen Nennern möglich werden. Die neuen Basel III-Eigenmittelstandards verpflichten Banken, in einem größeren Umfang qualitativ besseres Eigenkapital vorzuhalten. Diese von den G-20-Staats- und Regierungschefs im November 2010 gebilligten und ab 2013 nach und nach bis zum Jahr 2019 umzusetzenden Regeln stellen bislang die konkretesten Fortschritte der globalen Regulierung dar. Es ist anzunehmen, dass Basel III nur dann zur größeren Stabilität im Bankenbereich führen kann, wenn diese Normen weltweit einheitlich Rechtskraft erlangen. Nach heutiger Lage sind jedoch Zweifel hierüber angebracht. Schon die Vereinbarungen zu Basel II trugen am Ende nicht die Unterschrift der Vereinigten Staaten. Weitere Reformbemühungen wie etwa die Einführung einer Finanztransaktionssteuer, die Kontrolle systemwichtiger Banken und die Überwachung nicht regulierter Finanzbereiche (u.a. Hedge- und Private-Equity-Fonds mit Gefahren der Regulierungsarbitrage) sind noch nicht vorangekommen.

- **Financial Stability Board:** Als Nachfolgeeinrichtung des ursprünglichen Financial Stability Forums 2009 von der G-20 gegründet, setzt sich dieses aus Vertretern von Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien aus insgesamt 24 Ländern und einer Reihe von Finanzorganisationen zusammen. Inzwischen mit notwendigen Befugnissen ausgestattet, soll das Financial Stability Board frühzeitig vor einsetzenden Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten warnen. Die eigentliche Zielsetzung, eine krisenresistente Finanzmarktarchitektur auszuarbeiten, konnte aufgrund unterschiedlicher Interessen noch nicht entscheidend erreicht werden.
- **Europäische Union:** Ein grundlegender Durchbruch zur Einigung aller 27 EU-Staaten auf eine gemeinsame Linie wurde noch nicht erzielt. Die zu starke Orientierung aus nationalem Blickwinkel vereitelt wirkungsvolle Gesetze. Eine Verwässerung intendierter Reformen droht.<sup>251 252</sup>

---

<sup>251</sup> Zum Stand der Finanzmarktreformen in Deutschland, Europa und auf der G-20-Agenda vgl. BMF (2011a).

<sup>252</sup> Zum Regulierungswettbewerb auf europäischer und internationaler Ebene vgl. Smaghi (2009), S. 94 ff.

- **Vereinigte Staaten:** Die USA sind mit ihrer eigenen Finanzmarktreform vorausgeeilt. Es handelt sich dort um die größte Neuregulierung der Finanzmärkte seit den dreißiger Jahren. Das Gesetz zielt darauf ab, Großbanken nie wieder durch den Staat aus selbstverschuldeten Krisen herauskaufen zu müssen. Die Banken werden angehalten, ihre Risiken besser im Griff zu halten. Ihnen ist auferlegt, zukünftig mehr Eigenkapital vorzuhalten und nur noch maximal drei Prozent ihres Eigenkapitals in Hedgefonds und Private-Equity-Gesellschaften zu investieren, wenn sie der staatlichen Einlagenversicherung angehören. Der vormals hochprofitable, aber risikoreiche Eigenhandel der Banken wird eingeschränkt. Ein Großteil der Vorschriften ist darüber hinaus gegen das Schattenfinanzsystem gerichtet. So sind Hedge- und Private-Equity-Fonds verpflichtet, sich bei der Börsenaufsicht SEC registrieren zu lassen, um deren Kontrolle zu gewährleisten. Der Umgang der Banken mit komplexen Finanzinstrumenten unterliegt einer schärferen Regulierung. Für den Handel mit riskanten Derivaten müssen die Finanzinstitute mit eigenem Kapital ausgestattete Einheiten gründen. Zur Steigerung der Transparenz sollen diese zudem künftig zum großen Teil über Börsen abgewickelt werden. Unter dem Dach der Wertpapieraufsichtsbehörde SEC ist eine spezielle Aufsicht für Ratingagenturen vorgesehen, die Strafmaßnahmen verhängen kann. Ein neuer Finanzstabilitätsrat mit umfangreichen Vollmachten kann Banken im Krisenfall in einem gesonderten Verfahren liquidieren oder aufspalten, wenn systemische Gefahren für die Finanzstabilität der USA drohen.

### **3.2.2. Die Unzulänglichkeit der Finanzmarktaufsicht**

Eine mit Lücken behaftete Aufsichtspraxis über die Finanzmärkte und Banken im Besonderen versagte bei ihrer Aufgabe, Finanzkrisen zu verhindern. Für die aktuelle Krise tragen die Aufsichtsbehörden zwar keine unmittelbare Verantwortung, sie haben allerdings die massiven Störungen auf den Märkten auch nicht verhindern können, obwohl ihnen in Deutschland die Aufgabe obliegt, die Funktionsfähigkeit des Finanzsektors zu sichern. Dabei sollen Bankgeschäfte und auch sonstige Finanzdienstleistungen überwacht werden, um ein stabiles Finanzsystem zu gewährleisten. Insbesondere hat es die zweigeteilte deutsche Bankenaufsicht in Gestalt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Deutschen Bundesbank nicht vermocht, die außerbilanziellen Engagements deutscher Banken und die daraus resultierenden Risiken stärker in

den Blick zu nehmen. Mitunter waren von verschiedenen Seiten die richtigen Fragen gestellt und auf drohendes Unheil hingewiesen worden, dennoch trafen die Kontrollinstanzen im Vertrauen auf die Effektivität der von den Banken angewandten Risikomodelle nicht rechtzeitig die notwendigen Gegenmaßnahmen. Die Folgen sind u.a. an der Entwicklung deutscher Landesbanken<sup>253</sup> oder an dem Finanzinstitut Hypo Real Estate (HRE) abzulesen. Als systemrelevantes Bankinstitut konnte die HRE zur Abwendung ihrer Insolvenz nur noch mit Garantien und Eigenkapital durch den Staat in Höhe von 100 Milliarden Euro aufgefangen werden.

Die BaFin ist als das Exekutivorgan für hoheitliche Aufgaben verantwortlich. Banken, Versicherungen oder Wertpapierhandelsunternehmen sind zum Nachweis gegenüber dieser Behörde verpflichtet, dass sie die gesetzlichen Anforderungen bezüglich ihrer Mindestkapitalausstattung, der Instituts- und Geschäftsführung oder der Unternehmensausrichtung erfüllen. Die Behörde prüft außerdem anhand von Jahresabschlüssen, Zwischenbilanzen und Berichten von Wirtschaftsprüfern die laufenden Geschäfte der Finanzinstitute und kann u.a. auch Prüfungen und Sonderprüfungen anordnen. Durch das Ende 2010 verabschiedete Bankenrestrukturierungsgesetz ist die BaFin nunmehr auch ermächtigt, präventiv vorzugehen. Liegt etwa die Gefährdung der Finanzmarktstabilität durch ein systemrelevantes Bankinstitut vor, ist dessen Zerschlagung möglich. In diesem Fall würden einzelne Bankbereiche auf eine staatliche Brückenbank übertragen, die mit Eigenkapital oder Garantien der Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung (FMSA), die den Rettungsfonds Soffin verwaltet, ausgestattet wird. Zur Finanzierung der hierfür erforderlichen Mittel war eine Bankenabgabe vorgesehen. Die Bundesbank führt dagegen in der laufenden Überwachung vor allem die Auswertung der von den Finanzinstituten überreichten Dokumente, Meldungen, Jahresabschlüsse, Prüfungsberichte und regelmäßige bankgeschäftliche Prüfungen durch.

Die Rolle und Bedeutung der Zentralbanken in der Finanzaufsicht wird kontrovers diskutiert und auch im Ausland unterschiedlich gehandhabt. Sell und Hartung verweisen auf einen möglichen, jedoch unter bestimmten Voraussetzungen lösbaren Zielkonflikt in Form eines Trilemmas zwischen den Zielvariablen Vermeidung von Vermögenspreisinflationen, der Sicherung von Liquidität bzw. Solvenz systemrelevanter Finanzinstitute

---

<sup>253</sup> Zur Rolle der deutschen Landesbanken als Global Player auf den internationalen Finanzmärkten vgl. Sinn (1997).

und der Sicherung der Geldwertstabilität.<sup>254</sup> Für eine Integration der Notenbanken in die Finanzmarktaufsicht sprechen mögliche Synergieeffekte bei den Zielen der Finanz- und Geldwertstabilität, effektivere Reaktionsmöglichkeiten bei systemischen Risiken sowie die größere Unabhängigkeit von politischen Vorgaben.<sup>255</sup> Bankenaufsichtsrechtliche Informationen und Analysen können kurzfristig für geldpolitische Entscheidungen und für die Sicherstellung der Finanzmarktstabilität genutzt werden.<sup>256</sup> Gegen die Involvierung der Zentralbank sind mögliche Interessenkollisionen anzuführen.<sup>257</sup> Die Währungshüter könnten demnach geneigt sein, die Märkte zu Lasten einer auf Geldwertstabilität ausgerichteten Geldpolitik zu stützen.<sup>258</sup> Ferner schlägt ein denkbare Reputationsrisiko bei eventuellem Scheitern in der Rolle als Aufsichtsbehörde zu Buche sowie eine Zunahme an Macht, da die Notenbanken bereits über einen hohen Grad an Autonomie und Unabhängigkeit verfügen.<sup>259</sup>

Während die Märkte mit zunehmender Tendenz global vernetzt sind, haben die Aufsicht und das Management in Krisenzeiten überwiegend noch nationalen Charakter. Wer jedoch für die Globalisierung der Märkte eintritt, sollte wenigsten im nationalen Rahmen über nur eine integrierte Aufsichtsinstanz verfügen. Beim Nebeneinander verschiedener Behörden schlagen Kompetenzverlagerungen und -überschneidungen in einigen Bereichen sowie mangelnde Transparenz und Kosten verursachende Doppelarbeit zu Buche, was von den Banken zu Recht beklagt wird. Bereits ein Gutachten aus dem Jahr 2006 des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW), das auf einer umfassenden Befragung von Banken beruht, spiegelt die Unzufriedenheit der Kreditinstitute über die unklare Rollenverteilung zwischen BaFin und Bundesbank wider.<sup>260</sup> Divergierende Rechts- und Aufsichtstraditionen stellen für grenzüberschreitend aktive Bankkonzerne zudem eine erhebliche zusätzliche Belastung dar, um den unterschiedlichen Auflagen und Anforderungen der einzelnen Staaten zu genügen. Eine effiziente und mit Bürokratieabbau einhergehende Bankenaufsicht sollte den Entwicklungen auf den Märkten folgen und weiterhin ein wichtiges politisches Anliegen sein.<sup>261</sup> Dennoch realisierten sich in Deutschland auch vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise ursprüngliche Pläne der

---

<sup>254</sup> Vgl. Sell/Hartung (2010), S. 225.

<sup>255</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 147.

<sup>256</sup> Zur Finanzmarktstabilität als ein mögliches Ziel der Geldpolitik vgl. Neumann (2009), S. 372 ff.

<sup>257</sup> Zur Entkräftung eines diesbezüglichen Interessenkonflikts der Deutschen Bundesbank vgl. Zeitler (2008), S. 6 f.

<sup>258</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 148.

<sup>259</sup> Vgl. Speyer/Walter (2007), S. 15.

<sup>260</sup> Vgl. DIW Berlin (2006), S. 37.

<sup>261</sup> Zu Kriterien einer optimalen Finanzmarktaufsicht vgl. Hartung/Sell (2008), S. 15 ff.

Bundesregierung nicht, die Finanzaufsicht über Banken stärker bei der Bundesbank zu konzentrieren. Letztere sah ihre politische Unabhängigkeit in Gefahr, etwa bei der Ausübung hoheitlicher Aufgaben wie Schließung von Kreditinstituten und der in diesem Fall greifenden Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen. In Deutschland hat somit bis auf Weiteres die bestehende Zweiteilung der Finanzaufsicht in Form der Deutschen Bundesbank und der BaFin weiterhin Bestand.<sup>262</sup>

Dagegen wurden mittlerweile auf europäischer Ebene mit der EU-Einigung über die Reform der Finanzmarktaufsicht neue Wege beschritten. Die zum Jahresbeginn 2011 neu eingerichteten Strukturen sehen einen Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) als Frühwarnremium für zunächst fünf Jahre vor, der die Stabilität des Finanzsystems auf Makroebene überwacht und dessen Sekretariat die EZB stellt. Drei europäische Behörden für die Aufsicht der Banken (EBA), Versicherungen (EIOPA) und Börsen (ESMA) haben darüber hinaus die Aufgabe, die nationalen Aufsichtsbehörden zu überwachen. Sie verfügen nach Feststellung eines Krisenfalls durch die EU-Finanzminister zugleich über die Befugnis, direkt in Finanzinstitute zu intervenieren. Mit den nunmehr neu geschaffenen Institutionen sollen Schwachstellen mangelnder internationaler Koordinierung der früheren Aufsichtspraxis behoben werden. Die mit einer Kompetenzerweiterung für die europäischen Institutionen einhergehenden Maßnahmen sehen zukünftig des Weiteren vor, dass die ESMA auch die Aufsicht über Ratingagenturen übernehmen und die Befugnis zur Erteilung möglicher temporärer Verbote von Leerverkäufen erhalten soll.<sup>263</sup>

Auch in den USA wurden 2010 die Grundlagen einer umfangreichen Finanzmarktreform in Angriff genommen, die mehr Macht für die Aufsichtsbehörden sowie die Etablierung eines Finanzstabilitätsrats zum Inhalt hat. Letzterer soll unter Leitung des Finanzministers die wichtigsten Aufsichtsorgane vereinen und rechtzeitig Krisen für das gesamte Finanzsystem erkennen. Die Reform sieht einen zehnköpfigen Regulierungsrat unter Vorsitz des US-Finanzministers vor, der mögliche Risiken für das Finanzsystem überwachen soll. Zudem erhält die Regierung neue Vollmachten, kollabierende Finanzinstitutionen zu übernehmen und abzuwickeln. Die Befugnis der Regulierungsbehörden

---

<sup>262</sup> Zu Defiziten der Aufsicht vgl. Hellwig et al. (2010), S. E41 ff.

<sup>263</sup> Zu Empfehlungen der Finanzmarktregulierung für den deutschen und europäischen Finanzsektor vgl. ebd., S. F9 ff.

wird gestärkt, große Geldhäuser in kleinere Einheiten aufzuspalten, wenn Gefahren drohen, die das Finanzsystem gefährden.

Wie sehen die Aufsicht und die diesbezügliche Zusammenarbeit auf globaler Ebene aus? Neben den nationalen Regierungen und den traditionellen Institutionen von Bretton Woods (IWF, Weltbank) regeln hier eine Fülle informeller Einrichtungen die weltweiten Währungs- und Kreditmärkte, unter anderem in Form von entwickelten Standards, Guidelines sowie Codes of Conduct. Neben dem IWF beteiligen sich global an der Regulierung die OECD, die BIZ, die G-7 (G-8) und G-20 in Form von Foren, Task Forces oder speziellen Komitees. Von besonderer Wichtigkeit ist der seit 1974 bei der BIZ angesiedelte Baseler Ausschuss für die Bankenaufsicht, in dem weltweit relevante Standards für die Bankenaufsicht konzipiert werden. Ein weiteres wichtiges Gremium ist das 1999 von den G-7-Ländern ins Leben gerufene Financial Stability Forum (FSF), das sich aus hochrangigen Vertretern der Finanzministerien, der Notenbanken und der Finanzaufsichtsbehörden der G-7-Länder, den Vertretern des IWF, der Weltbank, der BIZ und der OECD zusammensetzt, und die mehrmals pro Jahr zu einem Informations- und Erfahrungsaustausch zusammenkommen. Bereits heute bilden die von diesen Institutionen entwickelten internationalen Standards willkommene Benchmarks für einzelstaatliche Regulatoren. Eine kritische Bestandsaufnahme derartiger „soft laws“ könnte die Basis für eine verstärkte Konvergenz und Vereinheitlichung internationaler Aufsichtspraxis sein. Es wäre allerdings verfehlt, davon auszugehen, dass informelle Institutionen und Regelwerke auf Dauer gouvernementale Politik ersetzen könnten. Es war eigentlich die Absicht der Staats- und Regierungschefs der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer in ersten Reaktionen nach Ausbruch der jüngsten Finanzkrise, in der Finanzbranche zukünftig rund um den Globus die gleichen Regeln in Kraft setzen zu lassen. Nach wie vor fehlt es auf internationaler Ebene jedoch an einer übergreifenden Institution, die unterschiedliche Mandate, Themen und Politiken im Sinne einer global-ökonomischen Governance vereinen könnte.<sup>264</sup>

Vier Jahre später sieht allerdings die Realität anders aus und das Thema der Regulierungsarbitrage ist noch ungelöst. So steht im Mittelpunkt eines transatlantischen Regulierungsstreits die nach dem ehemaligen US-Notenbankchef benannte Volcker-Rule, die den amerikanischen Banken auferlegt, sich beim lukrativen Eigenhandel zurückzuhal-

---

<sup>264</sup> Vgl. Volz (2009), S. 9 f.

ten. Des Weiteren dürfen die US-Institute nur noch sehr eingeschränkt hauseigene Hedgefonds unterhalten. Entsprechende Restriktionen existieren für europäische Kreditinstitute nicht, so dass die Wall Street europäische Geldhäuser als Gewinner der Regulierungsarbitrage sieht.<sup>265</sup>

### 3.2.3. Fortbestand von Dilemmastrukturen

Bei der bisher bereits erfolgten bzw. noch beabsichtigten Implementierung neuer Finanzmarktregeln ist zu bezweifeln, dass die wahren Ursachen der Weltfinanzkrise wirklich therapiert werden. So mangelt es weiterhin an Institutionen, die auf die Beseitigung von den Hauptübeln der Finanzkrise, namentlich der immer noch existenten Dilemmastrukturen, abzielen. Im Einzelnen:

- Die Politik extrem niedriger Zinssätze wird durch die Notenbanken fortgesetzt, die darüber hinaus milliardenschwere Liquiditätsspritzen in die Wirtschaft schleusen und damit den Nährboden für höhere Inflation bereiten. Investoren spekulieren abermalig mit billigem Geld, das im Überfluss zur Verfügung steht und globale Kollateralschäden damit verursachen kann. Mit der nach wie vor expansiven Geldpolitik wächst die Gefahr, dass erneut Grundlagen für exzessive Risiken auf den Finanz- und Gütermärkten geschaffen werden. So strömt Geld aus den USA u.a. in Schwellenländer mit der Folge, dass diese Kapitalflut deren Währungen einem Aufwertungsdruck aussetzt. Dortige Zentralbanken sind gezwungen, am Devisenmarkt durch den Kauf von Fremdwährungen zu intervenieren. Zur Abwehr der Spekulationsgelder und zum Schutz ihrer Ausfuhren greifen deswegen Schwellen- und Entwicklungsländer vermehrt zu protektionistischen Aktionen und Kapitalverkehrskontrollen mit der Folge ernsthafter Rückwirkungen auf Volkswirtschaften der Industriestaaten.<sup>266</sup> Wie bisherige Erfahrungen lehren, treibt übermäßige Liquidität zudem die Vermögenspreise, private wie professionelle Investoren suchen bei niedrigen Zinsen das Risiko und neigen zur Überschuldung. Die Folgen sind trotz der schwersten weltwirtschaftlichen Rezession seit über 60 Jahren und ausufernder Verschuldung exorbitant steigende Preise für Vermögensgüter wie etwa Anleihen, Aktien, Edelmetalle, Rohstoffe und Immobilien. Die Kurse spiegeln hierbei nicht unbedingt die reale Wirtschaftsentwicklung wider, sondern es existiert erneut die Ge-

---

<sup>265</sup> Zu dem aus der Weltfinanzkrise resultierenden Reformbedarf vgl. Hellwig et al. (2010), S. E49 ff.

<sup>266</sup> Vgl. Koslowski (1992), S. 5.

fahr, dass sie Ausdruck spekulativen Verhaltens sind. Wiederum konzentrieren sich die im Wettbewerb stehenden Finanzinstitute auf Geschäfte mit hohem Risiko, die die höchsten Renditen versprechen. So werden etwa hochrentierliche europäische Staatsanleihen mit geringer Bonität in der Erwartung erworben, dass deren Rückzahlung durch bonitätsstärkere Mitgliedsstaaten der EU für die Zukunft garantiert ist. Inhaber dieser Bonds finanzschwacher Staaten kommen auf diese Weise auf Kosten der Allgemeinheit in den Genuss eines staatlichen Schutzes. Sollte die EU ihren Rettungsschirm auf Volumen und Laufzeit unbegrenzt aufgespannt halten, kann die Wette aufgehen und Investoren vereinnahmen überzogene Renditen. Wenn jedoch in der Politik Überlegungen reifen, auch private Halter von Staatsanleihen angeschlagener EU-Staaten in der einen oder anderen Form durch einen erzwungenen Forderungsverzicht (Haircut) zu beteiligen, wie dies am Beispiel Griechenland mit einem von der Politik durchgesetzten Forderungsverzicht in Höhe von 50 Prozent mittlerweile Wirklichkeit wurde, könnten erneut Banken in Not geraten. So kam es mit der US-Finanzfirma MF Global Ende 2011 schon wieder zu einem großen Firmenzusammenbruch.<sup>267</sup> Dieser Hedgefonds spekulierte mit Anleihen hochverschuldeter europäischer Länder wie Italien, Spanien, Portugal, Belgien und Irland und war zu große Wagnisse in diesem Marktsegment eingegangen. Es bleibt ferner offen, in welcher Höhe Banken im Geschäft mit Credit Default Swaps (CDS) engagiert sind, mit denen der Zahlungsausfall europäischer Krisenländer abgesichert wird. Erst im Jahre 2008 hatten den damals größten Versicherungskonzern AIG solche Absicherungen in starke Bedrängnis gebracht. Nur durch staatliche Interventionen konnte seinerzeit der Konkurs verhindert werden. In Analogie historischer Abläufe lässt sich dieses Anlegerverhalten abermalig als Herdentrieb erklären. Einer folgt dem anderen, ohne von den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten überzeugt zu sein. Riskante Anlagen werden getätigt, die mit denen der Konkurrenz positiv korrelieren, wobei die Gefahr besteht, dass sich das Investitionsverhalten des risikofreudigsten Akteurs am Markt durchsetzt.

- Es bestehen des Weiteren die krisenauslösenden weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den internationalen Handelsströmen fort. Der Missbrauch von Währungen als politisches Instrument verursacht nach wie vor gefährliche Instabilitäten im internationalen Devisensystem.

---

<sup>267</sup> Vgl. Unterreiner (2011), S. 13.

- In einem rasanten Tempo werden Grundprinzipien der Europäischen Währungsunion verletzt, zu diesen u.a. die Unabhängigkeit der jeweiligen Zentralbanken, der Stabilitätspakt und das Verbot der Kollektivhaftung für nationale Schulden (No-Bailout) gehörte. Die Preisgabe dieser ursprünglich festgelegten Regeln kann horrende Fehlanreize hervorrufen und als Einladung an einzelne Staaten verstanden werden, über die eigenen Verhältnisse auf Kosten anderer zu leben. Als erstes Land in der EU zeigte das Beispiel Griechenland, wie dieser Staat als Trittbrettfahrer der Währungsunion über viele Jahre hohe Budgetdefizite realisierte, die zu extremer Staatsverschuldung und zum Kontrollverlust führten.

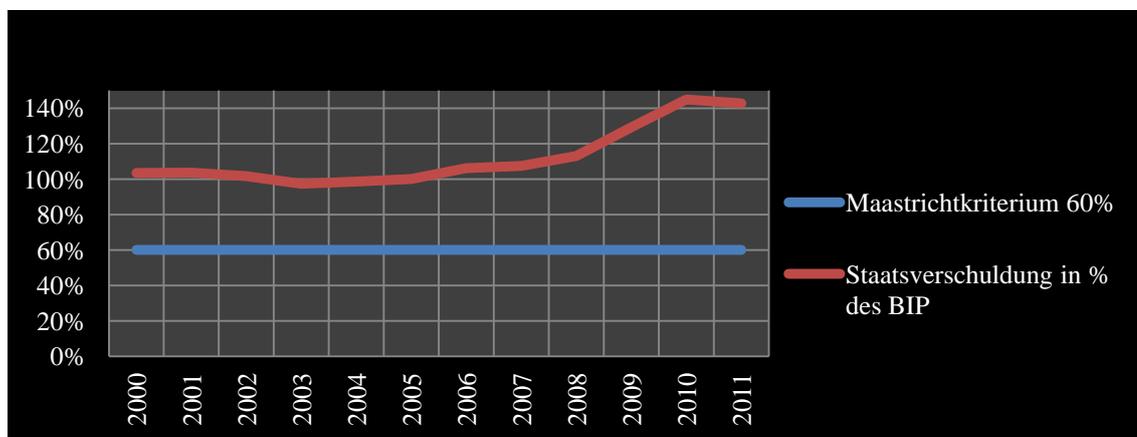


Abb. 3: Schuldenentwicklung in Griechenland.<sup>268</sup>

Das Ergebnis langer Krisensitzungen der EU-Regierungschefs endete mit Beschlüssen zu Rettungsmaßnahmen, die bis dahin vollständig tabuisierte Prinzipien der Europäischen Währungsunion außer Kraft zu setzen.<sup>269</sup> Das im Vertrag von Maastricht noch festgeschriebene Verbot einer kollektiven Haftung für Schulden eines einzelnen Euro-Staates (No-Bailout-Klausel), das dem Anreiz zum fiskalischen Schlendrian in der verlässlichen Erwartung von Finanzhilfe entgegenwirken sollte, wurde fallen gelassen. Ebenso das für die EZB früher als unumstößlich geltende Tabu, Schuldtitel einzelner Euro-Staaten selbst aufzukaufen, wodurch die EZB ihre politische Unabhängigkeit aufs Spiel setzt. Mit der Etablierung des ESM wird ein dauerhaftes Rettungssystem für finanzschwache Mitgliedstaaten als Ergänzung des Lissabonner Vertrages rechtlich verankert. Die defizitären Staatshaushalte von Krisenländern werden mit Krediten versorgt, die durch den Euro-Schutzschirm abgesichert sind. Mit Be-

<sup>268</sup> Eigene Darstellung; Daten von Eurostat (Stand: 10.02.2012).

<sup>269</sup> Zur Kritik an Rettungsschirmen gegenüber einzelnen Euro-Staaten vgl. Bindseil/Modery (2011), S. 215 ff.

schlüssen dieser Art werden immanente Moral Hazard-Gefahren außer Acht gelassen. Das Risiko einer zügellosen Transferunion steht im Raum, die in absehbarer Zeit bei weiterhin fehlendem Insolvenzrecht für ganze Staaten an ihre Grenzen stoßen könnte. Es mangelt an einem politisch nicht aufzuhebenden Automatismus, der eine Bindung der Mitgliedstaaten an Institutionen gewährleistet und Defizitsünder sanktioniert. Obwohl die Politik Besitzern von Anleihen aus Euro-Staaten zusichert, diese ohne Abschlag zurückzuzahlen, verlangen die Märkte dennoch zum Teil hohe Risikoaufschläge und belegen selbst den Euro-Rettungsschirm dadurch mit einem beachtlichen Misstrauensvotum. Die hinter dieser Entwicklung stehenden Kalküle der Investoren werden insofern nachvollziehbar, als etwa Griechenland bei Ausschöpfung des Rettungsschirms und eines Forderungsverzichts privater Investoren in Höhe von 100 Milliarden Euro auch in den Folgejahren weiterhin auf die Zufuhr von Finanzmitteln angewiesen bleibt. Mit Strukturreformen zur Verbesserung seiner Wettbewerbsfähigkeit bleibt das Land allerdings weiterhin in Verzug. Über lange Zeit stiegen die griechischen Löhne viel schneller als die Produktivität. Insgesamt weitet sich das wirtschaftliche Gefälle zwischen einzelnen Ländern innerhalb der Währungsgemeinschaft immer stärker aus und stellt eine ernsthafte Bedrohung für die Funktionsfähigkeit der ganzen Europäische Währungsunion dar.

- Mit der derzeit laufenden Neufassung von Regeln für die Finanzmärkte bestehen Risikoexternalitäten in Form regulatorischer Arbitrage fort, indem Risikogeschäfte einfach aus dem kontrollierten Bankensektor in den wenig regulierten Bereich der Schattenbanken verschoben werden. Zu diesem zählen all jene Finanzdienstleister, die der traditionellen Bankenregulierung nicht oder nur rudimentär unterliegen. Schattenbankensysteme befinden sich zum großen Teil außerhalb des Blickfelds von Aufsichtsbehörden und deren Risiken werden in den Bilanzen der Banken, obwohl mit diesen in vielen Fällen eng verbunden, nicht abgebildet. Dortigen Akteuren wie den privaten Beteiligungsfirmen (Private-Equity-Gesellschaften), Hedgefonds und sonstigen Finanzinvestoren eröffnen sich dadurch größere Freiräume, indem etwa diesen Gesellschaften im Gegensatz zu den Banken die Bildung von Kapitalpolstern nicht auferlegt wird. Angaben der US-Notenbank zufolge belaufen sich die Verbindlichkeiten der Schattenbanken in den USA bereits auf rund 16 Billionen Dollar und sind damit höher als die des privaten Bankensektors.<sup>270</sup> Als im Zuge der Krise die

---

<sup>270</sup> Vgl. Riecke (2010), S. 36.

Finanzierungsquellen jedoch versiegten, waren erhebliche Liquiditätsengpässe die Folge. Zunächst geriet die US-Investmentbank Bear Stearns ins Trudeln und musste von der US-Handelsbank JPMorgan Chase vor ihrem Untergang gerettet werden. Es folgte die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008, woraufhin der gesamte Interbankenmarkt zusammenbrach und die Weltwirtschaft anschließend in eine Rezession abglitt.<sup>271</sup>

- Auch vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise mangelt es in den meisten europäischen Staaten an einer Reform des Bankensektors und Insolvenzordnung systemrelevanter Unternehmen des Finanzbereichs, die nicht mehr imstande sind, ihren Verpflichtungen nachzukommen und sich darauf verlassen, dass sie im Zweifel der Staat zu Lasten der Allgemeinheit rettet, weil andernfalls das ganze Finanzsystem ins Wanken käme. Damit rücken systemische Risiken bei der Krisenanalyse verstärkt ins Blickfeld. Hierunter werden solche Wagnisse subsumiert, die aufgrund hoher finanzieller Verflechtungsgrade von Finanzkonglomeraten Dominoeffekte verursachen und dem gesamten Finanzsektor schweren Schaden zufügen oder diesen sogar zum Einsturz bringen können.<sup>272</sup> So war es auch die Erhaltung der Finanzsystemstabilität als Kollektivgut, die mit Ausbruch der Krise 2007/2008 von den Regierungen der westlichen Industrieländer höchste Kraftanstrengungen verlangte, indem der privaten Finanzwirtschaft zur Sicherung der Finanzmärkte Staatshilfen in Form von Garantien, direkten Kapitalbeteiligungen und Liquiditätsspritzen in bislang nicht gekannten Höhen eingeräumt wurden. Auf diese Weise werden jedoch Grundprinzipien der Marktwirtschaft außer Kraft gesetzt, die vorsehen, dass insolvente Unternehmen unter die Regeln des Insolvenzrechts gestellt werden mit der Folge, dass Manager, Aktionäre und Gläubiger die Konsequenzen ihres wirtschaftlichen Misserfolgs selbst tragen. Mit dem faktischen Bestandsschutz systemrelevanter Banken werden Anreize einer mit höheren Risiken verbundenen Geschäftspolitik zu Lasten Dritter geschaffen und zukünftige Krisen somit noch wahrscheinlicher. Systemrelevante Institute befinden sich darüber hinaus aufgrund ihrer Größe und der impliziten Staatsgarantie in einem Kosten- und Wettbewerbsvorteil gegenüber kleineren Banken, die im Notfall nicht auf eine Rettung durch den Staat setzen können,

---

<sup>271</sup> Auch im zweiten Jahr nach der Großen Weltwirtschaftskrise in den zwanziger Jahren geriet das gesamte Bankensystem durch einen großen Kreditausfall bei nur einer Bank, der Danatbank, ins Wanken. Vgl. Wiesener (2011), S. 10.

<sup>272</sup> Vgl. Arentz (2008), S. 7 f.

und aus diesem Grunde mit höheren Risikoaufschlägen belastet sind. Die „Too big to fail-Problematik“ wurde lange Zeit unterschätzt und kann u.a. als Motor für eine Reihe von Fusionen und Übernahmen von Finanzinstituten seit den neunziger Jahren angesehen werden, die auf diese Weise in den faktischen staatlichen Versicherungsschutz rückten und damit zu einem hohen Risikofaktor geworden sind.<sup>273</sup> Auch vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise sind heute die Banken noch größer und dadurch gefährlicher geworden als zuvor.<sup>274 275</sup>

### **Dilemmastruktur Nr. 2:**

#### **Der Deregulierungswettbewerb zwischen den Nationen**

Auf globaler Ebene ist die Gefahr virulent, dass Staaten in Ermangelung einer bindenden grenzüberschreitenden Rahmenordnung keine Lehren aus der Krise ziehen und so weitermachen wie bisher. In einer alles mit allem vernetzten globalisierten Welt ist hierbei die Versuchung groß, sich auf Kosten anderer Vorteile zu verschaffen. So kann summarum festgehalten werden, dass bislang durchgreifende Beschlüsse zur Regulierung der Finanzmärkte die G-20 als das derzeit bedeutendste Forum für internationale wirtschaftliche Kooperation in wichtigen Fragen immer noch vor der Hürde der Harmonisierung nationaler Interessen steht. Hierbei wird im Allgemeinen die Bedeutung der in Übereinstimmung zu bringenden individuellen und kollektiven Interessen sowohl in der klassischen Wirtschaftstheorie als auch von direkt beteiligten Akteuren in einem zu geringen Maße begriffen.<sup>276</sup> Im Gegensatz dazu ist jedoch für die Finanzmärkte eine Global Governance von fundamentaler Bedeutung, die die Implementierung weltweiter Spielregeln als Antwort auf den dynamischen und schnell fortschreitenden Globalisierungsprozess, der die Steuerungsfähigkeit von Nationalstaaten vermindert, vorantreibt. Die einzelnen Regierungen befinden sich jedoch bei der Konzeption und Inkraftsetzung eines Ordnungsrahmens auf den zunehmend internationalisierten Finanzmärkten mit der Widersprüchlichkeit ihrer eigenen Interessen selbst in einer Situation des Gefangenendilemmas der Spieltheorie, in das sich die Einzelstaaten immer stärker hineinmanövriert haben. Im Unterschied zur Regulierung der nationalen Finanzwirtschaft, die die jeweiligen Regime als übergeordnete Regelungsinstanzen mit sanktionsbewehrten Institutionen

<sup>273</sup> Vgl. Storbeck (2011b), S. 18.

<sup>274</sup> Vgl. Haasis (2010), S. 12.

<sup>275</sup> Vgl. Storbeck (2011c), S. 18.

<sup>276</sup> Vgl. Smaghi (2009), S. 94.

durchzusetzen vermögen, existiert bei global anzustrebenden grenzüberschreitenden Lösungen kein übergeordnetes Organ mit entsprechend ausgestatteten Kompetenzen. Als einziges Mittel verbleibt insofern nur ein verbindlicher Konsens zwischen den Nationen, um der Dilemmastruktur zu entrinnen.

Zwar herrscht innerhalb der G-20-Gruppe Einigkeit darüber, dass es einen Rückfall in Zustände von vor der Finanzkrise nicht mehr geben darf. Dennoch werden vermehrt Inhalte und Ausmaß einer Reihe von Regulierungsvorschlägen äußerst kontrovers diskutiert. Statt eine gemeinsame Regelungspraxis zu vereinbaren, sehen sich die Staatsregierungen untereinander einer Konkurrenzsituation gegenüber, ringen vor dem Hintergrund unterschiedlicher Gewichtung ihrer Finanzwirtschaft um Standortvorteile für die eigene Volkswirtschaft und implementieren auseinandergehende Regelwerke. So schlagen sich schärfere Regeln wie etwa Erhöhung der Eigenkapitalbasis, Verbote bestimmter Finanzmarkttransaktionen wie Leerverkäufe und Einführung einer Transaktionssteuer unmittelbar auf die Profitabilität der Finanzbranche nieder und führen zu Interessenkonflikten. Einzelne Staaten mit extrem freizügigen Bank- und Steuergesetzen bewegen sich hierbei seit Jahren aufgrund ihrer mangelnden Koordinations- und Kooperationswilligkeit tendenziell rundweg auf einen regulatorischen Nullpunkt zu. Die Rede ist von zahlreichen Offshore-Finanzzentren, denen beim Wettbewerb um Regulierungsfreiräume weltweit eine beachtliche ökonomische Bedeutung beizumessen ist. Ausbleibende Kooperation und fehlende Koordination führt jedoch aufgrund starker internationaler Vernetzung und den bekannten Folgen von Dominowirkungen auf den internationalen Finanzmärkten zu nichtkooperativen Lösungen und entsprechenden negativen Bumerang-Effekten, bei denen die einzelnen Länder zusammen letzten Endes suboptimale Ergebnisse erzielen. Die Einsicht sollte daher reifen, dass der Verzicht auf kurzzeitige nationale Vorteile weniger schmerzvoll ist als auf längere Sicht die Negativfolgen unkoordinierter Aktionen zu tragen und in die soziale Falle zu geraten.

Bieta und Milde<sup>277</sup> analysieren die Entscheidungssituation über die Einführung einer Regulierung der in Wechselbeziehung untereinander stehenden Regierungen anhand eines einfachen Beispiels, wobei der Gegenspieler durch den globalen Finanzmarkt repräsentiert wird. Simplifizierend wird von nur zwei Staaten A und B ausgegangen. Die beiden Regierungen haben bei der Implementierung von Finanzmarktregeln die Wahl

---

<sup>277</sup> Die folgenden Ausführungen sind angelehnt an Bieta/Milde (2010), S. 20 ff.

zwischen J (JA) und N (NEIN), so dass sich folgende Ergebniskonstellationen ergeben:

AJ/BJ: Land A und Land B führen eine Regulierung ein.

AJ/BN: Land A entscheidet sich für und Land B gegen eine Regulierung.

AN/BJ: Land A entscheidet sich gegen und Land B für eine Regulierung.

AN/BN: Land A und Land B entscheiden sich gegen eine Regulierung.

Die folgende Ergebnismatrix<sup>278</sup> verbindet diese Kombinationen mit einer individuellen Bewertungsskala zwischen den Noten 1 (bestes Prädikat) bis Note 4 (schlechteste Bewertung).

Land A \ Land B	BJ	BN
AJ	(2/2)	(4/1)
AN	(1/4)	(3/3)

**Tab. 3: Pay-off Matrix zum Deregulierungswettbewerb als Gefangenendilemma.**<sup>279</sup>

Die Regierungen sind sich zum einen untereinander einig, dass eine Regulierung der internationalen Finanzmärkte den höchsten Stellenwert hat. Treffen sie die Entscheidung für ihr eigenes Land, verhindert egoistisches Eigeninteresse jedoch ein JA für die Implementierung einer Regulierung. Zwar sollen die übrigen Staaten die Regeln einführen, selbst wird dies allerdings nicht so ernst genommen. Für die obigen beiden Länder ergeben sich folgende Rangordnungen:

Land A:		Land B:	
AN/BJ:	(1)	BN/AJ:	(1)
AJ/BJ:	(2)	BJ/AJ:	(2)
AN/BN:	(3)	BN/AN:	(3)
AJ/BN:	(4)	BJ/AN:	(4)

**Tab. 4: Rangordnung der Präferenzen von Land A und Land B (1 > 2 > 3 > 4).**<sup>280</sup>

Die jeweiligen Felder in Tabelle 3 repräsentieren eine Entscheidungskombination. In

<sup>278</sup> Vgl. Bieta/Milde (2010), S. 21.

<sup>279</sup> Eigene Darstellung in enger Anlehnung an ebd., S. 21.

<sup>280</sup> Eigene Darstellung in enger Anlehnung an ebd.

jedem Feld sind zwei Ordnungszahlen (erste Zahl: Zeilenspieler Land A; zweite Zahl: Spaltenspieler Land B). Die Frage, für welche Kombination sich beide Regierungen entscheiden werden, wird durch das Nash-Gleichgewicht beantwortet, wobei nur die Kombination (3,3) mit AN/BN die Nash-Bedingung erfüllt. Hiernach bildet eine Strategiekombination dann ein Nash-Gleichgewicht, wenn es für keinen Spieler einen Vorteil bringt, von seiner Strategiewahl abzuweichen, solange die jeweils anderen an ihren Strategien festhalten. Kein Land will sich von 3 auf 4 verschlechtern und daher nicht abweichen. Somit lehnen beide Regierungen die Einführung einer Regulierung ab, obwohl mit der Position (2/2) günstigere Ergebnisse erzielt werden könnten. Mit anderen Worten ist bei kollektiver Betrachtung die Implementierung von Regeln für alle Staaten die eindeutig bessere Lösung. Beide Länder sind jedoch nicht in der Lage, den nationalen Eigennutz zu Gunsten der vorteilhafteren kollektiven Lösung zurückzufahren.

Wie können in einer globalen Welt Lösungen gefunden werden und wer übernimmt hierfür die Verantwortung? Die bisher kaum vorstellbaren finanziellen Dimensionen der jüngsten großen Finanzkrise machen deutlich, dass zukünftig weitere Exzesse dieser Art auf längere Zeit vom globalen Finanzsystem kaum noch zu bewältigen wären, sind doch sowohl Regierungen als auch die Zentralbanken bereits heute an die Grenzen ihrer Handlungsspielräume gelangt. Ein vollständiger Kollaps des Weltfinanzsystems müsste infolgedessen als ein durchaus realistisches Szenario betrachtet werden, sollten erneut vergleichbare Schocks die Weltwirtschaft heimsuchen. Dieser Gefahrenpotenziale zum Trotz ist dennoch auf absehbare Zeit nicht mit schnellen weltumspannenden einheitlichen Regelwerken zu rechnen. Als Hindernis für die notwendige Implementierung Grenzen überschreitender gemeinsamer Spielregeln erweisen sich hierbei namentlich noch ungelöste Dilemmastrukturen, die durch häufige Verschiebungen in Machtgefügen der Politik und Wirtschaft sowie aufgrund rasant auftretender weltwirtschaftlicher Veränderungen zusätzliche Bedeutung erfahren. Gleichwohl erscheint ein sich Hinbewegen auf eine weltweit vereinheitlichte Finanzordnung kein unerreichbares Ziel zu sein, weshalb mit großen Anstrengungen auf eine solche Koordinationsaufgabe Schritt für Schritt hingearbeitet wird. Eine Reihe von Erfolgsbeispielen einer graduellen Annäherung sind bereits Resultat entsprechender Bemühungen, so etwa im Falle der Zusammenarbeit nationaler Regulierungsinstanzen bei der Angleichung von Standards der Rechnungsle-

gung<sup>281</sup> zwischen den USA (US-GAAP) und Europa (IFRS)<sup>282</sup>. Die neuen Kapitalanforderungen für Banken sehen nach Basel III vor, dass Banken acht Prozent Kernkapital vorhalten müssen, um etwaige Verluste besser abfedern zu können, womit die Vorgaben dreimal so hoch ausfallen wie bisherige Regelungen. Auf diesen Grundlagen können Bemühungen einer weitergehenden Koordinierung Zug um Zug auf nationaler, europäischer und globaler Ebene intensiviert werden. Hierbei ist allerdings zur Kenntnis zu nehmen, dass die Komplexität der einvernehmlichen Implementierung und Durchsetzung von Regeln mit vorgenannter Reihenfolge überproportional ansteigt.

Immerhin können im nationalen Bereich aufgrund eindeutiger Zuständigkeiten relativ unproblematisch gewisse Maßstäbe gesetzt werden. Die Politik verfügt in diesem Fall über eine verhältnismäßig zuverlässige Informationsbasis und steht i.d.R. nur vor der Überbrückung innerstaatlicher Widerstände. Nationale Marschrouten bieten dabei zugleich Gelegenheit, auch auf Drittstaaten als wichtige Orientierungspunkte auszustrahlen. Desgleichen setzen Marktkräfte eigene Benchmarks, indem sich gewisse Regulierungsinhalte durch den Marktmechanismus von selbst durchsetzen. Auf diese Weise induzieren Märkte nicht nur Risiken, sondern sie tragen auch zu deren Begrenzung bei. Stufen die Märkte etwa einzelne Staaten aufgrund deren robusten Regulierung als besonders kreditwürdig ein, könnten Investoren geneigt sein, ihre Kapitalströme vorzugsweise dorthin zu lenken, was sich in niedrigeren Zinssätzen für diese Staaten auszahlen dürfte. Umgekehrt stehen Länder vor dem Problem steigender und kostenintensiver Risikoaufschläge, wenn bestehende Standards als unzureichend bewertet werden, wie dies zu einem bitteren Lehrstück u.a. für Griechenland seit dem Jahre 2010 wurde, bei dem das Land seine Kreditwürdigkeit und Kapitalmarktfähigkeit vollständig einbüßte. Genau in diesem Jahr kamen nicht nur die griechische Schuldenkrise zum Vorschein, sondern auch die schockierenden Korrekturen bisheriger Schuldenstatistiken dieses Landes: Das wahre Ausmaß des Verhältnisses zwischen Haushaltsdefizit und BIP musste Ende 2010 auf 15,4 Prozent beziffert werden, annähernd drei Mal so hoch wie ursprünglich angenommen.<sup>283</sup>

Ungleich schwieriger gestaltet sich der Regulierungsprozess auf europäischer Ebene, wo Schwierigkeiten beim Transfer nationaler Souveränitätsrechte auf Brüsseler Behör-

---

<sup>281</sup> Zu verschiedenen Typen von Standards der internationalen Rechnungslegung vgl. Gilbert (2011), S. 25 ff.

<sup>282</sup> Zu Mängeln der Rechnungslegung nach IFRS vgl. Sinn (2009b), S. 23 f.

<sup>283</sup> Vgl. Welfens (2011), S. 23.

den zu überwinden sind. Die Problematik der Verlagerung von Kompetenzen der Nationalstaaten auf die europäische Bühne begleitet die Geschichte Europas seit den Römischen Verträgen.<sup>284</sup> Hier besteht die Notwendigkeit von Konsenslösungen, indem zum Teil stärker divergierende Positionen in Übereinstimmung zu bringen sind, und zwar vor dem Hintergrund der Erfolgsformel, dass die europäischen Staaten nur gemeinsam stark sind und dass jeder für sich allein aufgrund neuer großer weltweiter Machtverschiebungen vor den Sachzwängen der neuen Zeit über kurz oder lang auf verlorenem Posten stehen wird. Bereits bestehende Angleichungsprozesse in sonstigen wirtschaftlichen und politischen Fragen der europäischen Integration liefern gleichermaßen einen diesbezüglichen starken Impetus auch für das Ziel einer einheitlichen Regulierung. Hierbei übernehmen Staaten mit größerer Marktmacht Vorreiter- und Hegemonialfunktionen mit entsprechender Signalwirkung für andere Länder.<sup>285</sup> Dieser graduelle Prozess setzt sich fort, bis eine kritische Masse an Mitläufern vorhanden ist, die ihrerseits wiederum eine Anziehungskraft für weitere Staaten entfalten kann. Obwohl rechtlich nicht verpflichtend, sehen sich Länder, deren nationale Standards nicht mit internationalen Normen in Einklang stehen, unter Umständen hohen Ansehensverlusten und damit eines Kostenfaktors mit der Folge ausgesetzt, dass die Bereitschaft zur Kooperation steigt.<sup>286</sup> Beispiele hierfür aus jüngster Zeit sind u.a. Finanzplätze wie die Schweiz und Liechtenstein mit ihren freizügigen Banken- und Steuergesetzgebungen, die u.a. Gründungen von Scheinfirmen und Aktivitäten zur Steuerflucht protegieren. Der Druck in Form massiver Reputationsverluste wurde schließlich so groß, dass diese Regulierungs- und Steueroasen in wachsendem Maße freiwillig auf „Standortvorteile“ dieser Art verzichteten. Im Übrigen ist historisch die Konfliktbewältigung der europäischen Maschinerie geprägt davon, dass extreme Meinungsunterschiede nicht selten erst existenzielle Ausmaße erreichen mussten, bis die Mitgliedstaaten zum Wohle des Ganzen zum Handeln gezwungen waren und letzten Endes gestärkt aus Krisen hervorgingen.

Es ist aber auch Aufgabe der Vertreter dieser regionalen Führungsebenen, den globalen Konsens im Auge zu behalten und bestehende Interessenlagen auszutarieren. Der transatlantische Dialog spielt hierbei nicht nur bei der Finanzmarktregulierung, sondern auch

---

<sup>284</sup> Vgl. Knoll/Koenig (2011), S. 127.

<sup>285</sup> Simmons sieht die Vereinigten Staaten als Hegemon der internationalen Finanzbeziehungen mit grundsätzlicher unilateraler Vorgehensweise auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung. Vgl. Simmons (2001), S. 595.

<sup>286</sup> Homann/Meyer verweisen auf schädliche Reputationsverluste bei fehlender globaler Rahmenordnung, die die Akteure daran hindern zu defektieren. Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 73.

in anderen Fragen von globaler Tragweite eine Schlüsselrolle. Bei dieser Gelegenheit sollte die Europäische Union als weltweit großer Handelsblock mit der inhärenten geballten wirtschaftlichen und politischen Macht ihre wahre weltpolitische Bedeutung stärker zur Geltung bringen, als dies bisher erkennbar wurde, um dadurch langfristige Weichenstellungen für existente Konfliktlinien vorzunehmen.

### **3.3. Globale makroökonomische Ungleichgewichte als zentraler Verursachungs-faktor der Krise**

#### **3.3.1. Ausgangslage**

Die weltwirtschaftlichen Akteure befinden sich seit geraumer Zeit in einem globalen Gefangenendilemma, dessen fehlende Auflösung nicht nur für die letzte große Finanzkrise mitverantwortlich ist, sondern auch bereits Verursacher früherer ökonomischer Verwerfungen war und die Brut weiterer künftiger gravierender weltwirtschaftlicher Störungen in sich trägt. Zu den Antriebskräften der letzten Weltfinanzkrise zählen in hohem Maße auf globaler Ebene vorhandene makroökonomische Ungleichgewichte. Diese aufgestauten Disparitäten als unmittelbare Folge rationaler und interessengeleiteter Wirtschaftspolitik entluden sich zusammen mit anderen Faktoren zu der gefährlichsten Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegsökonomie. Zu den globalen Asymmetrien sind vor allem Verzerrungen im Welthandel zu rechnen, wobei insbesondere die Überschussländer China, Japan und Deutschland mit stabilen und ansteigenden positiven Handelsbilanzsalden auf der einen und die Vereinigten Staaten sowie die südeuropäischen Mitgliedstaaten der Europäischen Union als chronische Defizitländer auf der anderen Seite in Erscheinung treten.

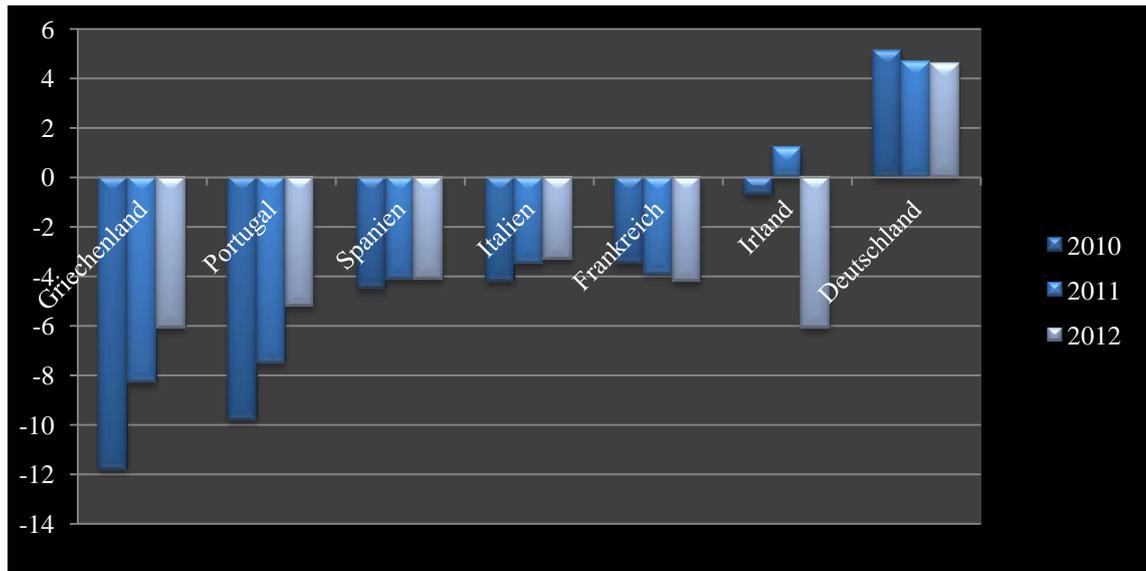


Abb. 4: Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP.<sup>287</sup>

Zwar sind Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite keineswegs unbedingt Ungleichgewichte<sup>288</sup>, die einer grundsätzlichen Korrektur bedürfen. Per definitionem kompensieren sich Zahlungsströme aus Handel und Kapitalverkehr. Dienen Kapitalexporte sinnvollen Investitionen oder dem technischen Fortschritt, leisten sie einen positiven Beitrag zur internationalen Arbeitsteilung und der daraus resultierende Schuldendienst kann aus zusätzlich generiertem Wachstum finanziert werden. Allerdings sind Leistungsbilanzdefizite in den Fällen als bedenklich anzusehen, wenn diese bei korrelierender Auslandsverschuldung vorwiegend für dauerhafte Konsumausgaben Verwendung finden oder etwa der Blasenbildung auf dem Immobiliensektor Vorschub leisten. Im umkehrten Fall implizieren von einzelnen Volkswirtschaften erwirtschaftete hohe Leistungsbilanzüberschüsse, dass diese mehr produzieren als sie verbrauchen und überschüssige Produktion gegen Tausch ausländischer Vermögenstitel exportieren. Eine zu starke Exportlastigkeit kann dabei allerdings in negativer Weise Verzerrungen in binnenwirtschaftlichen Wirtschaftsstrukturen zur Folge haben.<sup>289</sup> Somit lassen sich große Leistungsbilanzüberschüsse zwar vordergründig mit hoher wirtschaftlicher Potenz gleichsetzen. Sie können jedoch auch als Alarmsignal interpretiert werden, dass Kapital deshalb außer Landes transferiert wird, weil im Inland zu geringe Investitionsmöglichkeiten vorhanden sind. Schließlich dienen private Investitionen der Erzielung zukünftiger Erträge und spiegeln

<sup>287</sup> Eigene Darstellung; Daten von der Europäischen Kommission (Stand: Mai 2011; für das Jahr 2012 geschätzt).

<sup>288</sup> Zu Ursachen von Leistungsbilanzungleichgewichten in der EU vgl. Ohr/Zeddies (2010), S. 94 ff.

<sup>289</sup> Vgl. Sinn (2009c), S. 38.

wie kein anderer ökonomischer Indikator die nationale Standortqualität wider.<sup>290</sup> Sinn sieht etwa im deutschen Ausfuhrboom und dem über längere Zeit zurückgebliebenen binnenwirtschaftlichen Wirtschaftswachstum keine voneinander getrennten Phänomene, „sondern ökonomisch eng zusammenpassende Teile eines Entwicklungsprozesses, bei dem sich die Wettbewerbsfähigkeit der Firmen und die Wettbewerbsfähigkeit der Arbeitnehmer voneinander lösen, weil Letztere den Sozialstaat, Erstere aber Niedriglöhner aus aller Welt als Option vor Augen haben“<sup>291</sup>. Der durch hohe Ausfuhrer entstehende Zuwachs an Wertschöpfung reicht i.d.R. zudem nicht aus, den dadurch einsetzenden Schwund inländischer Wertschöpfung auszugleichen. Der Beitritt in die Währungsunion ist aus diesem Grund für die deutsche Wirtschaft als Exportnation ebenfalls mit einem Gefangenendilemma verbunden. Während es deutschen Interessen entsprach, dass nunmehr die Exportchancen fortan nicht mehr durch Abwertungen in den übrigen Mitgliedsländern und Aufwertung der Deutschen Mark gefährdet waren und auf diese Weise Lohnzurückhaltungen deutscher Arbeitnehmer verpufften, wurde übersehen, dass diese Rechnung nur dann aufgehen kann, wenn sich die einzelnen Partnerländer wirtschaftlich in gleiche Richtungen bewegen und aufkommende Defizite durch eigene Anstrengungen zum Ausgleich gebracht werden. Andernfalls ist bei nicht mehr existenten Wechselkursventilen mit divergierenden Entwicklungen innerhalb der Währungsunion zu rechnen, die über kurz oder lang zu deren Auseinanderbrechen führen oder in eine dauerhafte Transferunion münden können.<sup>292</sup> Deutschland wird aus diesem Grunde auch in Verbindung mit der anhaltenden Euro-Krise vorgeworfen, eine „Beggary Neighbor-Policy“ zu betreiben, bei der ein Staat auf Kosten anderer Länder seine wirtschaftlichen Probleme zu lösen versucht.<sup>293</sup>

### **3.3.2. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit und die Überversorgung mit Liquidität**

Noch vor Ausbruch der Weltfinanzkrise Mitte 2007 verzeichneten die globale Wirtschaft und der Welthandel ansehnliche Auslastungsquoten. Doch dann sollten sich vom IWF wiederholt ausgesprochene Warnungen bewahrheiten: Der bis zu diesem Zeitpunkt

---

<sup>290</sup> Vgl. Sinn (2005), S. 35.

<sup>291</sup> Ebd., S. 18.

<sup>292</sup> Vgl. Stabatty (2011), S. 12. Stabatty weist ferner darauf hin, dass gegenüber der Deutschen Mark der Wert z. B. der italienischen Währung seit 1960 bis zum Eintritt in die Währungsunion um 80 Prozent und der Wert des französischen Franc um 66 Prozent geschrumpft war.

<sup>293</sup> Vgl. Ohr/Zeddies (2010), S. 86.

über viele Jahre anhaltende Boom war mit immer größeren Ungleichgewichten in den internationalen Handels- und Kapitalströmen einhergegangen und basierte in hohem Maße auf der Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte. In Zahlen verzeichneten die USA vor Ausbruch der Finanzkrise im Sommer 2007 ein Leistungsbilanzdefizit von 6,5 Prozent ihrer Wirtschaftsleistung. Bedient wurde dieser Nachfragesog vor allem durch chinesische Exportüberschüsse mit der Folge, dass die Devisenreserven Pekings heute bereits auf drei Billionen Dollar zu beziffern sind, die mit Abstand größten weltweit.<sup>294</sup>

Die massive und sich über einen längeren Zeitraum hinziehende Passivierung der US-Leistungsbilanz hätte ökonomischer Lehre zufolge eine stärkere Abwertung des Dollars und aufgrund des immensen Kapitalbedarfs der USA einen Anstieg der Zinsen erwarten lassen. Diesbezüglich notwendige Anpassungsprozesse unterblieben jedoch, wofür in der Hauptsache folgende Faktoren als maßgeblich anzusehen sind: Zum einen wurde China durch seine exportorientierte Wachstumsstrategie, die in Verbindung mit einer unterbewerteten Währung größere Mengen Devisen ins Land strömen ließ, zu einem Hauptabnehmer US-amerikanischer Staatsanleihen, was den Vereinigten Staaten eine entsprechende Schuldenaufnahme zu niedrigen Zinsen erlaubte. Die auf die Anleihemärkte ausstrahlende Wirkung dieser Zusammenhänge spiegelte sich in historisch hohen Kursen und dadurch bedingt niedrigen Renditen von Staatstiteln sowie in geringen Risikoprämien bei Unternehmensanleihen und Bonds von Schwellenländern wider. Zum anderen wurde es der US-Notenbank aufgrund dieser Entwicklung ebenfalls ermöglicht, auch die kurzfristigen Zinsen durch geldpolitische Maßnahmen auf niedrigem Niveau zu halten, ohne eine Abwertung des Dollars oder eine höhere Inflation zu befürchten.

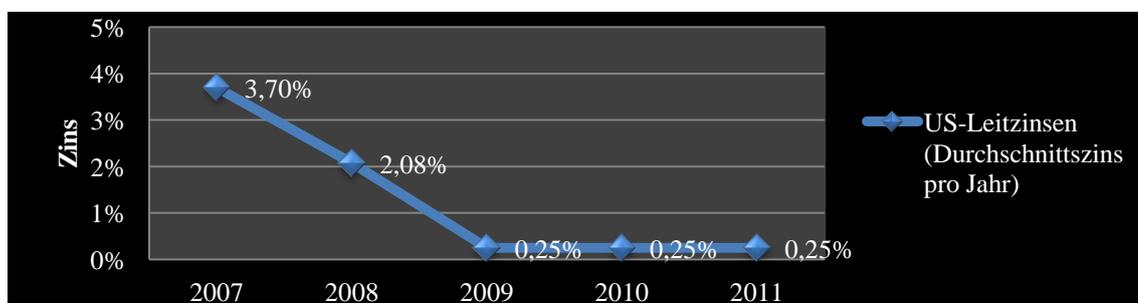


Abb. 5: Leitzinssatz in den USA (Federal Funds Rate)<sup>295</sup>

<sup>294</sup> Vgl. Gräf (2007), S. 5 f.

<sup>295</sup> Eigene Darstellung; Daten von der Fed (Stand: Februar 2012).

Zwar steigt mit der größer gewordenen ökonomischen Bedeutung kurzfristiger Zinsen allgemein die Durchschlagskraft der Geldpolitik auf den Wirtschaftsverlauf, unbeabsichtigte Kollateralschäden im finanz- und güterwirtschaftlichen Bereich sind jedoch in negativer Form nicht auszuschließen. Die Flutung der Märkte mit billigem Geld ließ auf diese Weise Finanzströme entstehen, die letzten Endes nicht mehr zu beherrschen waren. Der im historischen Vergleich extrem niedrige Zins machte diesen als Lenkungsinstrument für einen gesunden gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbau nahezu bedeutungslos, zudem ging das Verhältnis von Rendite und Risiko verloren. So sollte in der Tat die lockere Geldpolitik der US-Notenbank die Saat für später einsetzende Übertreibungen auf dem amerikanischen Immobilienmarkt ausbringen, zudem führte die überschüssige Liquidität zu einem Überspringen des Inflationsvirus auf sonstige Güterpreise.<sup>296</sup> Der Finanzsektor versagte dabei in seiner originären Funktion, Spargelder in produktive Verwendungen zu kanalisieren und die US-Banken kamen ferner ihrer Aufgabe nicht nach, werthaltige Anlagen für ihre Klientel zu vermarkten. Stattdessen wurden putativ hochprofitable Kreditverbriefungen zweifelhafter Bonität, die von den Investmenthäusern gebündelt und von Ratingagenturen fälschlicherweise mit Bestnoten bewertet wurden, in hohen Stückzahlen auf den Markt gebracht.

### **3.3.3. Asymmetrien europäischer Handels- und Kapitalströme**

Auch die Lage innerhalb der Europäischen Union ist geprägt von makroökonomischen Ungleichgewichten, die mit Ausbruch der Finanzkrise deutlich hervortraten. Die Einführung des Euro als europäische Gemeinschaftswährung übertrug die stabilitätsorientierte Geldpolitik der EZB auch auf die Peripherie- und neuen Beitrittsländer, die ehemals hohen Inflationsraten und Abwertungsspiralen ihrer Währungen ausgesetzt waren. Die nunmehr mit einer gemeinsamen Währung einhergehende „Euro-Dividende“ in Form niedriger Zinsen wirkte wie ein massives Konjunkturprogramm und führte auf diesen Märkten zu fremdfinanzierten exzessiven Konsumausgaben, hohen Lohnabschlüssen und einer verstärkten Importtätigkeit, um den entstandenen Nachfragesog zu befriedigen. Diese konjunkturellen Strohfeuer überdeckten jedoch die abnehmende Wettbewerbsfähigkeit der sich immer höher verschuldenden Defizitländer. Am Beispiel Griechenland betrug das Leistungsbilanzdefizit im Jahre 2008 schon 14 Prozent des BIP

---

<sup>296</sup> Zu Auswirkungen der Geldpolitik in einer offenen Volkswirtschaft mit endogener Portfoliowahl vgl. Fries et al. (2007), S. 616 ff.

und war damit sogar dreimal so hoch wie das der USA. Als Trittbrettfahrer der Währungsunion hatte Hellas viele Jahre weit über seine Verhältnisse gelebt und es drohte nun, dass andere Staaten der Währungsgemeinschaft mit in den Abwärtsog geraten könnten. Die Regierungschefs der Europäischen Union sahen sich daraufhin zu immer neuen Rettungsmaßnahmen gezwungen. Zudem verpflichtete sich die EZB, Staatsanleihen von den in Not geratenen Ländern mit dem Ziel aufzukaufen, deren Zinskosten bei notwendigen Refinanzierungen mit entlastender Haushaltswirkung niedrig zu halten. Zu groß schien trotz dieses gravierenden Tabubruchs der europäischen Notenbank die Gefahr, dass die griechischen Verhältnisse Kettenreaktionen im geschwächten europäischen Bankensystem sowie weitere scharfe Reaktionen der Märkte auslösen würden. Mit dem Kauf von griechischen Staatsanleihen ist die EZB allerdings mittlerweile zu einem der größten Gläubiger Griechenlands aufgerückt.<sup>297</sup> Ende 2010 sollte schließlich mit Irland, dem ehemaligen „keltischen Tiger“, ein weiterer Staat der Europäischen Währungsunion folgen, der vor den Auswirkungen der dramatischen Finanzkrise kapitulierte und unter den mittlerweile aufgespannten Rettungsschirm der EU flüchtete. Das ursprünglich hochgelobte Wirtschaftsmodell Irlands war gescheitert und die 4,5 Millionen zählenden Einwohner des Landes sahen sich enormen sozialen Belastungsproben ausgesetzt. Dabei hatte der Aufschwung der irischen Wirtschaft bereits Anfang der neunziger Jahre begonnen. Mit Hilfe von EU-Geldern war zunächst die Infrastruktur ausgebaut worden. Durch die Konstruktion eines gemeinsamen Währungsverbundes bei gleichzeitig fehlender harmonisierter Wirtschaftspolitik und institutioneller Absicherungen im Euroraum hatte sich dieses Land Standortvorteile in Form konkurrenzlos niedriger Steuersätze und freizügiger Bankenregulierung verschafft, wodurch eine Vielzahl ausländischer Konzerne ins Land gelockt wurden.<sup>298</sup> Durch eine noch darüber hinausgehende Steuerpolitik, die den Erwerb von Hauseigentum auf nahezu paradoxer Weise zu einer spekulativ lukrativen Investition machte, sowie aufgrund des mit Einführung des Euro einhergehenden niedrigen Zinsniveaus wurde darüber hinaus die Bauwirtschaft über Gebühr befeuert. Sowohl der private Wohnungsbau als auch die gewerblichen Bauinvestitionen erlebten einen beispiellosen Aufschwung, der die Preise für Immobilien zwischen den Jahren 1996 und 2006 sogar vervierfachen ließ, womit diese Steigerungsrate doppelt so hoch ausfiel wie in den ebenfalls von einer Immo-

---

<sup>297</sup> Zu unverhältnismäßigen Risiken für die EZB vgl. Bindseil/Modery (2011), S. 226 f.

<sup>298</sup> Allgemein zur Gewinnverlagerung multinationaler Unternehmen vgl. Spengel/Heckemeyer (2008).

lienblase betroffenen USA.<sup>299</sup> Der folgende und nahezu unvermeidliche Kollaps des stark aufgeblähten Immobilienmarktes steht mit den damit verbundenen Ausleihungen irischer Banken von 440 Milliarden Euro im Zentrum der irischen Krise.<sup>300</sup> Als letzte Rettung schlüpfen die führenden Banken zur Abwendung ihrer Insolvenz unter eine im Jahre 2008 ausgesprochene Garantie der irischen Regierung, die sich mittlerweile als das größte Problem der nationalen Volkswirtschaft darstellt. Der irische Staat bürgt inzwischen mit insgesamt 350 Milliarden Euro, das Doppelte der gesamten Wirtschaftsleistung des Landes. Zudem weitete sich das Staatsdefizit bis auf 32 Prozent des BIP aus, gut zehnmal so viel wie der EU-Stabilitätspakt als Maximalgrenze vorsieht. Auch Portugal konnte sich der mit der Einführung des Euros verbundenen Zugkraft niedriger Zinsen nicht entziehen und setzte auf eine expansive Kreditpolitik, mit der der private wie auch der öffentliche Konsum finanziert wurden.<sup>301</sup> Zur Abwendung eines Staatsbankrotts musste schließlich auch dieses Land auf Notkredite aus dem Rettungsfonds der EU und des IWF zurückgreifen, und zwar in einem Gesamtvolumen von 78 Milliarden Euro und mit der Auflage, das Haushaltsdefizit von über neun Prozent bis zum Jahr 2013 auf unter drei Prozent des BIP zu reduzieren.

Sicherlich ist die Lage der heutigen Problemstaaten Griechenland, Portugal und Irland zum überwiegenden Teil selbst verschuldet. Gleichwohl ist es aber auch zweifelhaften politischen und monetären Signalen anzurechnen, dass zu viel „billiges“ Geld in diese Länder abfloss und diese dem Problem des Moral Hazard aussetzte.

### **Dilemmastruktur Nr. 3:**

#### **Die Weltwirtschaftspolitik im Dilemma aufgrund fehlender Handlungskoordination**

Als die Dotcom-Blase Anfang des Jahrtausends platzte und die US-Volkswirtschaft rezessive Tendenzen aufwies, beschloss die US-Administration ein Konjunkturprogramm keynesianischer Machart. Innerhalb kurzer Zeit verwandelte sich ein zuvor noch existenter Haushaltsüberschuss in ein Budgetdefizit historischen Ausmaßes. Auch zur Bekämpfung der gravierenden Negativfolgen der im Jahre 2007 ausgebro-

<sup>299</sup> Vgl. o.V. (2010a), S. 23.

<sup>300</sup> Vgl. Hassel (2010), S. 12.

<sup>301</sup> Vgl. Cáceres (2011), S. 25.

chenen Subprime-Krise implementierten die USA wiederum exorbitante schuldenfinanzierte Wachstumsprogramme in einer Größenordnung, die mittlerweile berechtigte Zweifel an der zukünftigen Kreditwürdigkeit dieses Staates aufkommen lassen.<sup>302</sup> So summierte sich im Haushaltsjahr 2011 das US-Budgetdefizit auf 1,65 Billionen Dollar, während die Gesamtverschuldung inzwischen auf über 15 Billionen Dollar zu beziffern ist. Gemessen an der amerikanischen Wirtschaftsleistung handelt es sich um den größten Schuldenberg seit ca. 50 Jahren.<sup>303</sup> Auch die US-Notenbank setzte ihre expansive Geldpolitik fort und weitete die Geldmenge durch den Kauf von US-Staatsanleihen im Rahmen der Politik des „Quantitative Easing“ in einem extremen Umfang aus.

Die kurzfristigen massiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen in den USA zur Stärkung privater Nachfrage stehen jedoch in Kontrast zu in Europa andauernden Anstrengungen, die eine Haushaltskonsolidierung als primere Zielvorgabe zum Inhalt haben. Die Diskrepanz dieser ungleichen wirtschaftspolitischen Strategien und Zeithorizonte birgt vor dem Hintergrund der weltweit außerordentlich stark vernetzten und integrierten Finanzmärkte größere Gefahrenpotenziale für die wirtschaftspolitische Gesamtsteuerung einer zunehmend globalisierten Weltwirtschaft in sich. Zwar bietet der Globalisierungsprozess mit wachsender Verflechtung nationaler Märkte mittels effizienter Allokation ökonomischer Ressourcen sowie der zunehmenden Integration von Schwellen- und Entwicklungsländern große Vorteile. Jedoch ist gleichlaufend mit dieser Entwicklung weltweiter Vernetzung die Krisenanfälligkeit durch international sich schnell ausbreitende Ansteckungseffekte ökonomischer Verwerfungen ebenfalls gestiegen. Dennoch ist die Harmonisierung anhaltender geldpolitischer Divergenz sowie sonstiger ungleicher Rezepturen des Nachkrisenmanagements zwischen den Staatsregierungen der G-20-Gruppe aufgrund vorherrschender unterschiedlicher Interessen noch nicht entscheidend vorangekommen. Insbesondere warten nach der starken Flutung der Märkte mit billigem Geld koordinierte Maßnahmen zum Abbau der globalen Überschussliquidität noch auf ihre Umsetzung. Die Geldpolitik sollte den Marktkräften Geltung verschaffen und dafür sorgen, dass Marktpreise die Knappheit von Gütern widerspiegeln. Andernfalls wird der Spekulation abseits der Realwirtschaft dadurch Vorschub geleistet, indem Investoren hohe Anreize zu Risiko- und

---

<sup>302</sup> Zur deutschen Fiskalpolitik als Antwort auf die Wirtschaftskrise vgl. Roos (2009), S. 389 ff.

<sup>303</sup> Vgl. o.V. (2011).

Arbitragegeschäften geboten werden. Diese verschulden sich durch billige kurzfristige Darlehen und investieren die Summen in länger laufende und höher rentierende Anlagen wie Aktien, Anleihen und Rohstoffe.

Mit Ausbruch der jüngsten Weltfinanzkrise und den zahlreichen Interventionen von Regierungen zur Unterstützung der Konjunktur kamen in Analogie früherer großer Krisen ferner protektionistische Tendenzen im Welthandelssystem zum Vorschein. So steckt die Doha-Runde mit der Liberalisierung des Welthandels bereits seit mehr als zehn Jahren in der Sackgasse, ein Übereinkommen rückt in weite Ferne. Auch mit der zu Ungleichgewichten führenden nationalen Wettbewerbs- und Handelspolitik auf verstärkt internationalisierten Märkten befinden sich die Welthandelspartner in einem Gefangenendilemma. Aus individueller Sicht sind alle Staaten kurzzeitig Nutznießer von einseitigen und verzerrenden außenhandelspolitischen Maßnahmen und handeln hierbei individuell rational. Dies führt jedoch zu nichtkooperativen Lösungen, bei denen jedes einzelne Land letzten Endes schlechter fährt als bei Kooperation. Bisherige Erfahrungen lehren, dass auf diese Weise erzeugte Ungleichgewichte allenfalls nur zu kurzfristigen Erfolgen für den einen oder anderen Staat führen. Bereits auf mittlere Sicht wird jedoch nicht nur der Weltwirtschaft Schaden zugefügt, sondern es gereicht dem Staat, der überzogene einseitige Schritte zugunsten der eigenen Industrie und der Arbeitsplätze implementiert, selbst zum Nachteil. Zudem provozieren Abschottungen dieser Manier Gegenreaktionen und täuschen Lösungen vor, obwohl die Probleme noch größer werden und zu wachsenden Auseinandersetzungen in Handels- und Währungsfragen führen. Mögliche kurzfristige Beschäftigungsvorteile eines Landes gehen in den meisten Fällen schon auf mittlere Sicht auf Kosten der Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit verloren und führen zu Wohlstandseinbußen.

Wie stellt sich das Resultat der weltweiten Ungleichgewichte mit den diesen anhaftenden Dilemmastrukturen in Verbindung mit divergierenden Politikkonzepten und mangelnder Handlungskoordination heute dar? Die Mitte 2007 ausgebrochene Subprime-Krise weitete sich inzwischen zu einer internationalen Banken- und Staatsschuldenkrise aus. Mit dem Zerbersten der Verbriefungsblase kollabierten eine Reihe von nicht systemrelevanten Banken, während eine Vielzahl von systemrelevanten Banken in die Nähe der Insolvenz gerieten und von Regierungen mittels großer Rettungspakete vor ihrem Untergang bewahrt werden mussten. Die Europäische Gemein-

schaft und ihre gemeinsame Währung sind in schweres Fahrwasser geraten, einzelne Mitgliedsländer der Union können nur noch durch das Schnüren großer Notkreditpakete vor dem Staatsbankrott bewahrt werden, wodurch eine bereits existente eklatante Schuldenkrise mit immer neuen Krediten bekämpft wird und damit die Wirtschafts- und Währungsunion in neue Risikodimensionen vorgerückt ist. Die Strategie der Politik basiert auf Zeitgewinn, wodurch die Probleme mittels einer faktischen Konkursverschleppung einzelner Staaten aufgrund gravierender struktureller Defizite jedoch nur in die Zukunft verlagert werden. Die Problematik, dass mit der Vergabe von immer mehr Krediten eine Reformverweigerung noch belohnt wird und dadurch neue Dilemmastrukturen des Moral Hazard entstehen, ist evident. Die sich öffnende Wachstumsschere zwischen starken und schwachen Ländern der Union sowie die Staatsschuldenkrise erzeugen vermehrt Zielkonflikte und Spannungen einer einheitlichen Zinspolitik. Das in der Europäischen Währungsunion lange Zeit gültige Paradigma, eine zentrale Geldpolitik mit weiterhin dezentralisierten nationalen Fiskalpolitiken in Einklang zu bringen, wurde mittlerweile ad absurdum geführt. Das Gleiche ist anzumerken hinsichtlich der bei Gründung der Währungsunion existenten Fehlannahme, dass sich eine Angleichung der Verhältnisse im gesamteuropäischen Raum trotz eines großen Gefälles der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit allein durch Einführung einer gemeinsamen Währung außerhalb einer Politik- und Wirtschaftsunion und ohne konsequente Harmonisierung der Finanz- und Haushaltspolitik sowie der Arbeitsmarkt-, Sozial- und Rentenpolitik sozusagen von alleine einstellen würde. Weltweit heterogene Wirtschaftspolitiken lassen beim Ausstieg des durch expansive Geldpolitik geprägten Krisenmanagements ein weiteres Dilemma in der Frage entstehen, welcher Wirtschaftsraum bzw. Staat zuerst den Kurs einer Normalisierung wieder begehen soll. Ein in dieser Frage notwendig erachtetes konzertiertes Vorgehen zur Vermeidung weiterer Ungleichgewichte ist allerdings noch nicht abzusehen. Aus Befürchtungen vor rezessiven Entwicklungen und eines steigenden Zinsendienstes für hochverschuldete Staaten zögern Notenbanken erforderliche Anpassungen ihrer Leitzinsen hinaus, zudem wird mit aufkommendem Inflationsdruck unterschiedlich umgegangen. Die verbleibende Zeit einer wirtschaftspolitischen Exit-Strategie einer Geldpolitik mit negativer Realverzinsung wird dabei zusehends geringer. Die immer noch auf niedrigem Niveau belassenen Leitzinsen führen sowohl in den USA als auch in Europa weiterhin zu Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge, steigenden Inflationserwar-

tungen und Fehlallokationen von Kapital. Die Krise kann zum gegenwärtigen Zeitpunkt weder für beendet erklärt werden noch sind ihre tatsächlichen Negativfolgen für die globale Wirtschaft abschließend für die weitere Zukunft abzuschätzen. Bei allen Divergenzen in den finanziellen Problemlagen der Krisenstaaten der Europäischen Union sind es letzten Endes die enormen Unterschiede in Fragen der Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftspolitik, die das Problem dieser Länder und den Vertrauenseinbruch auf den Kapitalmärkten darstellen.

Die Staaten streben bei gegebenem Ressourcenpotenzial in ihrem internationalen Umfeld nach Maximierung des Nutzens, wobei die Gesamtsituation durch das Modell des Gefangenendilemmas nachgezeichnet werden kann, das als Ausgangspunkt zur Erklärung des Auseinanderfallens individueller und kollektiver Rationalität<sup>304</sup> dient.<sup>305</sup> Dieser Logik zufolge existiert eine bestimmte Kooperationsmöglichkeit, die alle beteiligten Staaten einem unregulierten Konfliktaustrag vorziehen. Der hierfür erforderlichen Kooperation stehen jedoch Anreizstrukturen dergestalt entgegen, dass es für jeden vorteilhaft erscheint zu defektieren und damit die vereinbarte Kooperation zu unterlaufen. Die Möglichkeit der Defektion ist hierbei allen beteiligten Regierungen bewusst, so dass die Gefahr existiert, dass sie letzten Endes die Strategie der präventiven Gegendefektion einnehmen und keine sich zur Kooperation bereiterklärt, um die eigene Konzessionsbereitschaft nicht ausbeuten zu lassen. Am Ende stellt sich dadurch ein aus kollektiver Sicht pareto-inferiores Ergebnis ein. Das Gefangenendilemma könnte institutionell aufgebrochen werden, wenn die beteiligten Staaten auf kurzfristige individuelle Gewinne verzichteten sowie sich internationalen Regimen unterwürfen, um auf diese Weise von den Vorteilen globaler Kooperation zu profitieren.<sup>306</sup>

---

<sup>304</sup> Zum Rationalitätsbegriff bei Staaten vgl. Hasenclever et al. (1997), S. 23 f.

<sup>305</sup> Vgl. Freund (2002), S. 91 f.

<sup>306</sup> Internationale Regime werden von Krasner definiert als "sets of implicit or explicit principles, norms, rules, and decision-making procedures around which actors' expectations converge in a given area of international relations. Principles are beliefs of fact, causation, and rectitude. Norms are standards of behavior defined in terms of rights and obligations. Rules are specific prescriptions or proscriptions for actions. Decisionmaking procedures are prevailing practices for making and implementing collective choice". Krasner (1983), S. 2.

### 3.4. Die ausufernde Verschuldung

Beim Studium der Wirtschaftsgeschichte und Ursachenanalyse großer Finanzkrisen spielt regelmäßig die einer Krise vorgelagerte ausufernde Verschuldung von Banken und Unternehmen, aber auch die der privaten Haushalte und der öffentlichen Hand eine überragende Rolle.<sup>307</sup> In privaten Wirtschaftsbereichen steht wiederkehrend am Anfang einer krisenhaften Entwicklung ein Boom bei bestimmten Wirtschaftsgütern wie etwa Wertpapieren oder Immobilien, der zunehmend durch das von Investoren praktizierte Herdenverhalten angeheizt wird. Die Wirtschaftsakteure geraten in einen irrationalen Überschwang, hegen Erwartungen auf weiter steigende Vermögenspreise und rechnen mit wachsendem Einkommen. Durch die vorherrschende Euphorie kommen vermehrt kreditfinanzierte Engagements zur Anwendung, wodurch sich Spekulationsblasen noch weiter ausdehnen, bis diese schließlich im späteren Verlauf irgendwann platzen. Im Ergebnis sind in der Regel erhebliche realwirtschaftliche Verwerfungen zu verzeichnen, die regionale Ansteckungseffekte verursachen oder sich sogar im Zuge globaler Vernetzungen weltweit zu einem Flächenbrand ausbreiten können.<sup>308</sup> In den meisten Fällen übernehmen in diesen Fällen Regierungen die Aufgabe, die Auswirkungen der Krise mit zumeist schuldenfinanzierten Konjunktur- oder gar Bankenrettungsprogrammen abzumildern.

Das nach Ausbruch einer Krise i.d.R. einsetzende keynesianische Paradoxon des Sparens verschärft die Lage in der Folge noch weiter: Wirtschaftsakteure erliegen der Versuchung, alle auf einmal ihre Kredite zurückführen zu wollen, entweder durch den Verkauf von Vermögenswerten oder durch Sparen mit nachteiligen Folgen für Konsum und Investitionen. Der dabei entstehende Veräußerungsdruck bewirkt einen sich noch weiter beschleunigenden Preisverfall von Vermögensiteln und damit zugleich eine Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Schulden und ihren zugrunde liegenden Sicherheiten. Dies veranlasst Darlehensgeber, ihre Kredite fällig zu stellen, wodurch sich die Kreditnehmer zu weiteren Notverkäufen gezwungen sehen. Aus Sicht einer individuellen Bank oder eines einzelnen Unternehmens ist es zwar rational, Vermögenswerte zur Beschaffung von Liquidität zu veräußern, aus kollektiver Sicht münden jedoch genau Überlegungen dieser Art in eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale mit ver-

---

<sup>307</sup> Vgl. Schularick/Taylor (2009), S. 5 ff.

<sup>308</sup> Zu den Nachwirkungen von Finanzkrisen vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 316 ff.

hängnisvollen Auswirkungen für den Finanzmarkt und die Gesamtwirtschaft im Ganzen.

Auch der Verlauf der Subprime-Krise ist für eine solche Entwicklung kennzeichnend.<sup>309</sup> Im Zuge anhaltender Markteuphorie ersetzten spekulative Käufer auf dem amerikanischen Immobilienmarkt langlaufende traditionelle Amortisationskredite durch endfällige Hypothekendarlehen. Dadurch waren lediglich Zinsen zu zahlen, während die Tilgung auf das Ende der Kreditlaufzeit hinausgeschoben wurde. Später leisteten Kreditnehmer sogar nicht einmal mehr die vollen Zinszahlungen, indem Teile der Zinslast einfach dem ausstehenden Darlehen zugeschlagen wurden. Alle Seiten gingen hierbei zunächst von weiter steigenden Grundstückspreisen aus. Höhere Marktzinsen ab dem Jahr 2004 legten allerdings nach einer Periode extrem niedriger Kapitalkosten deutlich die Schwächen des Immobilienbooms in den USA offen. Immer mehr Kreditnehmer gerieten, mit nun höheren variablen Zinsen konfrontiert, in finanzielle Not. Der einsetzende Zwangsverkauf von Wohneigentum führte zu einem Preisverfall auf dem Häusermarkt und die fallenden Preise blockierten in der Folge die Refinanzierung der Hypothekarkredite. Auch die von Banken außerhalb ihrer Bilanzen unterhaltenen Zweckgesellschaften, deren Fremdfinanzierung sich vor allem auf kurzfristige Commercial Paper abstützte, sahen sich nun massiven Refinanzierungsproblemen gegenüber. Zur Generierung neuer Liquidität waren die Kreditinstitute nunmehr gezwungen, auch eigene Aktiva auf liquiden und fundamental noch intakten Märkten abzustoßen, wodurch diese ebenfalls vom Abwärtssog erfasst wurden. Die ursprünglich auf den US-Immobilienmarkt begrenzte Krise weitete sich schließlich durch diese Entwicklung zu einer weltweiten Banken- und Finanzmarktkrise aus. Hierbei zeigte sich, dass zu viele Banken der Versuchung erlegen waren, mit wenig Eigenkapital, jedoch mit viel geliehenen Mitteln, ihre Rendite zu maximieren. Es stellte sich zudem heraus, dass das wahre Ausmaß der Verbindlichkeiten nicht in den Bilanzen der betroffenen Bankinstitute passiviert worden war, weil diese sich unter Nutzung existenter Regulierungslücken über viele Jahre eines Schattenbankensystems bedient hatten, das ihre wahre Schulden-situation verschleierte. Die nachstehende Aufzählung beleuchtet einige wichtige Ausschnitte der sich anschließend überschlagenden Ereignisse und verdeutlicht die dramatische Problemlage, der sich fortan Regierungen und Notenbanken gegenübersehen:

---

<sup>309</sup> Zum Vergleich der Subprime-Krise mit ehemaligen Krisen in entwickelten Volkswirtschaften vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 309 ff.

Zunächst wurden im Jahre 2007 einige Hedgefonds in den USA liquidiert, u.a. Dillon Read Capital Management von der UBS. Erste Hypothekenfinanzierer beantragten Gläubigerschutz. Die Banken waren zu steigenden Abschreibungsbeträgen gezwungen. Die Zentralbanken reagierten mit der Lockerung ihrer Gelder und gewährten Notkredite. Am 30. Juli 2007 droht in Deutschland der IKB die Zahlungsunfähigkeit und die KfW springt mit einer Erhöhung ihres Aktienanteils an dieser Bank von 38 auf über 90 Prozent ein. Am 17. August desselben Jahres gerät die Sachsen LB in Schieflage und am 13. September 2007 steht die englische Northern Rock vor großen Schwierigkeiten und wird massiv durch die englische Zentralbank gestützt, nachdem Bankkunden massenhaft ihre Gelder von diesem Institut abzogen und sich deshalb lange Kundenschlangen am Bankschalter gebildet hatten.<sup>310</sup> Im Januar 2008 war mit der Countrywide Financial die größte Hypothekenbank der Vereinigten Staaten an die Bank of America notverkauft worden. Es folgte Bear Stearns, die von JP Morgan Chase in einer dramatischen Rettungsaktion im Mai 2008 übernommen wurde, nachdem diese vormals fünftgrößte US-Investmentbank vor der Zahlungsunfähigkeit stand. Der nach Countrywide größte unabhängige börsennotierte Baufinanzierer der USA, die Independent National Mortgage Corporation (IndyMac), kollabierte alsdann im Juli 2008 und wurde von der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) unter Zwangsverwaltung gestellt. Besorgte Anleger hatten zuvor binnen weniger Tage aus Angst um die Solidität der Bank 1,3 Milliarden Dollar von ihren Konten abgehoben.

Die Anwendung der „Too big to fail-Doktrin“ wurde daraufhin auch für die großen US-Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac im September 2008 Realität, indem sich zu diesem Zeitpunkt die US-Behörden gezwungen sahen, beide Institute mit einem Schuldenberg von 5.500 Milliarden Dollar zu verstaatlichen. Bis zu ihrer Überführung in Staatseigentum firmierten Fannie Mae und Freddie Mac als börsennotierte Unternehmen, die keine Hypotheken direkt an Hausbesitzer vergeben, sondern im öffentlichen Auftrag zur Wohnraumförderung von Hypothekenbanken Immobilienkredite erwerben. Durch Bündeln und Weiterreichen von Darlehensverträgen in Form von Mortgage-Backed Securities (MBS) hatten sie einen bedeutsamen Sekundärmarkt geschaffen. Am 15. September ging die viertgrößte amerikanische Investmentbank Lehman Brothers in die Insolvenz. Eine Rettung scheiterte an der Weigerung der US-

---

<sup>310</sup> Zum Überblick und zur Chronik dieses ersten Bank Runs in Großbritannien seit 1878 vgl. Goldsmith-Pinkham/Yorulmazer (2010), S. 86 ff.

Regierung, Garantien zur Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit dieses Instituts zu gewähren. Der Zusammenbruch von Lehman Brothers wurde anschließend zum spektakulären Symbol für den Untergang vieler Banken und einer gravierenden Börsenbaisse sowie für eine nachhaltige und tiefe Vertrauenskrise an den Finanzmärkten. Von einem Tag zum anderen war es für viele Kreditinstitute nahezu unmöglich geworden, sich auf dem Interbankenmarkt kurzfristig Geld zu leihen. Den Regierungen blieb daraufhin keine andere Wahl, als mit milliardenschweren Rettungspaketen Beistand zu leisten. Ebenfalls am 15. September wurde Merrill Lynch als eines der weltweit führenden unabhängigen Investmenthäuser von der Bank of America für 50 Milliarden Dollar übernommen, nachdem das Institut zuvor notwendige Abschreibungen in Milliardenhöhe verkünden musste. Im gleichen Monat war das ehemals weltgrößte Versicherungsunternehmen AIG in den Abgrund gestürzt und durch ein staatliches Rettungspaket von 182 Milliarden Dollar vor der Insolvenz bewahrt worden. Internationale Banken hatten sich bei dem Versicherungskonzern für den Fall versichert, dass der Wert der mit Immobilien unterlegten Verbriefungsprodukte deutlich sinken würde. Zu diesem Zweck hatte AIG Credit-Default-Swaps (CDS) im Wert von 562 Milliarden Dollar ausgegeben, die schließlich im Sog fallender Immobilienpreise zu hohen Verlusten führten. Die Finanzkrise machte im Folgenden auch vor der viertgrößten US-Bank Wachovia mit ihren 120.000 Beschäftigten nicht Halt. Nachdem dieses Kreditinstitut den bis dato größten Quartalsverlust unter allen US-Banken seit Ausbruch der Finanzkrise vermeldete, erfolgte im Oktober 2008 eine Übernahme durch Wells Fargo.

Die Negativwirkungen der Finanzkrise setzten sich aber auch in Europa fort. Am 30. September 2008 geriet die HRE in Schieflage, die sich zuvor mit dem Erwerb der irischen Depfa-Bank mit deren riskanten Refinanzierungsstrategien in eine aussichtslose Finanzlage manövriert hatte. Mit einem Geschäftsvolumen der HRE von 400 Milliarden Euro blieb der Bundesregierung keine andere Wahl, als mit Garantiezusagen in dreistelliger Milliardenhöhe einzugreifen, um aufgrund der vernetzten kreditwirtschaftlichen Finanzsysteme weiteren unkontrollierten Kettenreaktionen entgegenzuwirken. Durch Beschluss der Hauptversammlung am 5. Oktober 2009 ging die HRE schließlich zu 100 Prozent in staatliches Eigentum über. In Island kommt es zu einem spektakulären Zusammenbruch des ganzen Finanzsystems und der Staat nimmt die Banken aus Angst vor einem vollständigen Staatsbankrott im Oktober 2008 unter seine Kontrolle. Es wurde nun offenkundig, in welchem Ausmaß das Expansionsstreben isländischer Banken wie

Kaupthing, Landsbanki und Glitnir durch unzureichende Institutionen, riskante Überkreuzbeteiligungen und blindes Vertrauen auf die Liquidität der Märkte zum Fehlschlag geworden war.<sup>311</sup> Am 5. Oktober 2008 sah sich die deutsche Bundesregierung erstmals gezwungen, sogar eine Staatsgarantie für alle privaten Spareinlagen auszusprechen. Sie reagierte damit auf Befürchtungen verängstigter Sparer, ihre Einlagen im Zuge der Finanzkrise zu verlieren. Am 13. Oktober beschließt sie ein weiteres Rettungspaket von 480 Milliarden Euro und in Frankreich werden staatliche Hilfen über 360 Milliarden Euro verabschiedet. In der Schweiz schnürt der Staat ein Notpaket für die Großbank UBS, um den größten Vermögensverwalter der Welt vor dem Finanzkollaps zu bewahren. Am 16. Oktober 2008 zeichnet diese Bank eine Pflichtwandelanleihe vom Schweizer Bundesstaat in Höhe von sechs Milliarden Franken. Gleichzeitig errichtete die Schweizerische Nationalbank eine Zweckgesellschaft, durch die der UBS die Auslagerung nicht handelbarer Wertpapiere in Höhe von maximal 60 Milliarden US-Dollar ermöglicht wird. Am 14. Februar 2009 verabschiedet der US-Kongress mit 790 Milliarden Dollar das größte Konjunkturpaket in der Geschichte der USA. Ende desselben Jahres kommt Griechenland immer stärker in die Optik der Finanzmärkte. Es wurde bekannt, dass sich dieses Land unter dem Schutz des Euro in den letzten Jahren extrem verschuldet, weit über seine Verhältnisse gelebt und die Daten über sein Haushaltsdefizit fehlerhaft angegeben hatte. An den Märkten stiegen daraufhin die Risikoaufschläge für griechische Anleihen stark an, bis dieser Staat schließlich seine Kapitalmarktfähigkeit vollständig einbüßte. Die Krise um Griechenland legte gleichzeitig die Achillesferse der Währungsunion schonungslos offen. Weitere Randstaaten drohten von Schuldenbergen erdrückt zu werden und mussten mit hohen Milliardenbeträgen vor dem Staatsbankrott gerettet werden.

Die Finanzkrise wirkte als ein enormer Brandbeschleuniger und katapultierte die zuvor schon als hoch zu bezeichnende Schuldenlast der Staaten in lange Zeit nicht gekannte Höhen. So weisen die Schuldenquoten der großen Industrieländer inzwischen Niveaus auf, die zuletzt nach dem Zweiten Weltkrieg anzutreffen waren.<sup>312</sup> Nur noch drastische Maßnahmen zur Schuldenreduzierung scheinen geeignet zu sein, nachteilige Konsequenzen für das zukünftige Wirtschaftswachstum und die monetäre Stabilität abzumildern.<sup>313</sup> Die hohen Verbindlichkeiten der Staaten reduzieren die Handlungsfähigkeit der

---

<sup>311</sup> Vgl. Jónson (2009).

<sup>312</sup> Vgl. o.V. (2010b), S. 7.

<sup>313</sup> Vgl. Cecchetti et al. (2010), S. iii.

Regierungen, erhöhen die künftige Steuerlast bei ansteigender Schattenwirtschaft,<sup>314</sup> sie fördern die Umverteilung von Arm zu Reich und beeinträchtigen allgemein das Vertrauen der Menschen in öffentliche Institutionen.

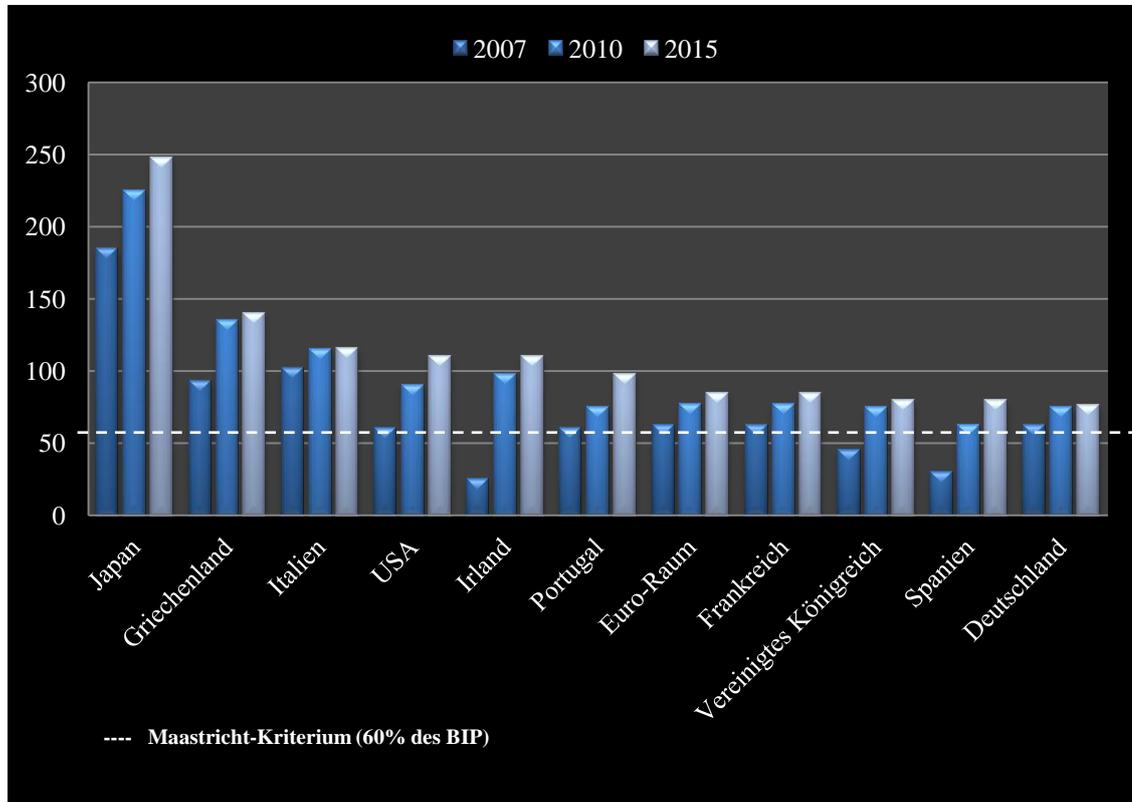


Abb. 6: Die Schuldenrealität – Bruttoverschuldung in Prozent des jeweiligen BIP<sup>315</sup>

Mögen die staatlichen Konjunkturstützungs- und Bankenrettungsprogramme den Kollaps von Finanz- und Realwirtschaft verhindert haben, der Preis hierfür war jedoch beträchtlich: Die bereits vor der Krise als extrem hoch zu bezeichnende Staatsverschuldung wurde nun in Höhen katapultiert, die Zweifel aufkommen lassen, ob die den zukünftigen Generationen aufgebürdete Schuldenlast auf regulärem Wege je wieder zurückgeführt werden kann.<sup>316 317</sup> Die Forderung Homanns, dass augenblickliche Generationen aus dem Rationalitätsgedanken einer Verpflichtung unterliegen, die gegenwärtigen Konsumausgaben aus den laufenden Erträgen zu bestreiten, wird in grober Weise verletzt.<sup>318</sup> Projektionen der EU gehen bei Fortsetzung der bisherigen Finanzpolitik bei gleichzeitiger Reduktion von bislang praktizierten Konjunkturprogrammen von einer

<sup>314</sup> Zu Auswirkungen von schattenwirtschaftlichen Aktivitäten auf das ganze Wirtschaftssystem vgl. Bovi/Dell'Anno (2010).

<sup>315</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bundesbank (2010), S. 21; Daten vom IWF (für das Jahr 2015 geschätzt).

<sup>316</sup> Zu Nachteilen der Staatsverschuldung vgl. Schemmel/Borell (1992), S. 145 ff.

<sup>317</sup> Zu einem Überblick über nationale Konjunkturpakete vgl. Schaltegger/Weder (2009), S. 146.

<sup>318</sup> Vgl. Homann (1988), S. 270.

Verdoppelung der Staatsschuld bis zum Jahre 2020 aus. Während im Jahre 2007 im EU-Durchschnitt noch eine Schuldenquote der Staaten von 58,7 Prozent des BIP zu verzeichnen war, würde eine solche Schuldenlast diese Kennzahl auf 125 Prozent empor-schnellen lassen, mehr als das Doppelte dessen, was der Vertrag von Maastricht in Rela-tion zum BIP (3% Neuverschuldung p.a., 60% Gesamtverschuldung) maximal vorsieht. Die Bandbreite der projizierten Schuldenstände reicht von 180 Prozent (Irland) bis zu 100 Prozent im Falle Deutschlands. Allein im Jahre 2010 budgetierte die deutsche Re-gierung eine Nettokreditaufnahme von mehr als 100 Milliarden Euro zum Ausgleich ihres Haushalts, ein Rekordwert in der Nachkriegsgeschichte Deutschlands. Die Fi-nanzkrise hat die Gesamtschulden von Bund, Ländern und Gemeinden in 2011 um 7,1 Prozent auf 1.690 Milliarden Euro ansteigen lassen. Aktuell zeigt die Schuldenuhr einen Wert von über 2 Billionen Euro an.<sup>319</sup> Allein für Zinsen zahlt der Bund mittlerweile jedes Jahr rund 40 Milliarden Euro, die hierfür notwendigen Ausgaben erreichen damit bereits den zweitgrößten Posten im Bundeshaushalt, und das bei einem historisch sehr niedrigen Zinsniveau.<sup>320</sup>

Das im Jahre 2010 mit seiner hohen Schuldenlast Schlagzeilen verursachende Griechen-land war mit 300 Milliarden Euro Schulden belastet, bevor es im März 2012 seine Ver-bindlichkeiten durch einen Forderungsverzicht privater Gläubiger um 100 Milliarden Euro reduzieren konnte. Die Unsicherheit über die bestehenden Passiva und die Zweifel an der Sanierung des Staatshaushalts hatten für dieses Land bereits zur wiederholten Absenkung des Ratings und empfindlich hohen Risikoaufschlägen geführt. Die Debatte über die Schuldenexzesse Griechenlands überdeckte jedoch zeitweilig die kaum noch lösbaren Schuldenprobleme anderer Industriestaaten. Auch die USA verfügen aktuell mit einer Staatsverschuldung von über 15 Billionen Dollar über die höchste Verschul-dung aller Zeiten.<sup>321</sup>

Die Gesamtlage wird durch die Existenz von in amtlichen Statistiken nicht erfassten Schattenhaushalten noch wesentlich verschärft. Was für die Banken die Nutzung von Zweckgesellschaften bedeutete, ist dies für die Politik die Praxis der langjährigen und buchhalterisch nicht erfassten Off balance-Verpflichtungen. Mit dieser Methodik der Schaffung von Nebenhaushalten werden Auflagen umgangen und Grenzen unterlaufen.

---

<sup>319</sup> Vgl. die Website des Bundes der Steuerzahler Deutschland e.V. ([www.steuerzahler.de](http://www.steuerzahler.de)).

<sup>320</sup> Vgl. BMF (2011b).

<sup>321</sup> Vgl. die Website [www.usdebtclock.org](http://www.usdebtclock.org).

Unsichtbare Schuldenberge dieser Art resultieren etwa aus Verpflichtungen für künftige Renten- und Pensionszahlungen, der Gesundheitsfürsorge und der sozialen Sicherheit. Eine vom „National Center for Policy Analysis“ erstellte Studie zeigt diesbezüglich einen alarmierenden Befund:<sup>322</sup> Werden zu den ausgewiesenen staatlichen Schulden die außerbilanziellen Verpflichtungen hinzuaddiert, errechnet sich für die EU-Länder eine Gesamtverschuldung von rund 500 Prozent des BIP. Während sich Deutschland, Italien und Großbritannien hierbei annähernd im durchschnittlichen Bereich befinden und Frankreich leicht darüber liegt (den Spitzenplatz nimmt Griechenland mit ca. 800 Prozent ein), beträgt die maßgebliche Kennzahl für die Vereinigten Staaten nahezu 600 Prozent. Nach diesen Berechnungen wäre demzufolge von vielen Staaten ein Überschuss in ihren Primärhaushalten zu erwirtschaften, nur um die ausgewiesene Verschuldung stabilisieren zu können. Wird jedoch die Gesamtverschuldung unter Einbeziehung der Schattenhaushalte als Grundlage für eine Politik der Schuldenreduktion genommen, würden die hierfür benötigten Überschüsse die Handlungsspielräume der Regierungen in einem Maße beschränken, das weder politisch noch sachlich für durchsetzbar gehalten wird, wäre doch für die EU-Staaten dieser Rechnung nach ein permanenter Überschuss von acht Prozent des BIP erforderlich.

Mit dieser Biografie der Schulden wird deutlich, dass das staatliche Monopol der Geldschöpfung missbraucht wird, indem die Politik immer wieder zur Erreichung kurzfristiger Ziele die langfristige wirtschaftliche Stabilität und Prosperität der europäischen Staaten sowie darüber hinaus die finanzielle Zukunft der gesamten industrialisierten Welt insgesamt einer hohen Gefährdung aussetzt.<sup>323</sup>

Das Phänomen stetig steigender Staatsschulden in den meisten Ländern erklärt sich wiederum durch die Existenz von Dilemmastrukturen. Im Wettbewerb um Wählerstimmen unterliegen Politiker nicht nur der Versuchung, die Kosten ihrer Wahlversprechen zu verbergen, sondern es herrscht im politischen Prozess auch die Neigung vor, die Zukunft in einem zu geringen Maße in die Überlegungen und Planungen einzubeziehen. Die Kooperation zum gegenseitigen Vorteil in Gestalt der Vermeidung von Fehlbeträgen wird daher aussichtslos, so dass die Defizitpolitik mit ihren schädlichen Nebenwirkungen kontinuierlich fortgeführt wird. „Die gegenwärtige kreditaufnehmende Regie-

---

<sup>322</sup> Vgl. o.V. (2010c), S. 11 und Gokhale (2009).

<sup>323</sup> Bereits die Klassiker A. Smith und D. Ricardo sahen die Staatsverschuldung als ein Phänomen an, das zum Bankrott führe [vgl. Smith (1776), S. 802 f.] und als Geißel der Menschen betrachtet werden kann [vgl. Ricardo (1966), S. 197].

rung profitiert, und spätere Regierungen müssen mit den Folgen zurechtkommen“.<sup>324</sup> Einigkeit besteht in der Feststellung, dass die Erbschaft der letzten Weltfinanzkrise aller Voraussicht nach über einen sehr langen Zeitraum ihre Negativwirkungen entfalten wird, selbst wenn es den Regierungen gelänge, die Neuverschuldung relativ schnell zu verringern.

Damit stellt sich die Frage, welche Optionen den Staaten tatsächlich noch verbleiben, der ausufernden Verschuldung Einhalt zu gebieten. Eine diesbezügliche Exitstrategie zum Abbau hoher Defizite ist jedoch derzeit inhaltlich und zeitlich innerhalb der westlichen Staatsregierungen umstritten. Investoren hegen daher Befürchtungen, die Regierungen könnten durch Inflation ihre Lasten in Form einer schleichenden Enteignung zu verringern versuchen und die Gläubiger auf diese Weise um einen Teil ihrer Investitionen und Ersparnisse bringen. In der Tat wird eine Schuldenentwertung durch eine kontrolliert ablaufende Inflationierung in Teilen der Literatur als eine interessante Option angesehen, wenn sonstige Alternativen der Budgetkontrolle hohe politische Kosten implizieren.<sup>325</sup> Sogar ein Währungsschnitt befindet sich ernsthaft in der Diskussion und wird von einigen Finanzexperten als Lösung der Schuldenanhäufung nicht mehr gänzlich ausgeschlossen. Die Folgeschäden der Krise werden hierbei mit den Nachwirkungen des Zweiten Weltkriegs verglichen, weil die derzeit akkumulierten Verbindlichkeiten ein ähnlich prekäres Ausmaß erreichen wie zuletzt im welthistorischen Achsenjahr 1945. Für die Kriegsverlierer Deutschland und Japan kam es seinerzeit zu einem Kapitalschnitt, indem sämtliche Geldvermögen offiziell massiv abgewertet wurden. Norbert Berthold und Daniel Koch verweisen zum Aufbrechen dieser Dilemma-Situation auf die Notwendigkeit, die Bekämpfung einer ausufernden Staatsverschuldung durch Implementierung einer Kombination von Eigen- und Fremdregulierung vorzunehmen.<sup>326</sup> Nachdem im Euroraum die im Maastrichter Vertrag festgelegten Schuldengrenzen bereits durchbrochen wurden,<sup>327</sup> beschritt das deutsche Parlament einen neuen Weg zur Selbstbeschränkung, indem der Haushaltsgesetzgeber an eine in der Verfassung verankerte Schuldenbegrenzung zukünftig gebunden werden soll. Demnach dürfen die Bundesländer ab dem Jahre 2020 grundsätzlich keine neuen Kredite mehr aufnehmen. Für

---

<sup>324</sup> Stiglitz (2008), S. 271.

<sup>325</sup> Vgl. Pitlik (2010), S. 147 ff.

<sup>326</sup> Vgl. Berthold/Koch (2007), S. 23 f.

<sup>327</sup> Zur Kritik an der Aussagekraft von Fiskalindikatoren vgl. Kampmann (1995), S. 127 ff.

den Bund gilt ab dem Jahre 2016, dass er einen annähernd ausgeglichenen Haushalt vorlegen muss.

#### **Dilemmastruktur Nr. 4: Nationale und internationale Politikblockaden**

Das Herausführen der Staaten aus der schwersten Wirtschafts- und Finanzkrise der Nachkriegszeit sowie die politische Antwort auf Fragen der Globalisierung stellen extrem schwierige Herausforderungen der Zukunft dar. Den staatlichen Autoritäten ist es bislang mit Blick auf eine international übergreifende Regulierung der Finanzmärkte noch nicht gelungen, ein für alle verbindliches zukunftsweisendes tragfähiges Konzept zu installieren. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass eine ganze Reihe von entscheidenden Regulierungslücken zum einen auf das Unvermögen nationaler Entscheidungsgewalten und zum anderen auf fehlende grundlegende Global Governance zurückzuführen ist. Damit stellt sich bei diesem multiplen Staatsversagen<sup>328</sup> als ein wichtiges Ursachenelement der Weltwirtschaftskrise die Frage, wie zukünftig die staatlichen Autoritäten zu befähigen sind, notwendige regulatorische Rahmenbedingungen zu schaffen. Diese Zielsetzung wird allerdings dadurch erschwert, dass auch der Politik klassische Gefangenendilemma-Strukturen im Wettbewerb um Wählerstimmen anhaften. Staatliches Handeln unterliegt auch bei schwierigen und komplexen Themen zu stark parteipolitischen Zwängen, wobei wahltaktische Strategieüberlegungen prävalieren. Meinungs- und Willensbildungsprozesse sind schwerfällig und zu treffende Entscheidungen lassen lange auf sich warten. Die Suche nach Ergebnissen resultiert nicht selten in verwässerten kostenintensiven Kompromissen und ordnungspolitischen Einigungen auf dem kleinsten gemeinsamen Nenner. Darüber hinaus bewirkt das Denken in Wahlperioden oftmals zu kurze Zeithorizonte und Wirkungsketten. Im Gegensatz dazu unterliegen jedoch Finanzmarktkrisen und andere gewichtige Negativentwicklungen Zeitstrukturen, bei denen Ursache und Wirkung zeitlich häufig viel weiter auseinanderliegen.

Exemplarisch kann in diesem Kontext auf die intergenerationelle Verteilungsprobleme verursachende Neigung der Politik zur expliziten und impliziten Staatsverschul-

---

<sup>328</sup> Im Sinne der Interaktionsökonomik ist Staatsversagen auf existente Dilemmastrukturen zurückzuführen. Vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 187 ff.

dung als eines der größten und infolge der derzeitigen demographischen Entwicklung sich weiter verschärfenden Zukunftsproblems hingewiesen werden.<sup>329</sup> Die offensichtlichen Gegensätze in Fragen der Erzielung politischer Vorteile durch kurzfristige Ausgabenprogramme und des langfristigen Gebots einer soliden Haushaltsführung lassen in vielen Ländern Politikversagen deutlich zutage treten. Am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland betrug die öffentliche Verschuldung im Jahre 1950 noch umgerechnet 9,5 Milliarden Euro, während diese sechzig Jahre später auf über zwei Billionen Euro zu beziffern ist. Die Relation Schuldenhöhe zur Wirtschaftsleistung stieg im gleichen Zeitraum von 19,3 auf 81,2 Prozent und der Zinsdienst stellt mittlerweile nach den Sozialausgaben den zweitgrößten Posten im Bundesetat dar.<sup>330</sup> Auch lässt die derzeitige Schuldensituation einer Reihe anderer europäischer Staaten keinen anderen Schluss zu, dass drastische Sparprogramme eingeleitet werden müssten oder sogar ein Schuldenschnitt unter Beteiligung privater Gläubiger auf ein Niveau, das eine wirtschaftliche Rekonvaleszenz wieder ermöglicht, zu erwägen ist. Hierzu müssten jedoch die Regierungen die Entschlossenheit aufbringen, unliebsame Fakten ihren Steuerzahlern und Wählern zu vermitteln und unpopuläre Entscheidungen zu treffen. Vor solchen Maßnahmen scheuen jedoch die Staatsregierungen aus Angst eines drohenden Prestige- und Machtverlustes zurück, so dass die zur Sanierung erforderlichen Maßnahmen hinausgezögert werden und damit Dilemmastrukturen fortbestehen. Gerade vor Urnengängen sind politische Funktions-träger in besonderer Weise vermehrt zu Ausgaben der öffentlichen Hand geneigt. Umgekehrt unterbleiben notwendige Steuererhöhungen und werden auf unbestimmte Zeit verschoben. Bei aus wahltaktischen Gründen veranlassten Ausgabenprogrammen ignorieren sowohl Wähler als auch Politiker beim Tausch gegen Stimmen die langfristigen Negativfolgen staatlicher Finanzspritzen zur Überwindung krisenbedingter Reduktionen makroökonomischer Produktionspotenziale sowie die Tatsache, dass Schulden der Gegenwart von zukünftigen Generationen mittels Steuererhöhungen zurückzuzahlen sind. Auf deutsche Verhältnisse projiziert erschweren die unterschiedlichen Interessen von Bund, Ländern und Gemeinden sowie anderen politisch-institutionellen Gebilden wie politische Parteien und Regierungskoalitionen zukunftsweisende Lösungen nicht nur in der Schuldenfrage, sondern auch bei anderen

<sup>329</sup> Vgl. Berthold/Koch (2007), S. 9.

<sup>330</sup> Vgl. BMF (2011b).

Zukunftsthemen mit staatstragender Bedeutung. So ist allgemein anerkannt, dass etwa der Abbau allokatonsverzerrender Subventionen aus dem makroökonomischen Blickwinkel Effizienzgewinne bewirkt, weil diese von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung überholt und nicht mehr länger geeignet sind, zur Erreichung ursprünglich anvisierter ökonomischer und sozialpolitischer Ziele weiterhin einen Beitrag zu leisten. Dieser Erkenntnis zum Trotz versuchen private wie auch öffentliche Subventionsempfänger wie etwa Länder im Rahmen des bundesdeutschen Länderfinanzausgleichs, sich so viele Finanzmittel wie möglich zu sichern. Es mangelt an Anreizen zur Kooperation, jede politische Gruppe ist bestrebt, alle anderen Förderungen als unproduktiv darzustellen, die eigenen jedoch nicht.<sup>331</sup>

Die Erklärung von Verhaltensweisen dieser Art kann auf das klassische Gefangenendilemma zurückgeführt werden: Zwar ist davon auszugehen, dass bei allen beteiligten Organen ein Interesse an solider Haushaltsführung besteht. Dennoch ist jeder einzelne Spieler zugunsten seiner Klientel für sich jedoch bestrebt, zu Lasten der Mitspieler von Sparmaßnahmen ausgenommen zu werden und politische Gewinne zu realisieren. Bleiben in Interaktionsstrukturen dieses Typs Institutionen zur Beseitigung der unerwünschten Dilemmastruktur aus, gewinnen nichtkooperative Lösungen die Oberhand, eine Haushaltskonsolidierung bleibt aus oder erfolgt allenfalls in unzureichender Form. Ein Beispiel eines nichtkooperativen Regierungsstils erfuhr die CDU/FDP-Koalition nach gewonnener Bundestagswahl im Herbst 2009. Trotz extrem hoher Staatsverschuldung, die nach der Finanz- und Wirtschaftskrise eine zusätzliche Dynamik erfuhr, waren im vorgeschalteten Wahlkampf der Wählerschaft Steuerersenkungen in Aussicht gestellt worden. Diese Wahlversprechen konnten jedoch letzten Endes nicht eingelöst werden und die Politik wurde gezwungen, sich den Realitäten zu beugen. Diese Entwicklung führte zu einer Zerreißprobe der Regierungskoalition sowie zu einem starken, durch Meinungsumfragen belegten Einbruch der Wählergunst und zu einem Vertrauensentzug der Bürger gegenüber dem politischen Establishment.

Vielerorts zu beobachtende ausufernde Budgetdefizite und Staatsschulden sind auch auf internationaler Ebene auf Dilemmastrukturen mit diesen zugrunde liegenden ausbleibenden Koordinationsbemühungen zurückzuführen. Zu diesem Punkt bietet u.a.

---

<sup>331</sup> Diamond spricht von „perversen Subventionen“, die große öffentliche Mittel verschlingen und ohne finanzielle Unterstützungsleistungen unrentabel wären. Vgl. Diamond (2005), S. 527.

die US-Politik bezüglich des heimischen Immobilienmarkts, der unter dem Stichwort „Subprime-Krise“ der Auslöser extremer und bis zum heutigen Tag anhaltender weltwirtschaftlicher Verwerfungen schlechthin wurde, ein Negativbeispiel, indem staatliche Fehlsteuerungen und politisch intendierte Fehlanreize als Triebfeder der US-Immobilienkrise auszumachen sind. Zu den maßgeblichen Verursachungsfaktoren ist die über lange Zeit erfolgte Versorgung der Märkte mit übermäßiger Liquidität durch die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank zu rechnen. Es spricht einiges dafür, dass notwendige Anpassungen deshalb unterblieben, weil es sich im Jahre 2004 um ein Wahljahr in den USA handelte, dessen Ausgang zugunsten George W. Bush entschieden wurde, der daraufhin im Januar 2005 seine zweite Amtseinstellung als Präsident der Vereinigten Staaten vollzog.<sup>332</sup> Es waren ferner politische Entscheidungen in den Vereinigten Staaten, die eine völlig überzogene staatliche Wohnraumförderung in Form massiver steuerlicher Anreize und großzügiger Beleihungspraktiken implementierten, um damit auch jenen Staatsbürgern, die nur über geringe Einkommen verfügten, den Zugang zu Immobilieneigentum zu ermöglichen.<sup>333</sup>

Der Sog in eine immer höhere Staatsverschuldung kann infolgedessen nur durch Anreize aufgehalten werden, die die Verfassungsorgane sich selbst setzen.<sup>334</sup> Vor diesem Hintergrund wurde vom Bundestag und Bundesrat 2009 eine Schuldenbremse im Grundgesetz verankert, die einem weiteren Abgleiten in die Schuldenfalle entgegenzutreten soll. Danach sind Bund und Länder künftig verpflichtet, ihre Haushalte grundsätzlich ohne neue Schulden zu verabschieden. Denkbar wäre des Weiteren die Regelsetzung mittels einer supranationalen Ordnungsmacht, etwa in Form der Europäischen Kommission als übergeordnete Instanz, sollten die Einzelstaaten in der EU willens sein, hierfür notwendige Souveränitätsrechte abzutreten. Der Einhaltung von

<sup>332</sup> Auch vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise stecken die Zentralbanken in puncto Niedrigzinsen erneut in einem Dilemma, wodurch abermals Verwerfungen wie zu Beginn der Finanzkrise drohen. Je länger die Notenbanken mit ihrer Tiefzinspolitik fortfahren, desto größer reifen Gefahren ungesunder Nebenwirkungen und neuer Fehlentwicklungen. Zwar lassen sich mittels niedriger Zinsen kurzfristig konjunkturelle Impulse erzeugen, der Weg in die Normalität ist aber früher oder später zu beschreiten, sollen Spätfolgen vermieden werden. So warnt die BIZ in ihrem Jahresbericht 2010 davor, dass je länger die Zinsen in den wichtigsten OECD-Staaten niedrig verharren, desto rigorosere werden die eintretenden Verzerrungen durchschlagen. Die BIZ sieht durch lange Tiefzinsphasen Gefahren in Gestalt von Kursverzerrungen an den Bondmärkten, steigenden Aktienkursen und Immobilienpreisen, fallenden Risikoprämien, übersteigerten Investitionsneigungen, Boomphasen auf den Kreditmärkten und artifiziell erhöhten Bankgewinnen. Vgl. BIZ (2011).

<sup>333</sup> Siehe auch unter Gliederungspunkt 3.5.3.

<sup>334</sup> Zur verfassungsrechtlichen Problematik bei der Begrenzung der Staatsverschuldung vgl. Schemmel/Borell (1992), S. 153 ff.

beschlossenen Regeln ist hierbei mit sanktionsbewehrten Mechanismen höchste Priorität zu verleihen, da andernfalls mit veritablen Vertrauenskrisen zu rechnen wäre und Dilemmastrukturen nicht beseitigt werden. Wie die Vergangenheit leidvoll lehrt, ist die Politik wiederholt nicht den Regeln gefolgt, sondern diese wurden gebrochen, wenn es opportun erschien oder die Regeln wurden immer wieder den politischen Prioritäten im Laufe der Zeit angepasst. So wurde der im Maastricht-Vertrag festgelegte Referenzwert einer Maximalgrenze der Neuverschuldung von drei Prozent des BIP bislang mehr als 100 Mal von den europäischen Regierungen überschritten. Zu Sanktionen kam es in keinem einzigen Fall.<sup>335</sup> Auch die bisherigen Rettungsschirme für den Währungsraum des Euro bestätigen nachdrücklich diesen Befund. Das Verbot des „Bailout“ in den europäischen Vertragswerken, das die gegenseitige Haftung der Staaten untereinander für ihre Schulden ausschließen sollte, wurde außer Kraft gesetzt. Aufgrund der dadurch entstandenen Mithaftung der übrigen EU-Staaten für Schulden einzelner Defizitländer, die wiederum mit einer Verbesserung der Kreditwürdigkeit finanziell über ihre Verhältnisse lebenden Länder einhergeht, resultiert eine Situation analog dem Gefangenendilemma. Für die betroffenen Schuldnerländer besteht demnach eine dominante Strategie, zur Erhöhung ihres Nutzenniveaus möglichst hohe Defizite einzugehen, so dass sich letztendlich ein pareto-inferiores Gesamtergebnis einstellt.

### **3.5. Das der globalen Finanzkrise vorgelagerte Marktversagen**

#### **3.5.1. Die Genese von Vermögenspreisblasen**

Spekulationsblasen kennzeichnen ein Marktversagen,<sup>336</sup> sind stetig wiederkehrende Phänomene der Wirtschafts- und Finanzgeschichte und weisen untereinander erstaunliche Parallelen auf. Webster's New World Finance and Investment Dictionary definiert Blasen als „a rapid but often short-lived run-up in prices that is caused by irrational exuberance, rather than the basic underlying fundamentals of the market“<sup>337</sup>. Von unterschiedlicher Art sind in der Regel ihre zugrunde liegenden Ursprünge bzw. Auslöser, so wie etwa die im 17. Jahrhundert in Holland wütende Tulpenmanie, der große Aktienhype der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren oder die Übertreibungen auf dem

<sup>335</sup> Vgl. Solms (2011), S. 64.

<sup>336</sup> Vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 186 f.

<sup>337</sup> Webster's New World Finance and Investment Dictionary (2010).

amerikanischen Immobiliensektor mit der von dort ausgehenden Verbriefungswelle hypothekarisch gesicherter Kreditforderungen der neuesten Zeit. Vielen dieser Krisen ist gemein, dass über Ländergrenzen hinweg Investoren in dieselben Anlagen investierten. In den meisten Fällen führte das Platzen von Blasen zu extremen Verwerfungen in der Realwirtschaft und gefährlichen Schieflagen im Bankensektor.<sup>338</sup> Die Akteure befinden sich in exzessiven Übertreibungen dieser Art in einer Dilemmasituation, in der sich individuell rationales Verhalten nachteilig auswirkt, wenn dieses von vielen oder sogar von allen Marktteilnehmern übernommen wird.

Im Verlauf einer solchen, auch unter der Bezeichnung „Boom-Bust-Zyklus“ stehenden massenpsychologischen Erscheinung, steigen bestimmte Vermögenspreise über einen längeren Zeitraum stark an.<sup>339</sup> Die handelnden Personen extrapolieren den erkannten Trend und erwerben bei anhaltender Markteuphorie Vermögenstitel in der Hoffnung, an weiteren Preissteigerungen zu profitieren. In steigender Anzahl treten zudem auch unerfahrene Investoren auf den Markt, duplizieren bestehende Anlagestrategien und folgen dem immer stärker einsetzenden Herdentrieb.<sup>340</sup> Hierdurch haussieren die zugrunde liegenden Marktwerte noch weiter und die auf den Finanzmärkten gehegten Erwartungen der Akteure scheinen sich zu erfüllen (Self-fulfilling Prophecy).<sup>341</sup> Professionelle Anleger, die bereits realisieren, dass sich die Preise längst weit von Fundamentalwerten entfernen, investieren sogar in der Annahme weiter, noch rechtzeitig vor einer Umkehr des Markttrends aussteigen zu können. Der irrationale Überschwang führt schließlich infolge wachsender Informationsdefizite zur Blasenbildung auf den Märkten. Früher oder später unvermeidlich werdende Marktkorrekturen rufen in der Folge panikartige Verhaltensweisen hervor. Eine negative Durchschlagskraft der Entwicklung auf die Realwirtschaft in Form kumulativer Kontraktionen ist in der Regel zu verzeichnen.<sup>342 343</sup>

---

<sup>338</sup> Reinhart und Rogoff zählen seit Anfang des 19. Jahrhunderts mehr als 100 Bankkrisen unterschiedlicher Größenordnungen, davon 18 schwere nach Ende des Zweiten Weltkrieges. Vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 931.

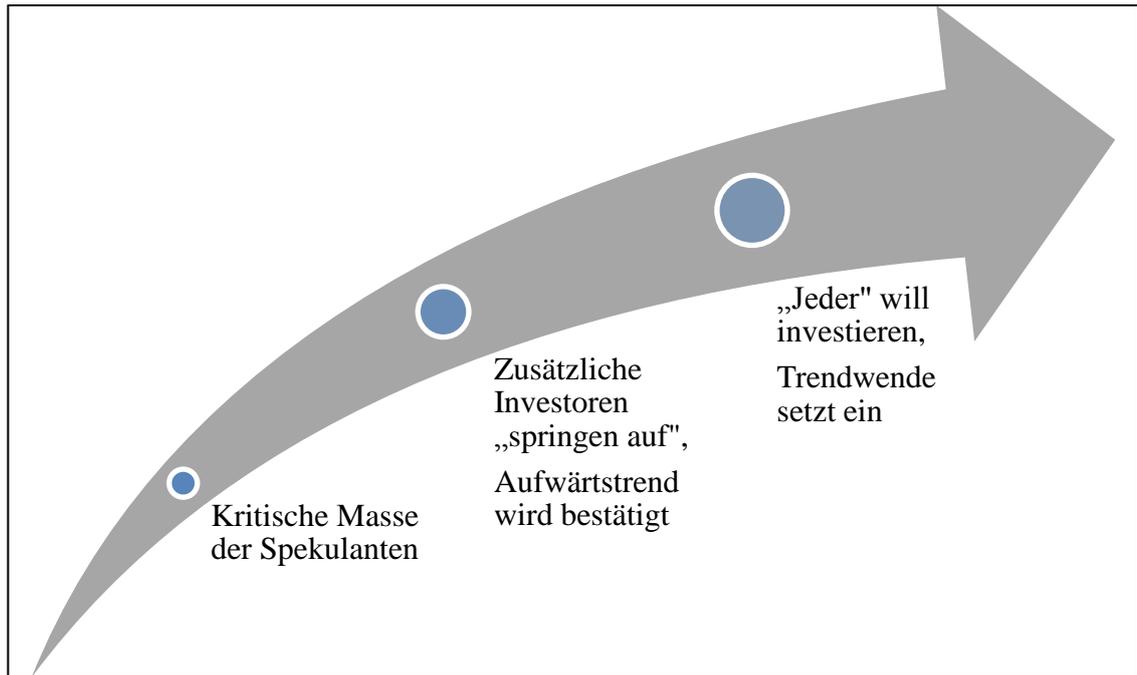
<sup>339</sup> Zur Entstehung einer „Bubble“ vgl. Belke et al. (2004), Kapitel 2.

<sup>340</sup> Zur Theorie verschiedener Ausprägungen von Herdenverhalten vgl. Baddeley et al. (2007), S. 3 ff.

<sup>341</sup> Schon im frühen 17. Jahrhundert kam es in den Niederlanden zur sogenannten „Tulpenzwiebelblase“, einem der merkwürdigsten Phänomene dieser Art in der Wirtschaftsgeschichte. Vgl. Münchau (2008), S. 43 ff.

<sup>342</sup> Zu den Auswirkungen von Vermögenspreisblasen auf die Realwirtschaft am Beispiel von acht asiatischen Ländern vgl. Socorro Gochoco-Bautista (2008), S. 1 ff.

<sup>343</sup> Vgl. BMWi (2007), S. 7 f.



**Abb. 7: Genese von Vermögenspreisblasen.**<sup>344</sup>

Schon vor 40 Jahren hatte der US-Ökonom Hyman Minsky tendenzielle Instabilitäten auf den Finanzmärkten in seinen Publikationen herausgestellt:<sup>345</sup> Demnach handeln die Akteure wie eine Herde, deren Verhalten außer Kontrolle geraten kann. Sie führen risikante Transaktionen durch und treiben die Preise für bestimmte Assetklassen immer stärker in die Höhe. Das Problem nimmt seinen Anfang in scheinbar stabilen Phasen. Investoren realisieren Erfolge auf den Finanzmärkten und rechnen mit einer Fortsetzung des Trends. Mit der Zeit treten Risikoüberlegungen in den Hintergrund und Kredithebel kommen verstärkt zur Anwendung.<sup>346</sup> Irgendwann ebbt die Euphorie allerdings ab, etwa weil Marktübertreibungen fortwährend deutlicher hervortreten, teilweise aber auch aus eher nichtigen Anlässen. Die schwächsten Schuldner geraten mit ihren Zahlungen in Verzug, erste Kreditgeber kündigen zuvor gewährte Kreditlinien und lösen auf den Märkten Dominoeffekte aus. In dieser Phase wächst die Gefahr des sogenannten „Minsky-Meltdowns“. Immer mehr Fremdkapitalgeber ziehen sich aus dem Kreditge-

<sup>344</sup> Eigene Darstellung.

<sup>345</sup> Vgl. Minsky (1986).

<sup>346</sup> Minsky unterscheidet hierbei zwischen drei unterschiedlichen Finanzierungsarten. Bei der von Unternehmen, Banken und Haushalten beanspruchten sicheren Finanzierung reichen die erzielten Einnahmen aus den fremdfinanzierten Investitionen zur Tilgung und Zahlung der Zinsen aus. Bei der ebenfalls zur Anwendung kommenden spekulativen Finanzierung kann nur mehr der Zinsendienst geleistet werden, der Kredit selbst ist daher fortlaufend zu prolongieren, wodurch die Spekulanten auf liquide Märkte angewiesen sind. Bei der sogenannten „Ponzi-Finanzierung“ können weder Schulden noch die Zinsen gezahlt werden. Die Akteure spekulieren auf steigende Preise ihrer Vermögensgüter, um mit dem späteren Erlös die Schulden tilgen zu können. Vgl. Minsky (1992), S. 6 f.

schäft zurück, wodurch auch noch finanziell gesunde Finanzinstitute in Mitleidenschaft gezogen werden. Zur Sicherstellung ihrer Liquidität sehen sich diese daraufhin veranlasst, vermehrt sonstige Aktiva mit dem Ergebnis zu veräußern, dass auch deren Kurse fallen.

Die geschilderten Verhaltensmuster bilden ziemlich exakt auch die Abläufe der Subprime-Krise ab.<sup>347</sup> Als die Zahlungsausfälle amerikanischer Immobilienkredite aufgrund der Auswüchse auf dem US-Häusermarkt immer stärker zu Tage traten, suchten Investoren alle gleichzeitig den Ausstieg und stellten ihre verbrieften Wertpapiere panikartig zum Verkauf, ohne hierbei überhaupt noch hinreichend zwischen unterschiedlichen Güteklassen zu differenzieren. Daraufhin fielen auch die Bewertungen diverser anderer Bondarten und sonstiger Papiere in anderen Segmenten ins Bodenlose. Die Funktionsunfähigkeit der Syndizierungsmärkte ließ den Banken aufgrund aufkommender Liquiditätsprobleme zudem keine andere Wahl, als bereits zugesagte Buy-Out-Finanzierungen, also die mit hohen Krediten finanzierten Übernahmen von Unternehmen, auf der eigenen Bilanz zu halten, was einen zusätzlichen Liquiditäts- und Kapitalbedarf erforderte. Das Gleiche ist anzumerken für die Übernahme von außerhalb der Bilanz gehaltenen Zweckgesellschaften, die auch als Special Purpose Vehicles (SPV), Conduits oder Structured Investment Vehicles (SIV) bezeichnet werden, deren Finanzierung sich vordem auf kurzfristige Geldmarktpapiere abgestützt hatte, die nun aber nicht mehr zur Verfügung stand. Zur Generierung neuer Liquidität waren die Kreditinstitute gezwungen, auch eigene Aktiva auf liquiden und fundamental noch intakten Märkten zu veräußern, wodurch die Preise dieser Bestände ebenfalls nach unten gezogen wurden.

Historische Muster von Finanzkrisen belegen, dass nach dem Platzen größerer Spekulationsblasen oftmals spätere sogenannte „Echo-Blasen“ folgen, die in denselben Assetklassen auftreten wie bei der zuvor zerborstenen Blase und die in der Regel 30 – 40 Prozent des Volumens der Ursprungsblase erreichen können. Hierfür ursächlich ist die häufig zu beobachtende massive Liquiditätsversorgung, mit der Notenbanken die Realwirtschaft in schwierigen Zeiten zu stützen versuchen, wie dies in der gegenwärtigen Krise ebenfalls zu beobachten ist. Zinserhöhungen werden aus Angst vor einem Rückfall in die Rezession hinausgezögert, wodurch neue Spekulationsblasen entstehen

---

<sup>347</sup> Zur Übertragung des Minsky-Modells auf die US-Immobilienkrise vgl. Roubini (2007).

können. Echo-Blasen platzen jedoch i.d.R. schneller als ihre Vorgänger und die Preise der Aktiva fallen nicht mehr auf ihre vorangegangenen Tiefstände zurück.

Die Möglichkeiten der rechtzeitigen Identifizierung und Bekämpfung von Preisblasen sind in der Volkswirtschaft umstritten. Die amerikanische Notenbank favorisierte bislang gemäß dem sogenannten Jackson Hole-Konsens<sup>348</sup> die Inkaufnahme von Anlage- und Kreditblasen, um Wirtschaftswachstum nicht zu gefährden. Die Doktrin der Fed zielt somit weniger stark auf die ex ante-Prävention, sondern eher auf ein rasches Eingreifen ex post, nachdem Krisen bereits eingetreten sind. Auch war die Zentralbank der USA bislang immer schnell zur Überwindung wirtschaftlicher Schwächephasen willens, Geld in den Wirtschaftskreislauf zu schleusen, jedoch abwartend, diese Liquidität später dem Geldkreislauf wieder zu entziehen. Die aktuelle Finanzmarktkrise verdeutlicht jedoch die Gefahren einer solchen Laisser-faire-Politik. Marktakteure werden zu der Annahme verleitet, die Zentralbanken würden im Krisenfall helfend eingreifen und neigen aus diesem Grunde zu unvorsichtigen Verhaltensweisen. Es stellt sich die Problematik einer Self-fulfilling Prophecy kraft einer solchen Praxis, die das Krisenszenario mit herbeiführt und die Zentralbanken zu Interventionen zwingt.<sup>349</sup> Der sogenannte „Greenspan-Put“ steht exemplarisch für eine derartige disputable Politik. Während der frühere US-Notenbankchef Haussen ihren freien Lauf ließ, nahm er Zinssenkungen vor, wenn sich eine Baisse abzeichnete und garantierte auf diese Weise dem Finanzsektor in Krisenzeiten die Unterstützung der Fed. So kann die nach dem Bersten der Internetblase stark expansive Geldpolitik als eine der maßgeblichen Ursachen für die spätere Blase auf dem US-Immobilienmarkt gesehen werden.<sup>350</sup> Über eine längere Zeit waren die Märkte mit übermäßiger Liquidität versorgt worden, wodurch sich die Risikoprämien so stark verringert hatten, dass für Investitionen im Grundstücksmarkt, aber auch für andere Anlagen, die tatsächlichen Risiken nicht mehr in angemessener Form abgebildet wurden. Ein hochgefährdeter Subprime-Markt wuchs auf diese Weise heran und die Entwicklung führte schließlich zur Bildung und zum späteren Aufplatzen der Immobilienblase, die anschließend sehr viele Privathaushalte in existenzielle Not versetzte. Auch nach Ausbruch der jüngsten Finanzkrise verweilen die Zinsen auf Kosten der Sparer wiederum auf historisch niedrigem Niveau. So senkten im Jahre 2008 die Fed und

---

<sup>348</sup> Benannt nach dem jährlichen Economic Symposium, das die regionale Fed von Kansas City im pittoresken Jackson Hole/Wyoming austrägt.

<sup>349</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 144 f.

<sup>350</sup> Vgl. zu fundamental ökonomischen Variablen versus durch Irrationalität bzw. psychologische Faktoren verursachte Wohnimmobilienpreisdynamiken Dorofeenko et al. (2011), S. 153 ff.

auch die Bank of England die Leitzinsen, zu denen sich die Geschäftsbanken kurzfristig Geld leihen, auf nahezu Null und die EZB auf nur noch ein Prozent ab. Geld ist jedoch kein öffentliches Gut und sollte mit einem Preis versehen sein, da andernfalls Fehlanreize hervorgerufen werden und erneut die Bildung von Blasen auf Realgütermärkten die Folge sein können. Insgesamt sollte die nach dem Zweiten Weltkrieg gravierendste Finanzkrise Anlass geben, die bislang vorherrschende Ansicht, dass Zentralbanken auf sich bildende Preisblasen grundsätzlich nicht direkt reagieren sollten, zu überdenken.<sup>351</sup>

### 3.5.2. Der Weg zur Subprime-Krise auf dem US-Immobilienmarkt

Der Markt für Immobilienfinanzierungen in den USA ist durch eine stark staatlich beeinflusste institutionelle Marktstruktur gekennzeichnet. Anders als in den Ländern Europas spielt der Hypothekarkredit eine zentrale Rolle in der Wirtschafts- und Sozialpolitik. Das in der Zeit des wirtschaftlichen Aufschwungs in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts geprägte Lebensgefühl des „American Dream“ fand auch als ein Baustein in der Wohnungspolitik in der Weise seinen Niederschlag, dass sozusagen jeder Amerikaner über eigenes Wohneigentum verfügen sollte. Der Besitz eines eigenen Hauses rechnet zum „American Way of Life“. Während in Deutschland nur rund 42 Prozent der Haushalte über eigene Immobilien verfügen, sind es in den USA rund 70 Prozent.

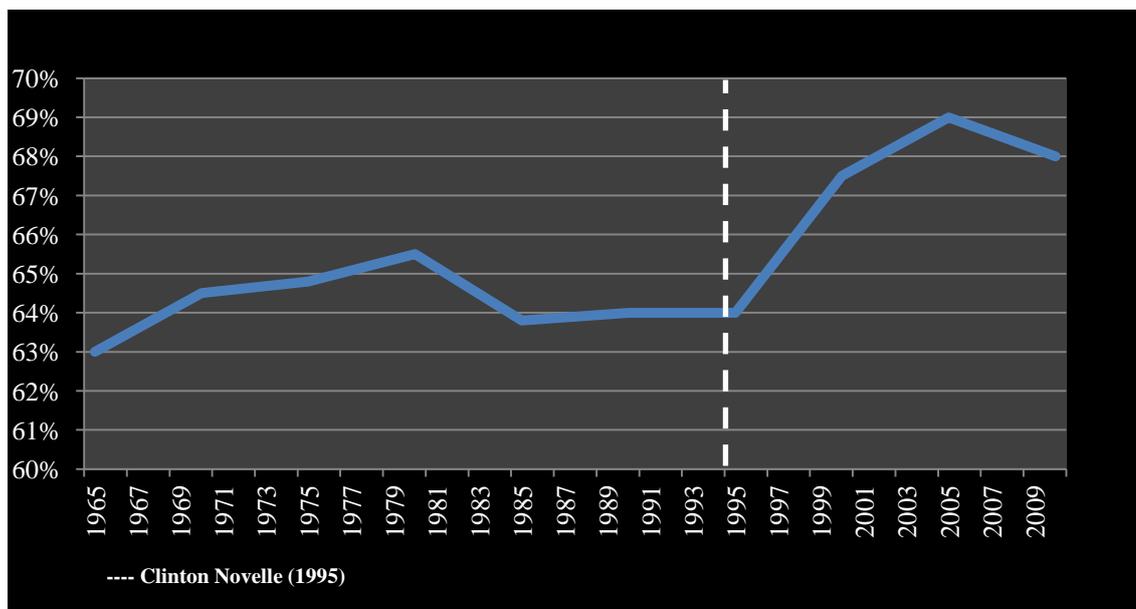


Abb. 8: Anteil der US-Haushalte mit Immobilienbesitz (1965-2008).<sup>352</sup>

<sup>351</sup> Vgl. Neumann (2009), S. 376.

<sup>352</sup> Eigene Darstellung in enger Anlehnung an Sinn (2009d), S. 122; zitiert nach U.S. Census Bureau (o.J.).

Die politischen Weichen für die aktive Absicherungs- und Sozialpolitik der US-Administration auf dem Hypothekenmarkt wurden bereits in den Dreißigerjahren unter dem damaligen Präsidenten F. D. Roosevelt gestellt. Ein staatliches Investitionsprogramm sollte nach der Weltwirtschaftskrise den Aufschwung bringen. Die Initiative unter dem Leitwort „New Deal“ war zwischen 1933 und 1943 durchaus erfolgreich und beinhaltete u.a. auch die Errichtung eines Systems von Agenturen und „Government Sponsored Enterprises“, die vor allem niedrigen und mittleren Einkommensschichten zu Wohneigentum verhelfen sollten. Bereits 1932 wurden die staatlich gestützten und von den Sparkassen als Kooperativen geführten regionalen Federal Home Loan Banks (FHLB) mit dem Ziel gegründet, für die lokale Immobilienfinanzierung die dafür erforderlichen Geldmittel bereitzustellen. Es folgte 1934 die Errichtung der Federal Housing Administration (FHA), bei der zum Vorteil der Kreditgeber eine Kreditausfallversicherung zu günstigen Konditionen abgeschlossen werden konnte. Mit dieser Maßnahme sollte die Last der in den Zwanzigerjahren noch üblichen langen Ansparphasen von den Schultern der Kreditnehmer genommen werden.<sup>353</sup>

Zum Pionier der Verbriefung von Hypothekenkrediten avancierten die Vereinigten Staaten bereits mit der im Jahre 1938 gegründeten öffentlich rechtlichen Agentur Federal National Mortgage Association (FNMA), der die Aufgabe zufiel, einen Sekundärmarkt für öffentlich garantierte Darlehen zu schaffen. Durch diese, auch als „Fannie Mae“ bezeichnete Hypothekenbank, nahm nunmehr auch der Staat in einem großen Umfang den Ankauf von Immobilienkrediten vor, die dieser in sein eigenes Portfolio übernahm, und über die Ausgabe staatlicher Schuldverschreibungen refinanzierte.<sup>354</sup>

Die hohen Staatsschulden nach dem Vietnamkrieg veranlassten die US-Regierung zu einer Korrektur der bis dahin gültigen Praxis des dualen Systems der Immobilienfinanzierung. So wurden zunächst die Aufgaben der FHA nur noch auf die Sicherung von Krediten an die Bezieher niedriger Einkommen begrenzt. Der Kreditmarkt für mittlere Einkommensschichten wurde aus der Fannie Mae abgespalten und von der zwar ebenfalls staatlich gestützten, aber privatwirtschaftlich organisierten und als „Freddie Mac“ bezeichneten Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) in Form einer weiteren Sekundärmarktinstitution abgedeckt. Mit dieser Maßnahme war es möglich, die betreffenden Kredittranchen fortan nicht mehr als Staatsschulden zu behandeln.

---

<sup>353</sup> Vgl. Dübel (2002), S. 4.

<sup>354</sup> Vgl. ebd., S. 6.

Die Zielsetzung der nach wie vor das Rückgrat des US-Immobilienmarktes bildenden Fannie Mae und Freddie Mac ist es, dem Hypothekenmarkt Liquidität zuzuführen. Ihr Geschäftsmodell ist zweigeteilt. Zum einen vergeben diese Institute Garantien für hypothekengesicherte Anleihen, was den Handel und die Kreditvergabe an Immobilienkäufer erleichtert. Zum anderen übernehmen sie von privaten Kreditinstituten Hypotheken, die nach Laufzeiten und Zinssätzen sortiert, in handelbare Wertpapiere zusammengepackt und anschließend am Rentenmarkt als Mortgage Backed Securities (MBS) emittiert und von Investoren wie etwa Versicherungen und Pensionskassen erworben werden. Durch den öffentlich-rechtlichen Charakter und der damit verbundenen impliziten Staatsgarantie fielen die Refinanzierungskosten von Fannie und Freddie auf dem Kapitalmarkt geringer aus als für private Mitbewerber. Noch bis zum Jahr 2007 waren die von beiden Instituten emittierten Bonds mit einem sehr guten Rating ausgestattet und wurden auch in größerem Ausmaß von europäischen Banken gezeichnet. Mit dem Preisverfall auf dem US-Immobilienmarkt erlitten allerdings auch die Kurse dieser durch Immobilien gesicherten Zinspapiere zum Teil drastische Abschlüge, ihr Handel kam sogar nahezu vollständig zum Erliegen. Obwohl die von beiden Immobilienfinanzierern ausgegebenen Bonds viele Jahre als sicher galten und mit einem von Staatsanleihen vergleichbaren Rating versehen waren, kamen nunmehr Zweifel über die Haftungsfrage des Staates bei beiden Instituten auf. Während einige Rechtsexperten den historisch bedingten starken staatlichen Einfluss und zusätzlich das Argument des „Too big to fail“ anführten, zogen andere das tatsächliche Obligo der öffentlichen Hand in Zweifel, zumal diesbezügliche rechtlich verbindliche Garantieverpflichtungen nicht niedergelegt waren.<sup>355</sup> Gegen Ende des Jahres 2008 meldeten beide Hypothekeninstitute schließlich einen Bilanzverlust in Höhe von sechs Milliarden Dollar, der mit einer faktischen Zahlungsunfähigkeit gleichzusetzen war. Zuvor waren die Investoren bereits durch den Kollaps von Carlyle Capital Corporation (CCC) im März 2008 aufgeschreckt worden, dem über 21 Milliarden Dollar schweren Hypothekenzweig der Private-Equity-Gesellschaft Carly Group, die vornehmlich in vermeintlich erstklassige Obligationen von Fannie und Freddie investiert war.

Das gesamte Volumen amerikanischer Privathypotheken beträgt etwa zwölf Billionen US-Dollar, wovon auf Fannie Mae und Freddie Mac ein Anteil von ca. 5.000 Mrd. US-Dollar entfällt, und zwar entweder direkt in ihren Büchern stehend oder in indirekter

---

<sup>355</sup> Vgl. Passmore (2005), S. 2.

Form über ausgegebene Garantien.<sup>356</sup> Eine Insolvenz dieser mittlerweile börsennotierten Unternehmen, die im Zuge der Kreditkrise zu massiven Abschreibungen auf ihre Kreditbestände gezwungen waren, hätte negative Signalwirkungen mit unabsehbaren Auswirkungen zur Folge gehabt. Aus diesem Grunde sah sich die US-Administration im September 2008 zur Verabschiedung eines Rettungspakets veranlasst, das die Unterstützung der angeschlagenen Hypothekeninstitute im Notfall mit massiven Krediten und Eigenkapital gewährleisten sollte. Die Maßnahmen beinhalten ferner staatliche Garantien für 400.000 hochverschuldete und durch Zwangsversteigerungen bedrohte Hauseigentümer, denen auf diese Weise Umschuldungen zu günstigen Bedingungen ermöglicht werden sollen. Beschlossen wurde des Weiteren im Rahmen des „Home Affordable Refinance Program“, dass über die beiden Immobilienfinanzierer vier bis fünf Millionen Hypothekenschuldner, die mit ihren Raten im Rückstand sind, günstigere Konditionen erhalten, um auf diese Weise ihre Eigenheime behalten zu können. Bis Ende 2012 wurde den beiden mit Milliardenverlusten kämpfenden Fannie Mae und Freddie Mac ferner ein unbegrenzter Kredit aus Steuermitteln eingeräumt. Mit diesem Schritt sollte dem Finanzmarkt signalisiert werden, dass die US-Administration fest hinter den staatlich kontrollierten Hausfinanzierern steht.<sup>357</sup> Der amerikanische Staat hält mittlerweile 80 Prozent der Anteile an beiden Hypothekenbanken, die bislang 145 Milliarden Dollar von der unlimitierten staatlichen Kreditlinie in Anspruch genommen haben. Im Falle einer weiteren ausbleibenden Konsolidierung am US-Immobilienmarkt könnten weitere Staatshilfen vonnöten sein.<sup>358</sup> Die US-Regierung arbeitet mit Hochdruck an einer Reformierung der Hypothekeninstitute, befürchtet wird jedoch bei zu radikalen Schritten eine Verschlechterung der Lage auf dem sensiblen amerikanischen Wohnungsmarkt.

Dem Interventionismus des unter dem US-Präsidenten Franklin D. Roosevelt initiierten New Deal wird von Teilen der Literatur Skepsis entgegengebracht, der schädliche Nebenwirkungen verursacht hat, wozu u.a. auch die Gründung der nicht marktkonformen halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac zählten.<sup>359</sup> Zusammen mit weiteren staatlichen Fehlsteuerungen im US-Steuerrecht mit dessen staatlichen Anreizen zum Erwerb privaten Wohneigentums und infolge des durch den 1977

---

<sup>356</sup> Vgl. Schulz (2008), S. 1.

<sup>357</sup> Vgl. o.V. (2009), S. 23.

<sup>358</sup> Vgl. o.V. (2010d), S. 17.

<sup>359</sup> Vgl. Sowell (2009), S. 164 ff.

beschlossenen „Community Reinvestment Act“<sup>360</sup> gegenüber Banken erzeugten Drucks, Hauskredite auch an bonitätsschwache Schuldner zu vergeben, kann die US-Hypothekenkrise in Verbindung mit extremer Niedrigzinspolitik als Ausgang einer ganzen Kette staatlicher Fehlsteuerungen interpretiert werden.<sup>361</sup>

### **3.5.3. Der amerikanische Häusermarkt als Beispiel eines Boom-Bust-Phänomens**

Aufgebaut hatte sich die desaströse Entwicklung auf dem amerikanischen Grundstücksmarkt über viele Jahre.<sup>362</sup> Die USA erlebten über längere Zeit einen beispiellosen Boom auf dem nationalen Immobilienmarkt. Die Eigenheimpreise haussierten mit zum Teil zweistelligen jährlichen Zuwachsraten<sup>363</sup> und die Erwartungen privater wie institutioneller Investoren schienen sich zu erfüllen (Self-fulfilling Prophecy). Für viele US-Bürger stellt das Wohneigentum darüber hinaus einen wichtigen Bestandteil der Altersversorgung dar. Die hohen Preissteigerungen und die Expansion auf dem Häusermarkt waren zunächst mit Blick auf das dortige Bevölkerungswachstum teilweise fundamental begründet, in einem immer stärkeren Maße wurde jedoch die Nachfrage nach Immobilien durch niedrige Zinsen zu stark angefacht und nahm spekulative Züge an. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Frühjahr 2000 hatte die Fed zunächst für umfangreiche Liquidität gesorgt und innerhalb weniger Jahre den Leitzins sukzessive von sechseinhalb (2001) auf einen Rekordtiefstand von nur noch ein Prozent (2004) abgesenkt, wodurch der Zins systematisch als Steuerungsinstrument der Wirtschaftspolitik ausgehebelt worden war.

Zugleich vollzog sich ein Wandel bei den Finanzierungspraktiken. Zu Letzteren rechnete u.a. die Vergabe von Subprime-Darlehen, deren Anteil am Neugeschäft zwischen 2001 und 2007 von sechs auf 20 Prozent stieg und die gegenüber Schuldnern geringerer Bonität vergeben wurden. Waren ehemals längere Kreditlaufzeiten mit festen Zinssätzen die Regel, setzten sich in der Phase historisch niedriger Zinsen zunehmend variable Modelle durch. Wohneigentum wurde damit auch für Geringverdiener („Subprime Borrowers“) erschwinglich, so dass mehr und mehr Interessenten mit extrem niedrigen

---

<sup>360</sup> Dieser wurde insbesondere von dem Ex-Präsidenten Bill Clinton nach seinem Amtsantritt 1995 weiter forciert (Clinton-Novelle). Vgl. Sinn (2009d), S. 120.

<sup>361</sup> Vgl. Horn (2009), S. 10.

<sup>362</sup> Zu den gravierenden Auswirkungen der Boom-Bust-Phase in Japan in den 1990er Jahren aufgrund einer zu lockeren Geldpolitik mit einer sich anschließenden zehnjährigen Stagnation im Vergleich, vgl. Westermann (2004), S. 70 ff.

<sup>363</sup> Vgl. Pech (2008), S. 3 ff.

variablen Zinssätzen und sogar ohne bedeutsame Eigenkapitalpolster zu Immobilienbesitz gelangten. Eine risikoreiche Variante beinhaltete hierbei der „Nur-Zins-Kredit“ (Interest-Only Loan). Bei diesem zahlt der Schuldner über mehrere Jahre ausschließlich Zinsen, während die Tilgung zunächst ausgesetzt bleibt. Die Hypothekenbanken hatten darüber hinaus sogar sogenannte negative Amortisierungskredite (Negative-Amortization Loans) im Angebot, bei denen Teile der anfallenden Zinsen der Kreditsumme zugeschlagen wurden. Zur Reduzierung der monatlichen Belastung für niedrige Einkommensbezieher kamen ferner Hypothekenverträge zum Abschluss, denen eine Laufzeit von bis zu 50 Jahren zugrunde lag. In nicht wenigen Fällen wurde die Gelegenheit großzügiger Kreditgewährung von den US-Konsumenten darüber hinaus genutzt, in die Besicherung ihrer Immobilien auch noch die Finanzierung eines Autokaufs oder die überzogene Kreditkarte aufzunehmen.

Es waren zudem politische Entscheidungen der US-Administration, die einer übertriebenen staatlichen Wohnraumförderung mittels massiver steuerlicher Anreize Vorschub leistete. So konnten die Zinsen für Hypotheken sowie anfallende Haus- und Grundsteuern einkommenssteuerrechtlich geltend gemacht werden, auch blieben spätere Wertsteigerungen der Immobilien bei deren Verkauf ebenfalls teilweise von der Steuer befreit. Während etwa deutsche Kreditnehmer bei der Immobilienfinanzierung ihres Wohneigentums auch mit dem Privatvermögen in Haftung sind, ist in den USA, wo nur Haus und Grundstück der Haftungsmasse zugerechnet werden, ein erweitertes Zugriffsrecht auf den Schuldner nicht vorhanden. Die Banken nutzten diese Anreize für ihre Verkaufsförderung und heizten darüber hinaus das Immobiliengeschäft mit aggressiven Werbemethoden und hohen Prämien durch dafür eigens geschulte Kreditvermittler an.

Den Hypothekenbanken war die starke Ausdehnung ihres Kreditgeschäfts mit Blick auf die Einhaltung von Eigenkapitalquoten möglich, weil im Zuge der Entwicklung neuer Finanzinnovationen ihre Darlehensforderungen verbrieft und die Ausfallrisiken sonach von der Bilanz genommen und auf andere Investoren ausplatziert werden konnten. Das auf diese Weise praktizierte Verfahren des „Originate and Distribute“ trug damit maßgeblich zur Ausweitung der Kreditvolumina bei und entwickelte sich zu einer der Keimzellen der Finanzkrise auch über die Grenzen der USA hinaus. Besonders nachteilig wirkte sich dabei das stark ansteigende Kreditvolumen im Subprime-Bereich aus. Während sich zwischen den Jahren 2000 und 2007 das gesamte Hypothekenvolumen

verdoppelt hatte, vervielfachte sich im gleichen Zeitraum der Umfang von Subprime-Krediten.<sup>364</sup>

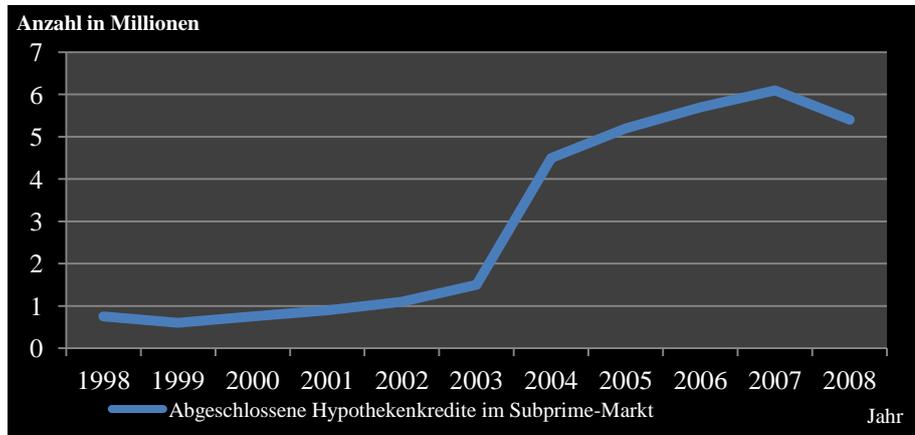


Abb. 9: Anzahl der abgeschlossenen Hypothekenkredite im Subprime-Markt (1998 bis 2008).<sup>365</sup>

Die von den Banken mit angefachte hohe Nachfrage nach Immobilien verlieh den Hauspreisen starken Auftrieb: Dem S&P/Case-Shiller-Index zufolge verteuerten sich die Eigenheime zwischen 1997 und 2006 um 124 Prozent. Seit 2000 betrug die jährlichen Preissteigerungen auf dem Immobiliensektor durchschnittlich sieben Prozent, während von 1975 bis 2000 im Durchschnitt nur eine Preissteigerungsrate von 1,8 Prozent p.a. zu verzeichnen gewesen war.<sup>366</sup> Bedrohlich wurde die Lage, als das anhaltende Käuferinteresse die Vermögenspreise auf Niveaus ansteigen ließ, die jedweder ökonomisch fundierten Grundlage entbehrten, und der irrationale Überschwang der Marktteilnehmer zu einer Blase auf dem amerikanischen Häusermarkt führte. Als überdies die US-Notenbank eine Korrektur ihrer bisherigen Tiefzinspolitik einläutete und die Leit-zinsen aufgrund eines sich aufbauenden inflationären Drucks schrittweise wieder nach oben schleuste, verteuerten sich dadurch die variablen Kreditzinsen und immer mehr Hausbesitzer kamen mit ihren Ratenzahlungen in Rückstand. Wohneigentum wurde daraufhin in steigender Anzahl zum Verkauf gestellt, zudem häuften sich Fälle von Zwangsversteigerungen. Allein im Jahr des Ausbruchs der US-Immobilienkrise betrug die Anzahl der mit hohen sozialen Kosten verbundenen Zwangsvollstreckungen bereits 1,5 Millionen.<sup>367</sup> Die Entwicklung zeigte sehr schnell ihre Wirkung auf die Hauspreise, deren Abwärtstrend schließlich nicht mehr aufzuhalten war. Millionen von Wohnim-

<sup>364</sup> Vgl. Fendel/Frenkel (2009), S. 78 ff.

<sup>365</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Sinn (2009d), S. 123 (zitiert nach Mortgage Bankers Association of America, National Delinquency Survey).

<sup>366</sup> Vgl. Standard and Poor's (2009).

<sup>367</sup> Vgl. White (2009), S. 15.

mobilien in den USA wurden unverkäuflich. Abrupte Preiskorrekturen mit negativer Durchschlagskraft auf die Realwirtschaft waren die Folge.<sup>368 369</sup> Die Flut von Zwangsversteigerungen hält bis zum heutigen Tag an und erweist sich als ein bedeutendes Hindernis zur Erholung der Wirtschaft in den USA. Mit Blick auf den im Jahre 2012 anstehenden US-Wahlkampf hat Präsident Obama erneut Staatshilfen für Hauseigentümer versprochen, nachdem das diesbezüglich bisherige Hilfsprogramm nur mäßige Erfolge hervorbrachte.

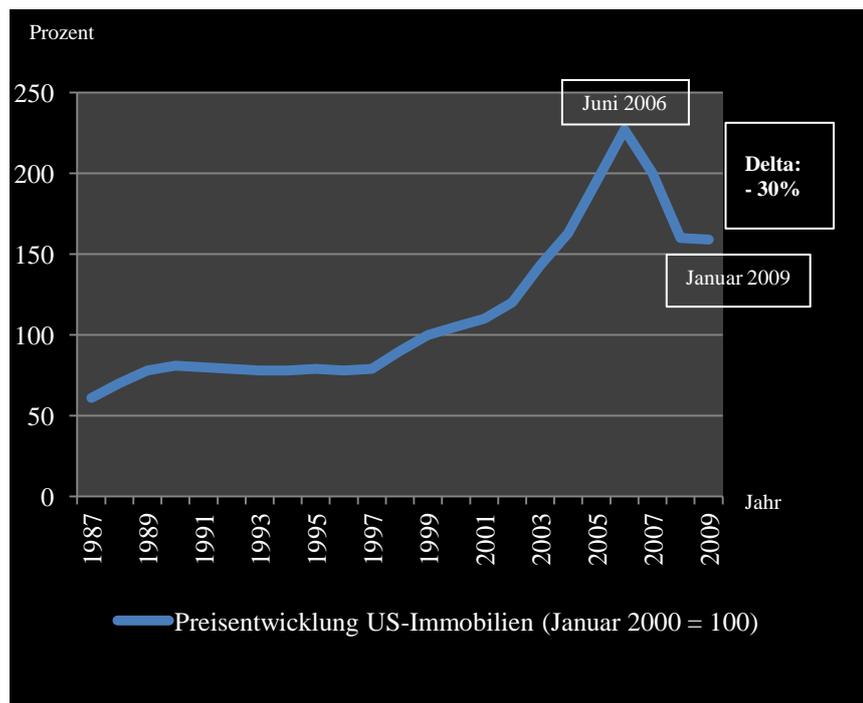


Abb. 10: Starker und abrupter Wertverfall amerikanischer Immobilien.<sup>370</sup>

Aufgrund dieser Gesamtentwicklung können nur noch geringe Zweifel bestehen, dass der starke Anstieg der US-Hauspreise in dem Jahrzehnt nach 1996 destabilisierende Auswirkungen auf die westliche Welt hatte, wobei außerhalb der Vereinigten Staaten im europäischen Raum Großbritannien, Spanien, Irland und Estland ebenfalls von einer Überdehnung des Immobiliensektors betroffen waren.<sup>371</sup>

<sup>368</sup> Zu den Auswirkungen von Vermögenspreisblasen auf die Realwirtschaft am Beispiel von acht asiatischen Ländern vgl. Gochoco-Bautista (2008), S. 1 ff.

<sup>369</sup> Vgl. BMWi (2007), S. 7 f.

<sup>370</sup> Eigene Darstellung in sehr enger Anlehnung an Sinn (2009d), S. 49; Daten von Standard and Poor's (Stand: März 2009).

<sup>371</sup> Vgl. Welfens (2011), S. 21.

### 3.5.4. Der Kollaps des Interbankenmarkts

Beim Interbankenmarkt handelt es sich um den internen Kreditmarkt des Bankensektors. Überschüsse und Defizite an Liquidität der Kreditinstitute bilden seine Basis. Es ist die Absicht der Kreditgeber, vorhandene Liquiditätsbestände zinswirksam anzulegen, die Nachfrager wollen einen sich abzeichnenden Liquiditätsengpass durch Kreditaufnahme überbrücken.<sup>372</sup> Eine wichtige Rahmenbedingung hierfür ist das Vorhandensein von Markttransparenz, d.h. die Abwesenheit von Informationsasymmetrien zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern. Liegen jedoch ungleich verteilte Informationen auf Märkten vor, sind Funktionsstörungen die Folge.

Von Informationsdefiziten war im Verlauf der Kreditkrise der Interbankenmarkt in Mitleidenschaft gezogen worden, der buchstäblich austrocknete – ein bis dahin für lange Zeit nicht für möglich erachtetes Phänomen. Diese Entwicklung äußerte sich durch extrem hohe Zinsraten im Interbankenhandel, insbesondere bei längeren Laufzeiten. So stiegen die Spreads zwischen der London Interbank Offer Rate (LIBOR) und dem Overnight Index Swap (OIS) in verschiedenen Laufzeitbereichen auf dem Gipfel der Krise über 300 Basispunkte an, verglichen mit nur 10 Basispunkten von vor der Krise.<sup>373</sup> Beim LIBOR-OIS-Spread handelt es sich um einen der wichtigsten Risikoparameter im jeweiligen Geldmarktbereich. Während auf der Grundlage des LIBOR die Kreditgewährung der Banken untereinander als riskant anzusehen ist, werden zum OIS nur Zinsen getauscht, so dass dieser als ein risikoloser Satz zu betrachten ist. Gründe für die enormen Differenzen, die zum vollständigen Austrocknen des Interbankenmarktes führen können, waren die Verletzung wichtiger Transparenzbedingungen und fehlendes gegenseitiges Vertrauen der Banken untereinander. Während die Subprime-Krise in ihrer ersten Phase zunächst auf das spezielle Subprime-Segment und Immobilienbanken in den USA begrenzt war, griff diese schnell auf andere international aktive Finanzdienstleister über. Betroffen waren vor allem Banken, die entsprechende Kreditverbriefungen aus dem US-Immobiliengeschäft auf ihren eigenen Büchern hielten. Der hieraus bei nahezu allen größeren Geldhäusern in den USA und Europa resultierende bilanzielle Abschreibungs- und Wertberichtigungsbedarf sorgte – zusammen mit der Unkenntnis noch vorhandener zusätzlicher Risiken – für generelle Verunsicherung. Die Situation nährte Befürchtungen, durch das Kontrahentenrisiko infolge möglicher Bankinsolven-

---

<sup>372</sup> Vgl. Schiller/Tytco (2001), S. 6 f.

<sup>373</sup> Vgl. Acharya/Skeie (2011), S. 436 ff.

zen in Anspruch genommen zu werden. In der Tat wäre diese Besorgnis schon aufgrund des Beinahe-Konkurses der US-Investmentbank Bear Stearns bereits im Mai 2008 Wirklichkeit geworden, die in letzter Minute durch die US-Bank JP Morgan aufgefangen wurde.<sup>374</sup> Ausgelöst wurde die Krise um Bear Stearns durch die Sorge einiger Geschäftspartner, dass dieses Investmenthaus Verpflichtungen aus Verträgen mit Derivaten nicht mehr nachkommen könnte und deshalb ihre Engagements auflösen. Der bei Bear Stearns noch vermiedene Zusammenbruch sollte allerdings darauf bei der vormals New Yorker Investmentbank Lehman Brothers wenige Monate später im September 2008 Wirklichkeit werden. Nachdem dieses Finanzinstitut einen fast vier Milliarden US-Dollar betragenden Quartalsverlust vermeldete und daraufhin eilig initiierte Verkaufsbemühungen eigener Vermögenswerte gescheitert waren, beantragte diese Bank Insolvenz nach Chapter 11 des amerikanischen Insolvenzrechts. Die US-Regierung war nach den bereits erfolgten Stützungsmaßnahmen gegenüber Bear Stearns und der Belastungen, die aus der Finanznot der Hypothekeninstitute Fannie Mae und Freddie Mac bereits resultierten, nicht mehr willens, eine weitere Bank mit staatlichen Garantien aufzufangen. Diese Entscheidung wurde entgegen der ansonsten vorherrschenden Doktrin des „Too big to fail“ getroffen, was schließlich zum physischen Niedergang des vormals renommierten Investmenthauses Lehman Brothers führen sollte.

Zuvor waren jedoch die Finanzmärkte bereits durch ein Vorkommnis in Großbritannien in Alarmstimmung versetzt worden. Dort geriet das fünftgrößte Hypothekeninstitut Northern Rock durch einen plötzlichen Vertrauensverlust in existenzielle Not, nachdem auch in Großbritannien Befürchtungen über eine Immobilienblase immer stärkere Nahrung fanden. Auch dieses Institut sah sich aufgrund entstandener Liquiditätsverknappung großen Refinanzierungsproblemen gegenüber, zumal das Management in starkem Maße auf die Erzielung hoher Kapitalmarktrenditen mittels kurzfristiger Refinanzierung vertraut hatte. Besorgte Bankkunden forderten ihre Einlagen zurück, ein Run auf Sparguthaben setzte ein. Letzten Endes konnte im Februar 2008 nur noch eine Verstaatlichung die Northern Rock vor ihrem Untergang bewahren. Ein ähnliches Schicksal sollte alsdann wiederum in den USA im Juli 2008 die zweitgrößte US-Hypothekenbank IndyMac erfahren, die die US-Bankenaufsichtsbehörde in Obhut nahm. Aus Angst vor einem Zusammenbruch hatten auch dort immer mehr Kunden ihre Gelder abgezogen.

---

<sup>374</sup> Vgl. o.V. (2008a), S. 24 f.

Das auf dem Interbankenmarkt zum Vorschein kommende Marktversagen lässt sich mit der bereits oben dargestellten Logik des Gefangenendilemmas hinreichend erklären.<sup>375</sup> Seit Ausbruch der Krise waren wichtige Transparenz-Bedingungen systematisch verletzt worden. Zwischen potenziellen Kreditgebern und -nehmern herrschte gegenseitiges Misstrauen vor. Diese Situation führte zur Verweigerung der Kreditvergabe, weil die Risiken der jeweiligen Gegenparteien kaum noch abzuschätzen waren. Selbst Adressen mit noch ausgezeichneter Bonität war der Zugang zum Interbankenmarkt versagt. Es sind Abweichungen zwischen dem, was für den Einzelnen rational ist, und was aus kollektiver Sichtweise optimal wäre, die in solchen extremen Marktsituationen Bedeutung erlangen. Obwohl gerade in Krisenzeiten die Kreditversorgung auf dem Interbankenmarkt zur Vermeidung unerwünschter Kettenreaktionen aus gemeinschaftlicher Sicht zielführender wäre als eine Kreditverweigerung, zog die einzelne Bank aus Sicherheitsmotiven lieber hohe Liquiditätsreserven vor und versagte die Einräumung von Kreditlinien, was den Kollaps des gesamten Interbankenmarktes zur Folge hatte.<sup>376</sup>

### **Dilemmastruktur Nr. 5: Das Marktversagen**

#### **1. Das Verhalten der Banken vor Ausbruch der Finanzkrise**

Im Zentrum der Überlegungen steht das zur Subprime-Krise führende Herdenverhalten von Banken, welches individuell rational, jedoch kollektiv ein Fehlverhalten darstellt. Immer mehr Finanzinstitute partizipierten an der starken Nachfrage nach Immobilien. Mit aggressiven Werbemethoden machten Kreditmakler ungeachtet der Kreditwürdigkeit buchstäblich Jagd auf Eigenheiminteressenten, wohl wissend, dass diese Geschäftspraktiken den Tugenden eines ordentlichen Kaufmanns entbehrten und nicht unbegrenzt so weitergehen konnten. Während im klassischen Kreditgeschäft Banken die von ihnen ausgelegten Kredite in ihren Büchern bis zur Endfälligkeit halten, wurden mit dem Einzug neuer derivativer Finanzinstrumente die Kreditforderungen auf Zweckgesellschaften übertragen, gebündelt und die neu konzipierten Wertpapiere an institutionelle wie auch private Investoren weiterveräußert. Auf diese Weise war es den Hypothekenbanken aufgrund der damit verbundenen bilanziellen Entlastung möglich, Liquidität zu erhalten und gebundenes Eigenkapital wieder freizusetzen sowie immer wieder aufs Neue

<sup>375</sup> Vgl. Bieta et al. (2008), S. 14.

<sup>376</sup> Vgl. ebd.

an dem hohen Kreditbedarf zu partizipieren. Das Ausfallrisiko der Kredite verteilten dabei die Conduits, die die Hypothekendarlehen teilweise mit anderen Kreditverpflichtungen aus Leasing-, Konsumenten- und Ausbildungsverträgen sowie Kreditkartenschulden vermischten und im Wege der Verbriefung kapitalmarktreif machten, auf die weltweiten Abnehmer der Kreditderivate. Hierbei hatten die gutgläubigen Investoren den diesen Anleihen zuteil gewordenen Bestnoten der Ratingagenturen ihr Vertrauen geschenkt. Der Verbriefungsprozess gestaltete sich allerdings zusehends vertrackter, indem die Papiere immer wieder neu in vermeintlich sichere und riskantere Tranchen zerlegt und vermischt worden waren. Je nachdem, wie hoch das einzelne Risikoprofil im Portfolio zu bewerten war, konnten von Investoren relativ hohe Renditen vereinbart werden. Am Ende ging allerdings die Transparenz über die wahren Risiken verloren und der Komplexität der strukturierten Finanzpakete wurde man nicht mehr Herr.

Auch bei den institutionellen Investoren als den Abnehmern verbriefter Hypothekenkredite spielten wiederum rechtlich selbständige Zweckgesellschaften als Bestandteil eines Schattenbankensystems eine wichtige Rolle, die im Gegensatz zu Banken keinen vergleichbaren regulatorischen Eigenkapitalregelungen unterworfen sind. Der Geschäftszweck dieser Finanzfirmen gründete sich in der Hauptsache auf den Erwerb hochverzinslicher und forderungsbesicherter Anleihen aus dem US-Immobilienmarkt. Für die beteiligten deutschen Banken war die Übertragung von Wertpapierbeständen auf ihre Zweckgesellschaften deshalb von Vorteil, weil das deutsche Handelsrecht eine bilanzielle Konsolidierung ihrer Conduits nicht vorsah, so dass sie im Jahresabschluss weitgehend unsichtbar blieben.<sup>377</sup> Somit konnten die bankspezifischen Risiken (Ausfallrisiko, Zinsänderungsrisiko und das Risiko der Anschlussfinanzierung) von der Bankbilanz genommen werden, so dass eine anteilige Unterlegung mit Eigenkapital nicht erforderlich wurde.<sup>378</sup> Die von den Conduits erworbenen langfristigen Aktiva waren zudem in Umsetzung ihrer Strategie der Fristentransformation mit kurzfristigen Geldmarktpapieren gegenfinanziert worden. Die Zweckgesellschaften selbst waren aufgrund ihrer rechtlichen Selbständigkeit zwar vor etwaigen Finanzproblemen der hinter ihnen stehenden Banken geschützt, was üblicherweise jedoch nicht umgekehrt der Fall war. In der Praxis bestanden vielmehr Liquiditäts- und Beistandszusagen der Banken für ihre

---

<sup>377</sup> Nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS gelten mittlerweile strengere Konsolidierungsregeln.

<sup>378</sup> Vgl. Franke/Krahen (2007), S. 13.

Zweckgesellschaften, was sich für Letztere in besseren Ratings und damit niedrigeren Finanzierungskosten auszahlte. Eine Risikoverschärfung erfolgte hierbei zusätzlich deshalb, weil das Engagement einzelner Banken über Conduits unter Ausnutzung des Leverage-Effekts teilweise ein Mehrfaches ihres Eigenkapitals betrug. Auf diese Weise war es den Finanzinstituten möglich, sehr hohe Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften, ohne die sonst üblichen Risikostandards einzuhalten.

Bei der hier zum Vorschein kommenden Regulierungsarbitrage in Form der Nutzung von Zweckgesellschaften befinden sich die Kreditinstitute in einer Situation analog dem Gefangenendilemma. Wenn regulatorische Freiräume im Gebrauch von solchen Finanzgesellschaften zur Steigerung der Eigenkapitalrenditen generell existieren, kann sich ein individuelles Bankinstitut kaum diesen über längere Zeit durchaus ertragreichen Möglichkeiten entziehen, da es andernfalls im Vergleich mit den (besseren) Ergebnissen der Konkurrenz im Markt zurückfiel. In diesem Kontext wirkten ferner die auf Kurzfristigkeit und Aktienkursentwicklung fixierten Besoldungssysteme verstärkend, die die Finanzmanager beim Streben nach hoher Rendite auf die Erzielung möglichst schneller Boni fokussieren ließen. Zudem wurden Steuervorteile realisiert, indem eine größere Anzahl von Zweckgesellschaften in Offshore-Zentren bzw. Steueroasen domizilierten, wobei die Gewinntransfers von dort zu den Banken teilweise als Vergütungsprovisionen für erbrachte Dienstleistungen verschleiert wurden.<sup>379</sup>

Im Zuge notleidender Immobilienkredite in den USA verzeichneten die verbrieften Hypothekenkredite der relativ guten Ratings zum Trotz erhebliche Wertverluste. Daraufhin versiegten die Refinanzierungsquellen der in finanziellen Schwierigkeiten befindlichen Conduits und diese mussten von ihren Eignerbanken aufgefangen werden. Sind die Kurse bestimmter Wertpapiere von einer stärkeren Abwärtsspirale betroffen und bleiben Marktakteure im Ungewissen, wann dieser Trend zum Stillstand kommt, reagieren Banken rational, wenn sie das Eingehen neuer Risiken vermeiden und ihre Wertpapierbestände noch zu möglichst hohen Kursen veräußern bzw. sich bei neuen Anschaffungen zurückhalten. Das Bankverhalten wird in dieser Lage wiederum von der Logik des Gefangenendilemmas geleitet. Informations- und Anreizprobleme verhindern in solchen Situationen die Zusammenarbeit zum gegenseitigen Vorteil, d.h. die Existenz von Dilemmastrukturen lässt die eigeninteressierten Aktivitäten der im Wettbewerb stehen-

---

<sup>379</sup> Vgl. Francke (2008), S. 4.

den Finanzmarktakteure bei individuell rationalem Verhalten in eine Richtung lenken, die begleitet von unzulänglichen institutionellen Stützen im Kollektiv suboptimale, ja in Anbetracht der gravierenden Auswirkungen der gegenwärtigen Finanzkrise katastrophale Ergebnisse hervorbrachte. Bieta und Milde führen bei diesem kollektiven Fehlverhalten an, dass herkömmliche Portfoliotheorien strategische Interdependenzen bei Entscheidungen vermissen lassen, d.h. dass auf Entscheidungen eines Marktteilnehmers definitorisch keine Reaktionen anderer Marktakteure folgen. Dagegen verknüpfe die Spieltheorie systematisch Aktionen und Reaktionen einer Vielzahl von Entscheidern, wobei das strategische Spielerverhalten durch das Nash-Gleichgewicht bestimmt wird.<sup>380</sup>

Bieta/Milde stellen die Durchführung einer SPV-Transaktion aus der Sicht zweier Banken A und B spieltheoretisch dar und demonstrieren anhand einer einfachen Spielanalyse, weshalb das zu beobachtende Herdenverhalten mit der breiten Nutzung von Zweckgesellschaften unvermeidlich war, das zum Ausbruch der weltweiten Finanzkrise führte:

*Anfang spieltheoretische Analyse Bieta/Milde:*<sup>381</sup>

„Jede Bank kann zur Durchführung einer SPV-Transaktion entweder <<Ja (J)>> oder <<Nein (N)>> sagen. Damit erhalten wir für Bank A die Strategien <<JA>> und <<NA>>; für Bank B erhält man die Strategien <<JB>> und <<NB>>. Daraus folgen die Strategiekombinationen: <<JA/JB>>, <<JA/NB>>, <<NA/JB>> und <<NA/NB>>. Für die Bank A ist folgende Strategiekombination die beste, die zweitbeste usw.:

- (1) JA/NB
- (2) NA/NB
- (3) JA/JB
- (4) NA/JB

Für Bank A ist das beste Ergebnis, wenn Bank B <<Nein (N)>> sagt, denn Bank A sieht die wachsenden Risiken für den Bankensektor, wenn weiter unkontrolliert SPV-Transaktionen durchgeführt werden. Für die Bank A selber steht dagegen die Ausnutzung der individuellen Vorteile, die eine SPV-Struktur bietet, ganz oben in der Bewertungsordnung. Daher wird <<JA>> von Bank A besser bewertet als <<NA>>. Für Bank

<sup>380</sup> Vgl. Bieta/Milde (2008), S. 42.

<sup>381</sup> Im Folgenden ebd., S. 42 f. (Tabellenform leicht abgewandelt).

B gilt die analoge Argumentation:

- (1) JB/NA
- (2) NB/NA
- (3) JB/JA
- (4) NB/JA

**Spiellösung: Das schlechteste Ergebnis gewinnt.**

Werden die Rangordnungen der beiden Tabellen verknüpft, erhält man eine Bewertungsmatrix (vgl. Tabelle). Die vier Felder der Matrix stehen für die vier Strategiekombinationen. Jedes Feld der Matrix enthält zwei Ordnungszahlen. Die erste Zahl gilt für den Zeilenspieler (Bank A); die zweite Zahl gilt für den Spaltenspieler (Bank B).

Tabelle : Bewertungsmatrix

		Bank B	
		JB	NB
Bank A	JA	(3/3)	(1/4)
	NA	(4/1)	(2/2)

Dem Nash-Gleichgewicht, d.h. derjenigen Strategiekombination, von der kein Spieler abweicht, wenn der Gegenspieler daran festhält, entspricht <<JA/JB>> in der Tabelle. Hier sind die Bewertungen (3/3). Keine Bank wird von (3/3) abweichen, weil sich keine Bank von Platz 3 auf Platz 4 verschlechtern will; beide Banken werden die SPV-Transaktion durchführen. Dieses Ergebnis gilt auch, wenn mehr als zwei Banken betrachtet werden. Wenn alle das Gleiche tun, spricht man von Herdenverhalten. Es führt dazu, dass alle Banken die risikoreiche SPV-Strategie wählen. Dieses Verhaltensmuster konnte in den Verbriefungsmärkten bis zum Sommer 2007 beobachtet werden.

**Drang zum Fehlverhalten**

Ein zweiter Blick auf die Tabelle ist irritierend. Warum haben die Banken nicht <<NA/NB>> gewählt, wenn das Ergebnis (2/2) doch für beide Banken eindeutig besser ist als die <<Nash-Lösung>>? In <<NA/NB>> lehnen alle Banken Hochrisikostراتيجien ab, und angesichts der hohen Gesamtrisiken ist das für alle Banken die bessere Entscheidung. Aus der kollektiven Sicht des Bankensektors ist (2/2) eindeutig die bessere Lösung.

Doch leider ist das nicht die Sicht einer Einzelbank. Jede Bank wird aus egoistischem Eigeninteresse von (2/2) auf (4/1) oder (1/4) ausweichen. Das Ende des Anpassungsprozesses ist (3/3). Das Phänomen, dass egoistisches Verhalten eine für alle Akteure bessere Lösung verhindert, wird in der Spieltheorie als Gefangenen-Dilemma bezeichnet.

Man sieht: Hätte nur eine einzelne Bank die riskante SPV-Transaktion durchgeführt, wäre die Aktion ungefährlich gewesen. Die Spielanalyse zeigt, warum sich die gesamthaft gute Lösung – die Ablehnung der SPV-Transaktion – nicht durchsetzen konnte.

Aus der individuellen Bankensicht haben die Manager nichts falsch gemacht, doch sie haben offensichtlich nie über den Tellerrand der eigenen Bank zu schauen gelernt, es zählt nur der Aktienkurs des eigenen Instituts. Ein kollektives Verantwortungsbewusstsein ist nicht vorhanden. Der Egoismus<sup>382</sup> basiert auf dem fehlenden Verständnis für strategisches Denken und dieses intellektuelle Defizit wird sich kurzfristig nicht beseitigen lassen.“

*Ende spieltheoretische Analyse Bieta/Milde.*

## **2. Verhalten der Banken nach Ausbruch der Finanzkrise**

Die Finanzkrise führte nach der Immobilien- und der sich anschließenden Bankenkrise zu einem Vertrauensverlust unter den Finanzinstituten, der den Zusammenbruch des ganzen Interbankenmarktes, der in normalen Zeiten mit hoher Effizienz funktioniert und von gegenseitiger Verlässlichkeit geprägt ist, zur Folge hatte.<sup>383</sup> Auslöser war die im September 2008 erfolgte Insolvenz der US-Investmentbank Lehmann Brothers, die die bis dahin bestandene Doktrin, dass Regierungen systemrelevante Banken im Zweifel vor ihrem Konkurs bewahren („Too big to fail“), ihre Gültigkeit verlieren ließ. Zuvor war bereits mit Bear Stearns eine weitere US-Investmentbank aufgrund der Subprime-Krise in Schwierigkeiten geraten und aufgrund eines unter Mitwirkung der Federal Reserve geschnürten Rettungspaketes von JPMorgan Chase übernommen worden. Fortan herrschte unter den Finanzinstituten Misstrauen vor, dass einzelne Banken in Zahlungsschwierigkeiten geraten und folglich ihren Verbindlichkeiten aus den Geldmarktge-

<sup>382</sup> Es soll darauf hingewiesen werden, dass der von Bieta/Milde verwendete Begriff „Egoismus“ im Kontext der zugrunde liegenden Anreizproblematik um den Gedanken der präventiven Gegendefektion zu erweitern ist. Danach geht kein Spieler eine Vereinbarung ein, um sich nicht der Gefahr der Ausbeutung seiner Mitspieler auszusetzen.

<sup>383</sup> Zu einem historischen Überblick von Banken Krisen vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 462 ff.

schäften nicht mehr nachkommen könnten. Der außerordentlich wichtige Liquiditätsausgleich zwischen den Banken kam aufgrund dieser Marktentwicklung daraufhin zum Versiegen. Überdies sprang der Virus der Unsicherheit auf private Bankkunden über, indem diese ihren Hausbanken ebenfalls das Vertrauen entzogen. Als erstes Finanzinstitut wurde von der Liquiditätsverknappung am Geldmarkt die englische Northern Rock von einem Ansturm ihrer Klientel und einem massenhaften Abzug von Einlagen in Mitleidenschaft gezogen. Ein länderübergreifender Bank Run rückte in greifbare Nähe. Das Gesamtverhalten der Marktteilnehmer ist in Situationen dieser Art durch das Fehlen von Markttransparenz geprägt.<sup>384</sup> Liegen große Informationsasymmetrien zwischen den Marktparteien vor, ist Marktversagen oder sogar ein Marktkollaps die Folge.<sup>385</sup> Die Haltung sowohl der Kreditinstitute im Interbankengeschäft, Liquidität zu horten, als auch die der Sparer, die um ihre Guthaben fürchteten, ist individuell rational erklärbar: Die Marktteilnehmer befinden sich auch hier in der klassischen Situation des Gefangenendilemmas. Aus kollektiver Sicht führt die Summation dieser Verhaltensweisen in die soziale Falle. Nur sofortige, von den Regierungen in großem Umfang abgegebene Staatsgarantien, konnten das Marktversagen überwinden und ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindern.<sup>386</sup>

Obwohl die Bundesregierung zum einen sämtliche Spareinlagen mit einer Staatsgarantie versehen hatte und zum anderen ein umfangreiches Maßnahmenbündel zur Stabilisierung der Finanzmärkte und der Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit von Finanzinstituten mit dem im Mittelpunkt stehenden Finanzmarktstabilisierungsgesetz implementiert hatte, war es der Bankenwelt immer noch nicht möglich, sich aus dem Gefangenendilemma zu befreien. Die im Interbankenmarkt noch existente Blockade der Kreditvergabe hatte sich selbst nach den oben erwähnten staatlichen Haftungszusagen noch nicht aufgelöst. Der Grund hierfür war in der zu diesem Zeitpunkt bestandenen Zweiteilung der Banken in jene Institute, die der Staatshilfe bedurften und solchen, die diese nicht nötig hatten, zu sehen. Erstere befürchteten im Falle der Inanspruchnahme staatlicher Leistungen als ein nach außen wirkendes Eingeständnis der Hilfsbedürftigkeit mit entsprechenden Reputationseinbußen und nutzten die angebotenen Finanzhilfen nicht. Zum Aufbrechen dieser Dilemmastruktur bedienten sich einige europäische Regierungen des

---

<sup>384</sup> Zu Bank Runs vgl. Reinhart/Rogoff (2010), S. 221 ff.

<sup>385</sup> Vgl. Bieta et al. (2008), S. 14.

<sup>386</sup> Vgl. ebd.

zwangsweisen Gebrauchs staatlicher Stützen, deren Inanspruchnahme für alle Kreditinstitute in diesem Fall zur Pflicht wurde.

### **3.6. Die mit Dilemmastrukturen behaftete wechselseitige Beziehung zwischen Geldpolitik und Finanzsystemstabilität**

Dem Einfluss- und Wirkungsbereich geldpolitischer Entscheidungen fällt im Kontext mit der Weltfinanzkrise eine dreifache Bedeutung zu. Erstens ist die Frage aufzuwerfen, inwieweit die Niedrigzinspolitik der Notenbanken die starken Verwerfungen auf den Märkten selbst mit verursacht hat und zweitens, ob die Geldpolitik weiterhin ihre immer noch extrem niedrigen Leitzinsen beibehalten und damit erneut Fehlentwicklungen in der Wirtschaft riskieren soll. Schließlich hält die Diskussion darüber an, ob Notenbanken in Erweiterung ihrer klassischen Aufgabe der Bekämpfung von Verbraucherpreis-inflationen auch gegenüber sich abzeichnenden Blasenbildungen auf Vermögensmärkten ebenfalls Kontroll- und Steuerungsfunktionen übernehmen sollen.

#### **3.6.1. Die geldpolitische Kontroverse bei der Ursachenanalyse zur Finanzkrise**

Die Kausalität expansiver Geldpolitik mit der Gefahr entstehender Boom-Bust-Zyklen auf Vermögensmärkten wird kontrovers diskutiert. Der Lesart des ehemaligen US-Notenbankchefs Alan Greenspan<sup>387</sup> zufolge ist die Federal Reserve nicht in der Verantwortung, dass die Preise für Immobilien vor Ausbruch der Krise stark haussierten. Die Preissteigerungen seien vielmehr durch globale Marktkräfte zu erklären. Diese Sichtweise basiert auf Spekulationsblasen bei verschiedenen Vermögenswerten in mehreren Ländern, die nicht auf kurzfristige, sondern vielmehr auf weltweit niedrige langfristige Zinsen zurückzuführen sind, die sich außerhalb der Reichweite geldpolitischer Instrumentarien der Notenbanken befinden.<sup>388</sup> Es war aber gerade der langjährige Fed-Vorsitzende Alan Greenspan selbst, der in einem Aufsatz im Jahre 1966 über „Gold und wirtschaftliche Freiheit“ die unheilvolle Wirkung einer zu laxen Geldpolitik beschrieben hatte, die er einige Jahrzehnte später persönlich in Gang bringen sollte. Greenspan führte u.a. in dieser Abhandlung an, dass die Fed in den Zwanzigerjahren einen Boom angeheizt, dann aber mit der zu spät erfolgten Bremsung den Wirtschaftskollaps von

---

<sup>387</sup> Zur US-amerikanischen geldpolitischen Konzeption unter Alan Greenspan vgl. Mlakar (2003).

<sup>388</sup> Vgl. Greenspan (2007), S. 13.

1929 eingeleitet habe.<sup>389</sup> Auch andere Analysebeiträge im Schrifttum sehen die lockere Geldpolitik nicht als den Hauptverursachungsfaktor des US-Immobilienbooms an. Vielmehr wird der allgemeinen laxen Vergabepraxis der Hypothekenkredite durch die Banken eine diesbezüglich maßgebliche Bedeutung zugeschrieben.<sup>390</sup>

Auch der Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger ist der Überzeugung, es komme bei internationalen Finanzkrisen nicht so sehr auf die Zentralbanken an. Er verweist in diesem Kontext auf empirische Untersuchungen historischer Analogien. Wenn die Notenbanken keine Liquidität bereitstellten, beschafften sich die Anleger das Geld selbst.<sup>391</sup> Dagegen sieht der US-Ökonom Hyman Minsky am Anfang eines jeden Exzesses neue wirtschaftliche Entwicklungen stehen, die Investoren zum Geldverdienen nutzen, wobei er dadurch entstehende Instabilitäten insbesondere auf den zunehmenden Gebrauch von Kredithebeln zurückführt.<sup>392</sup> Auf dieser theoretischen Grundlage könnten etwa die Dotcom- bzw. Internetblase zu Anfang dieses Jahrtausends oder der mit zur Subprime-Krise führende blühende Handel mit Hypothekenverbriefungen durchaus erklärt werden.

Ebenso sieht der in Chicago lehrende Richard A. Posner, der mit dem Nobelpreisträger Gary Becker den „The Becker-Posner Blog“ gemeinsam betreibt, in seinem Buch „A Failure of Capitalism“ die Wirtschaftskrise als das Resultat eines normalen Geschäftslebens in einem Wirtschaftsrahmen des Laissez-faire. Die Marktakteure hätten viele Fehler begangen, aber dies sei ein Teil des Wirtschaftsgeschehens, das mit Unsicherheiten verbunden sei.<sup>393</sup> Darüber hinaus werden in der Literatur generell zwei gegensätzliche Meinungen über die Folgen von Wirtschaftskrisen diskutiert. Während eine Lesart langfristige Nachteile in Form von Wachstumseinbußen diagnostiziert, gewinnen andere Meinungen solchen Entwicklungen auch positive Effekte ab, und zwar aufgrund notwendig werdender Reformen. Hierbei zeigen sich im Gegensatz zu autokratischen Systemen Länder mit demokratischen Institutionen anpassungsfähiger bei der Entschärfung und Bewältigung von Krisen.<sup>394</sup>

---

<sup>389</sup> Vgl. Greenspan (1966); Plickert (2009), S. 12.

<sup>390</sup> Vgl. Dokko et al. (2011), S. 237 ff.

<sup>391</sup> Vgl. Kindleberger (1989), S. 63.

<sup>392</sup> Vgl. Minsky (1992), S. 6 ff.

<sup>393</sup> Vgl. Posner (2009).

<sup>394</sup> Vgl. Cavallo/Cavallo (2008), S. 838 ff.

Die nachfolgenden Erklärungsansätze schließen sich jedoch jener Lehrmeinung an, die gleichwohl eine Kernursache der internationalen Finanzkrise auf die zu expansive Geldpolitik zurückführt, die in den USA, aber auch in allen anderen wichtigen Industriestaaten zur Förderung des Wirtschaftswachstums in den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise praktiziert wurde. Nachdem die Weltwirtschaft durch das Platzen der Preisblase auf den Aktienmärkten im Jahre 2000 und durch die Terrorattacken vom 11. September 2001 in eine Rezession abgerutscht war, senkte die Fed in Anlehnung an der nach John Maynard Keynes formulierten Konjunkturtheorie den Refinanzierungszins binnen relativ kurzer Zeit auf ein sehr niedriges Niveau. Gemessen am Index für Konsumentenpreise war der damalige Realzins sogar negativ. Die Banken konnten auf äußerst günstige Refinanzierungen bei der Zentralbank zurückgreifen und versorgten die Realwirtschaft mit billigem Geld. Die extrem niedrigen Leitzinsen wurden allerdings zur Unterstützung der Wirtschaft und des gefährdeten Finanzsektors auch in den Folgejahren zu lange beibehalten. Das tiefe Zinsniveau begünstigte dabei die Neigung der Marktteilnehmer, immer höhere Risiken einzugehen, indem u.a. immense Kreditpyramiden aufgetürmt wurden. Ohne das äußerst billige Zentralbankgeld hätte sich weder auf dem amerikanischen Immobilienmarkt die Blase so schnell aufblähen können, deren Platzen die Weltfinanzkrise auslösen sollte, noch wäre es später Griechenland, Spanien, Portugal und Irland möglich gewesen, sich so hoch mit billigem Geld zu verschulden. Mit der Flutung der Geldmenge wird bei zu langer Dauer ein falscher Produktionsaufbau überlagert und notwendige Strukturbereinigungen verzögert.

### **3.6.2. Die Nachzeichnung der Subprime-Krise als Auslöser der Weltfinanzkrise nach Hayek**

Nach Friedrich A. von Hayek ist die Ursache konjunktureller Turbulenzen in hohem Maße einer verzerrten Zinsbildung geschuldet. Im Lichte dieser Theorie lässt sich die Entstehung der Subprime-Krise in differenzierter Form wie folgt nachzeichnen:<sup>395 396</sup>

- Vor dem Hintergrund der Internethausse des Jahres 2000 und der Attacken des Terrornetzwerks Al Qaida von 2001 befürchtet die Fed eine Deflation. Um gegenzusteuern, wurde in mehreren Einzelschritten der Leitzins auf nur noch ein Prozent

---

<sup>395</sup> Vgl. Starbatty (2008), S. 13.

<sup>396</sup> Auch eine Studie der OECD belegt, dass die Notenbanken zur Entstehung der US-Immobilienblase beigetragen haben und zeigt die Grenzen der Geldpolitik auf. Vgl. Ahrend et al. (2008).

heruntergeschleust, ein historisch außergewöhnlich niedriges Niveau. Mit dieser Politik waren zwar zunächst positive konjunkturelle Impulse gesetzt worden, gleichzeitig wurden aber auch die Voraussetzungen für spätere wirtschaftliche Fehlentwicklungen geschaffen, u.a. weil durch diese politische Weichenstellung erheblicher Zukunftskonsum in Gegenwartskonsum transformiert worden war.

- Die anziehende Kreditnachfrage befriedigten die Banken zu gleichbleibenden Zinssätzen, was nach Hayek zur „perversen Elastizität“ des Kreditangebots führt.
- Die Flutung der Märkte mit „billiger“ Liquidität ließ den Zins als Lenkungsinstrument des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus wirkungslos werden. Als der niedrige Leitzins auch die Zinsen für langfristige Hypotheken nach unten zog, nutzten dies Millionen Haushalte in den USA zum Erwerb von Wohnimmobilien. Sie schlossen Kreditverträge ab, zudem wurden alte Hypotheken gekündigt, zu niedrigeren Konditionen refinanziert und hierbei zur Erlangung eines zusätzlichen Finanzierungsspielraums für konsumtive Ausgaben vielfach erhöht. Die hohe Liquidität lässt daraufhin jedoch ein inflationäres Potenzial entstehen. Auch der Markt für Unternehmensübernahmen wird durch die niedrigen Zinsen weltweit stark angefacht. Dabei entfernen sich die zugrunde liegenden Übernahmepreise weit von der Realität, so dass tatsächliche Risiken nicht mehr angemessen abgebildet werden.
- Die sich einstellenden inflationären Tendenzen und die kräftigere Konjunktur erfordern schließlich Gegenmaßnahmen. Die US-Notenbank hebt den Refinanzierungssatz in mehreren Teilschritten sogar wieder bis auf 5,25 Prozent an. Im Immobiliensektor steigt damit bei Verträgen mit variablem Zins die finanzielle Belastung der Hausbesitzer merklich an. Vermehrte Zahlungsausfälle treten auf, die Hauspreise geraten in einen Abwärtstrend. Der fehlgeleitete Produktionsaufbau mit seinen Folgewirkungen wird sichtbar.
- Die Wirtschaft verlangsamt, der Konsum als Konjunkturstütze fällt aus, eine Rezession ist zu befürchten.

### **3.6.3. Die Zentralbanken im Zielkonflikt**

Im Zuge veränderter weltwirtschaftlicher Rahmenbedingungen ist von einem direkten Zusammenhang zwischen Finanzmarktstabilität und Geldpolitik insofern auszugehen,

als ein stabiles Finanzsystem als Grundvoraussetzung für die Transmission geldpolitischer Stimuli anzusehen ist und umgekehrt eine auf Preisstabilität justierte Geldpolitik ebenfalls einen Beitrag zur Finanzstabilität leistet.<sup>397</sup> Moderate Inflationserwartungen aufgrund einer verlässlichen geldpolitischen Strategie helfen Unsicherheiten und Volatilitäten im Finanzsystem zu reduzieren. Die sich auf dieser Grundlage bildenden Preise werden nicht über Gebühr durch Risikoprämien verzerrt und führen zu sichereren langfristigen Planungsgrundlagen.<sup>398</sup> Größeres Augenmerk sollte die Notenbankpolitik dabei auf die Wirkung der zu ihrem Instrumentarium gehörenden kurzfristigen Zinsen legen, die in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen haben. Hierfür ursächlich ist das Aufkommen neuer Finanzinstrumente, das höhere Gewicht nicht regulierter Marktakteure wie etwa Hedgefonds und der vermehrte Gebrauch von Kredithebeln. Die Notenbanken stehen daher vor der Aufgabe, ihre Zinspolitik so auszurichten, dass sowohl ein stabiles Preisniveau als auch die Stabilität der Märkte insgesamt gewährleistet werden kann. Wie die BIZ in ihrem im Juni 2011 vorgelegten Jahresbericht hierzu hervorhebt, bergen in der Tat lange Perioden niedriger Zinsen Risiken tief greifender Verwerfungen an den Finanzmärkten sowie der Fehlallokationen von Ressourcen.<sup>399</sup> Dabei sind Liquiditätshilfen der Zentralbanken auch im Krisenfall grundsätzlich mit Zielkonflikten verbunden, weil schon deren Erwartung zur Schwächung der Marktdisziplin bei den Finanzakteuren führen kann. Wenn Letztere nicht mehr mit merkbaren Verlusten zu rechnen brauchen, könnten diese geneigt sein, die Solidität ihrer Transaktionen und die Bonität ihrer geschäftlichen Partner nicht mehr ausreichend zu überprüfen und zu überwachen und deshalb die eigene Risikovorsorge zu vernachlässigen.<sup>400</sup> Mit der Inflationsbekämpfung im Blick mahnt die BIZ des Weiteren die Notwendigkeit der überfälligen Straffung der Geldpolitik an. In Anbetracht hoher öffentlicher und privater Verschuldungsquoten sähen sich die Notenbanken ansonsten Glaubwürdigkeitsproblemen ausgesetzt, wenn sie aufkommende inflationäre Tendenzen nicht mit einer notwendigen Anhebung der Leitzinsen begegneten. Artifizuell niedrige Zinsniveaus suggerieren zudem Staatsregierungen die existente Möglichkeit, immer höhere Staatsschulden kontinuierlich finanzieren zu können. Der Zins bleibt jedoch der Preis für Ersparnisse, den Sparer insbesondere in Zeiten von Inflation beanspruchen. Wird dieser

---

<sup>397</sup> Vgl. Weber (2009), S. 5.

<sup>398</sup> Vgl. Stark (2004).

<sup>399</sup> Vgl. BIZ (2011), S. 2 ff.

<sup>400</sup> Vgl. Stark (2004).

von Notenbanken herabgesetzt, werden Sparer besteuert und jene gleichzeitig subventioniert, die die Sparbeträge verausgaben.

Die Zinspolitik der Notenbanken beeinflusst darüber hinaus maßgebliche Entwicklungen auf den Vermögenmärkten, die über den Vermögenseffekt zudem einen immer stärkeren Einfluss auf das Konsum- und Investitionsverhalten und dadurch auch auf die Preise ausüben. Die zum Vorschein kommende und von konventioneller Inflationmessung nicht erfasste Inflationierung von Vermögenswerten wie Aktien, Rohstoffe und Immobilien birgt Gefahren von Boom-Bust-Zyklen. Hinsichtlich der schon länger bestehenden Debatte, ob Übertreibungen auf den Vermögenmärkten durch rechtzeitige Verknappung der Liquidität seitens der Zentralbanken gegenzusteuern ist, sollte vor dem Hintergrund der Subprime-Krise zukünftig zugunsten einer diesbezüglichen Erweiterung des ordnungspolitischen Instrumentariums der Geldpolitik entschieden werden.<sup>401</sup> Notenbanker verweisen in dieser Frage in wiederholender Form auf ihr alleiniges Mandat zur Sicherstellung der Preisstabilität und nicht zur Korrektur von Vermögenspreisentwicklungen.<sup>402</sup> Problematisch ist außerdem, dass Preisblasen in den einzelnen Assetklassen nur schwer identifizierbar sind und zudem in diesem Kontext mögliche Irrtumsmöglichkeiten von Fehlern erster und zweiter Ordnung auftreten können.<sup>403</sup> Demnach liegt ein Fehler erster Ordnung vor, wenn wirklich existente Blasen nicht diagnostiziert werden, während beim Fehler zweiter Ordnung fälschlicherweise von der Existenz einer Blase ausgegangen wird.<sup>404</sup> Darüber hinaus besagt das nach dem Nobelpreisträger Tinbergen benannte „Tinbergen-Problem“, dass die Wirtschaftspolitik sich immer dann in eine Zwangslage hineinmanövriert, wenn die Anzahl verfügbarer wirtschaftspolitischer Instrumentarien geringer ist als die der verfolgten Ziele. Auf die Steuerung der Vermögenspreise übertragen bedeutet diese Doktrin, dass mit nur einem wirtschaftspolitischen Instrument in Gestalt der Zinssteuerung nicht gleichzeitig doppelte Zielvorgaben realisiert werden können, in diesem Fall die simultane Eindämmung der Inflation bei Konsumenten- und Vermögenspreisen.<sup>405</sup> Anders als beim Verbraucherpreisindex verfügen die Währungshüter über keine Null-Linie bei den Vermögenspreisen, die ihnen als Gradmesser dienen könnte. Sie sind allerdings auch nicht völlig orien-

---

<sup>401</sup> Von der Notwendigkeit, extremen Entwicklungen wie etwa Vermögenspreisblasen durch präventive Maßnahmen der Notenbanken zu begegnen, geht eine Studie der BIZ am Beispiel von acht untersuchten asiatischen Ländern aus. Vgl. Gochoco-Bautista (2008).

<sup>402</sup> Vgl. hierzu andere Sichtweisen in Borio (2008) und White (2006).

<sup>403</sup> Zur Schwierigkeit der Identifizierung von Vermögenspreisblasen vgl. Weber (2009), S. 3 f.

<sup>404</sup> Vgl. Weber (2009), S. 3.

<sup>405</sup> Vgl. Baumberger (2011), S. 12.

tierungslos. Die Beobachtung von Geldmengen- und Kreditindikatoren kann nützliche Hinweise über Fehlentwicklungen liefern. Bei Wertpapieren bieten sich hierfür eine Fülle von Kennzahlen an, wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), Price-Earnings-to-Growth (PEG), Dividendenrendite sowie das Kurs-Buchwert- und Kurs-Cash Flow-Verhältnis von Aktien oder die Renditeentwicklung von festverzinslichen Wertpapieren. Auch auf den Immobilienmärkten kann die Überwachung von Kennziffern gravierende Übertreibungen signalisieren.

Vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzkrise mit deren tief greifenden Folgen ist daher insgesamt zu konstatieren, dass die Stabilität bei Verbraucherpreisen im Zuge der engen Verzahnung der Finanzmärkte und dadurch bedingter hoher Ansteckungsgefahren allein nicht mehr als ausreichend anzusehen ist, um Finanzstabilität zu gewährleisten. Selbst bei nur minimalen Inflationsraten auf Konsumentenebene zeigt die Erfahrung, dass sich im Verlauf eines konjunkturellen Booms makroökonomische Ungleichgewichte bilden und zu Übertreibungen auf Wertpapier- und Immobilienmärkten mit folgenden realwirtschaftlichen Rückschlägen führen können.<sup>406</sup> Aus diesem Grunde ist zu fordern, dass in Ergänzung der direkten Inflationssteuerung mit dem Hauptinstrument der Kurzfristzinsen auch Analysen von Geld- und Kreditmengen (monetäre Analyse) zur Sicherung der Stabilität auf den Finanzmärkten durch die Notenbanken einbezogen werden. Neben der Kontrolle des Güterpreisniveaus sollte die Geldpolitik damit u.a. auch Wirkungen von Zinsänderungen und anderer geldpolitischer Maßnahmen an den Vermögenmärkten erfassen.<sup>407</sup>

Für die richtige Dosierung der von Währungshütern zu fixierenden Leitzinsen hat Anfang der neunziger Jahre John Taylor aus Stanford aufgrund empirischer Untersuchungen die seitdem als „Taylor-Regel“ bekannte These aufgestellt. In ihrer klassischen Form folgt aus dieser, dass für jeden Prozentpunkt, den die Teuerungsrate über das Inflationsziel steigt, die Zinsen um 150 Basispunkte heraufzusetzen sind und umgekehrt. Für jeden Prozentpunkt, den der tatsächliche Wirtschaftsoutput unter dem Produktionspotenzial liegt, werden diese um 50 Basispunkte gesenkt und umgekehrt.<sup>408</sup> Als ein weiterer bremsender Effekt exzessiver Geldmengenausdehnung könnte zudem eine Rückbesinnung der Notenbanken auf frühere Restriktionsmechanismen sein. Zwar wäre die

---

<sup>406</sup> Vgl. Stark (2004).

<sup>407</sup> Zur Veränderung der Geldpolitik im Zusammenhang mit der Globalisierung der Finanzmärkte vgl. Fries et al. (2007), S. 617 ff. und Shin (2011), S. 21.

<sup>408</sup> Vgl. Taylor (1993), S. 195 ff.

vormalig verankerte Deckung einer Währung durch Gold (Goldstandard) in der heutigen Finanzwelt nicht mehr praktikabel, dennoch könnten sich die Zentralbanken durch strengere Geldmengenvorgaben selbst disziplinieren. Dies würde vor allem ein Umdenken der Politik der US-Notenbank nach sich ziehen, deren Doktrin bislang weniger stark auf die ex ante-Prävention sich bildender Blasen auf den Märkten ausgerichtet war, sondern vielmehr auf ein rasches Eingreifen ex post im Krisenfall. Nach dem sogenannten „Jackson Hole Consensus“ werden demnach Spekulationsblasen bei Vermögensgütern wegen ihrer schwierigen Identifizierbarkeit in Kauf genommen, um Wirtschaftswachstum nicht zu gefährden.<sup>409</sup> Die aktuelle Finanzmarktkrise zeigt jedoch die Schwächen einer solchen Laissez-faire-Politik. Der Gefahr einer Self-fulfilling Prophecy wird dadurch gefördert, die das Krisenszenario mit herbeiführt und die Zentralbanken zur Intervention zwingt.<sup>410</sup>

Auch bei der Entwicklung der langfristigen Zinsen traten Dilemmastrukturen zu Tage, indem Interessengegensätze zwischen den Nationen die Anwendung gemeinschaftlicher Strategien blockierten. So bewirkten vor allem verzerrte Anreizstrukturen im asiatischen Umfeld große binnenwirtschaftliche und globale Ungleichgewichte bei Güter- und Kapitalströmen. Wichtige Exportnationen, allen voran China, hielten zur Förderung ihrer Ausfuhren die Wechselkurse zum Dollar durch staatliche Eingriffe über den Ankauf der US-Währung mit der Folge hoher Leistungsbilanzüberschüsse künstlich niedrig. Überdies wurden die erwirtschafteten enormen Dollarreserven in langfristige US-Treasuries mit dem Resultat angelegt, dass die erhöhte Nachfrage nach diesen Staatstiteln deren Kurse steigen und Renditen fallen ließ. Diese Entwicklung trug maßgeblich dazu bei, dass die später einsetzenden Leitzinserhöhungen der US-Notenbank am langen Ende des Bondmarktes keine Wirkung mehr entfalteten und auch dort die Zinsen auf niedrigem Niveau verblieben. Auch in Europa ging mit der Einführung des Euro eine starke Konvergenz der langfristigen Zinsen und dadurch ein Abschmelzen der zuvor noch zwischen einzelnen Staaten bis zu sieben Prozentpunkte betragenden Zinsdifferenz einher.<sup>411</sup>

Für die Stabilität der internationalen Finanz- und Gütermärkte fällt somit desgleichen der Währungspolitik eine entscheidende Bedeutung zu. Wechselkurse sollten nicht allzu

---

<sup>409</sup> Vgl. Blinder/Reis (2005), S. 67.

<sup>410</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 144 f.

<sup>411</sup> Vgl. Sinn (2005), S. 45.

weit von dem Niveau abweichen, das aufgrund der wirtschaftlichen Fundamentaldaten angemessen erscheint. Seit dem Ende von Bretton Woods sind hierfür keine verbindlichen Regelungen mehr in Kraft, so dass einzelne Staaten geneigt sind, vorhandene Gestaltungsspielräume zu ihren Gunsten auszunutzen. Wie das Beispiel asiatischer Staaten illustriert, kann jedoch eine verfehlte Wechselkurspolitik zur Bildung großer binnenwirtschaftlicher und globaler Ungleichgewichte bei Güter- und Kapitalströmen führen. Mit der Entscheidung des Exekutivdirektoriums des IWF vom 15. Juni 2007 wurde ein neuer Verhaltenskodex für die Mitgliedsländer zur Wechselkurspolitik festgelegt. Die Maßnahmen stellen Empfehlungen dar, die für die außenwirtschaftliche Stabilität Störungen oder gar Bedrohungen verhindern sollen. Im Einzelnen sollen die Mitgliedsländer:

- Keine Manipulationen der Wechselkurse oder des internationalen Währungssystems mit dem Ziel vornehmen, eine wirksame Zahlungsbilanzanpassung zu verhindern oder einen unfairen Wettbewerbsvorteil zu erlangen.
- Auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, wenn dies notwendig ist, um sich ungeordneten Bedingungen entgegenzustellen, zu denen auch störende kurzfristige Wechselkursschwankungen ihrer Währungen gehören.
- Bei ihrer Interventionspolitik die Interessen der übrigen Mitglieder berücksichtigen.
- Eine Wechselkurspolitik vermeiden, die zu außenwirtschaftlicher Instabilität führt.<sup>412</sup>

Den Regierungen ist anzuraten, in verstärktem Maße Schock-Absorber in ihre Wirtschaftspolitiken einzuarbeiten. Hierzu zählen neben einer flexiblen Wechselkurspolitik als Puffer für die schnelle Reaktion in krisenhaften Zeiten u.a. auch eine Fiskalpolitik, die Spielraum für Ausgabenprogramme des Staates in Notzeiten zulässt. Zu guter Letzt sollte ein höheres Maß an Marktdisziplin mittels geeigneter Maßnahmen sichergestellt werden. Zwar waren einzelne Rettungsaktionen der Notenbanken gegenüber bestimmten Banken mehr oder weniger unvermeidlich, dennoch sollte eine optimale Regulierung zukünftig gewährleisten, dass auch einzelne Finanzinstitute einem geordneten Liquidationsprozess unterworfen werden können, ohne systemische Erschütterungen aus-

---

<sup>412</sup> Zu den Entscheidungen zur bilateralen Überwachung, die das aus 24 Mitgliedern bestehende Exekutivdirektorium des IMF am 15. Juni 2007 verabschiedet hat, vgl. IMF (2007), S. 1 ff.

zulösen. In diesem Falle hätten die Aktionäre und Gläubiger die Verluste zu tragen, was schließlich einem disziplinierteren Verhalten am Markt Vorschub leisten würde.

### **3.7. Die Europäische Währungsunion im Gefangenendilemma**

Für die Europäische Währungsunion beginnt im vierzehnten Jahr nach ihrer Gründung ein neuer historischer Abschnitt. Sie konstituierte sich seinerzeit als eine marktwirtschaftliche Stabilitätsordnung, zu deren Eckpunkten aufgrund der Beschlüsse von Maastricht (1992) und des im Jahre 1997 geschlossenen Stabilitäts- und Wachstumspakts<sup>413</sup> als ein supranationaler Vertrag mit Verfassungsrang<sup>414</sup> die Unabhängigkeit der neu gegründeten Europäischen Zentralbank gehörte, ferner Verbote, Staatsschulden mit Hilfe der „Notenpresse“ zu finanzieren sowie der Ausschluss einer kollektiven Haftung für nationale Schulden (No-Bailout).<sup>415</sup> Strenge Regeln waren des Weiteren für die Höhe nationaler Staatsverschuldung festgelegt worden, wonach das jährliche Haushaltsdefizit und die Gesamtverschuldung nicht mehr als drei bzw. 60 Prozent des BIP betragen durften.<sup>416</sup> Auf dieser Basis war den Bürgern der Europäischen Union von der Politik ein stabiler Euro versprochen worden. Aus ordnungspolitischem Blickwinkel war die Verankerung der Erzielung tragfähiger Haushalte auf konstitutioneller Ebene als Erfolg zu werten.<sup>417</sup> Ungeachtet dessen zeigt jedoch die heutige Realität, dass es den europäischen Staatsregierungen nicht gelungen ist, selbst den in der Verfassung festgelegten Schranken im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes Folge zu leisten. Allein die vorgenannte Drei-Prozent-Marke des Maastrichter Vertrages wurde von den Mitgliedsländern fortgesetzt durchbrochen, mit nur wenigen Ausnahmen hielten die Staaten der Europäischen Union auch die stipulierten Verschuldungsobergrenzen nicht ein. Obwohl die Europäische Kommission bereits wiederholt Verfahren wegen Zuwiderhandlungen gegen den Stabilitätspakt einleitete, erfolgten bislang noch in keinem einzigen Fall tatsächliche Sanktionen, wofür in der Hauptsache ein mangelnder politischer Wille zu bescheinigen ist. Mit diesen Fehlentwicklungen und des mehrfachen Überschreitens roter Linien innerhalb der Gemeinschaft sollten jene Kritiker nachträglich Recht behalten, die vor einer zu frühen Einführung des Euro ihre Stimmen seiner-

---

<sup>413</sup> Vgl. Ohr/Schmidt (2003), S. 2 ff.

<sup>414</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. 4.

<sup>415</sup> Vgl. Artikel 103 im EG-Vertrag.

<sup>416</sup> Zu der Kritik und Analyse von Fiskalregeln dieser Art vgl. Herzog (2004), S. 406 ff.

<sup>417</sup> Schmidt (2008) zeigt diesbezüglich an, dass eine explizite Verankerung einer Regel auf der Verfassungsebene allenfalls eine notwendige, aber noch keine hinreichende Bedingung dafür ist, dass diese Regel auch im wirtschaftlichen Prozess Bestand hat. Vgl. Schmidt (2008), S. 1.

zeit erhoben hatten. Heute sieht sich der gesamte Euroraum erheblichen Belastungsproben sowie der Überwindung schwerwiegender Konstruktionsfehler und der Nachsorge einer Politik ausgesetzt, die einzelnen Staaten die Einführung der Gemeinschaftswährung ermöglichte, obwohl es an den hierfür erforderlichen ökonomischen Voraussetzungen zum Eintrittszeitpunkt mangelte. Es waren besonders die in äußerst massiver Form existenten Dilemmastrukturen, denen nicht die ihnen gebührende Aufmerksamkeit bei der Gründung der Währungsunion beigemessen worden waren. Damit erfährt die großartige, von Frieden und Wohlergehen geprägte Erfolgsgeschichte der Europäischen Union mit rund einer halben Milliarde Menschen und dem größten zusammenhängenden Wirtschaftsraum dieser Welt einen Entwicklungsrückschlag, der aller Voraussicht nach noch lange Zeit an den Kräften dieser Staatengemeinschaft zehren wird. Die ursprüngliche Annahme, dass sich trotz politischer, gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Heterogenität der Mitgliedsstaaten und ihrer divergenten Einstellungen zu fiskalischer und monetärer Disziplin eine Finanz- und Politunion im Laufe der Zeit gewissermaßen von alleine einstellen würde, muss als ein Fehlurteil angesehen werden.

In welcher Lage präsentiert sich die Europäische Währungsunion heute im Einzelnen? Sie verkörpert kein funktionierendes Währungsgebiet und steht mit der auf Eigenverantwortung ihrer Mitgliedstaaten basierenden Prägung nach mehr als einem Jahrzehnt vor nur noch äußerst schwer zu bewältigenden Problemen. Seit Einführung des Euro im Jahr 1999 schieben vor allem ihre südeuropäischen Randstaaten große Wachstums- und Strukturprobleme ungelöst vor sich her. Am Beispiel des über viele Jahre weit über seine Verhältnisse lebenden Griechenlands gab dessen Regierung Ende 2009 zu erkennen, dass ihr Haushaltsdefizit für dieses Jahr entgegen ursprünglichen Verlautbarungen nicht sechs Prozent des BIP, sondern sage und schreibe das Doppelte betragen würde. Zuvor war bereits bekannt geworden, dass schon von der griechischen Regierung vor Eintritt in die Währungsunion falsche Daten nach Brüssel gemeldet worden waren und die tatsächliche Verschuldungssituation des Landes weit über den im Maastrichter Vertrag festgelegten Grenzen gelegen hatte. So beschlossen im Mai 2010 die Finanzminister der Euro-Staaten schließlich das erste Hilfspaket für Griechenland über 110 Mrd. Euro. Die EZB kündigte gleichzeitig einen bis dato nahezu unvorstellbaren Schritt an, dass sie in Zukunft Staatsanleihen hochverschuldeter Euro-Staaten zur deren Kursstabilisierung an den Finanzmärkten aufkaufen wolle. Im gleichen Monat erfolgte die Etablierung des Rettungsfonds EFSF über 440 Mrd. Euro, der neben Griechenland die Zahlungsfähig-

keit weiterer finanzschwacher Euro-Staaten gewährleisten sollte. Daraufhin beantragte im November 2010 Irland als erster Euro-Staat Kredite aus diesem Schutzschirm. Im März 2011 wird der Europäische Stabilitätsmechanismus ESM mit einem Gesamtvolumen von 700 Mrd. Euro verabschiedet, der ab dem Jahre 2013 den Rettungsschirm EFSF ablösen sollte, dessen Indienstnahme dann aber auf das Jahr 2012 vorgezogen wurde. Im April 2011 musste Portugal zur Abwendung eines drohenden Staatsbankrotts Finanzmittel aus dem EFSF beantragen. Diese Maßnahmen sollten jedoch immer noch nicht ausreichen, um Zweifel der Finanzmärkte an der Schuldenfähigkeit der Euro-Staaten zu beseitigen. Nach in immer kürzeren Zeitabständen erfolgten Krisengipfeln kam es schließlich im Oktober 2011 zu einem Befreiungsschlag der Euro-Regierungschefs. Beschlossen wurde ein neues Maßnahmenbündel, das ein zweites Rettungspaket für Griechenland in Höhe von 100 Milliarden Euro sowie die Aufforderung gegenüber den privaten Banken umfasst, auf die Hälfte ihrer gegenüber Hellas gehaltenen Forderungen zu verzichten. Mit diesem mittlerweile erfolgten „Hair-cut“, der ein Abschreibungsvolumen von ca. 100 Milliarden Euro erfordert, wird beabsichtigt, die Schuldenquote Griechenlands von gegenwärtig 165 Prozent des BIP auf 120 Prozent bis zum Jahr 2020 zu senken. Analog den aus den achtziger Jahren des vorherigen Jahrhunderts bekannten Brady-Bonds wollen die Euro-Staaten die aus dem Schuldenschnitt resultierenden neuen Anleihen mit bis zu 30 Milliarden Euro absichern, sollten die Privatbanken auch auf diese neuen Bonds zu einem späteren Zeitpunkt Wertberichtigungen vornehmen müssen. Inzwischen macht aber auch das von dem Platzen einer immensen Immobilienblase und extrem hoher Arbeitslosigkeit betroffene Spanien Schlagzeilen, dessen Bankensektor Hunderttausende Immobilienverträge in den Büchern hält, die mittlerweile nicht mehr bedient werden. Immer stärker sind Forderungen zu vernehmen, nicht nur vom bisherigen Grundsatz abzuweichen, dass Gelder aus dem EFSF und ESM nur gegen Implementierung von Spar- und Reformprogrammen fließen, sondern auch, dass die Euro-Hilfen direkt an die in Not befindlichen Kreditinstitute vergeben werden sollen. Die hohen Hürden der Rettungsschirme aus EFSF und ESM zur Haushaltskonsolidierung und zum Schuldenabbau würden damit fallen. Darüber hinaus bestehen starke Zweifel, ob der Umfang bisheriger Rettungsprogramme überhaupt ausreichend ist, um große europäische Volkswirtschaften wie etwa Spanien und Italien damit aufzufangen.

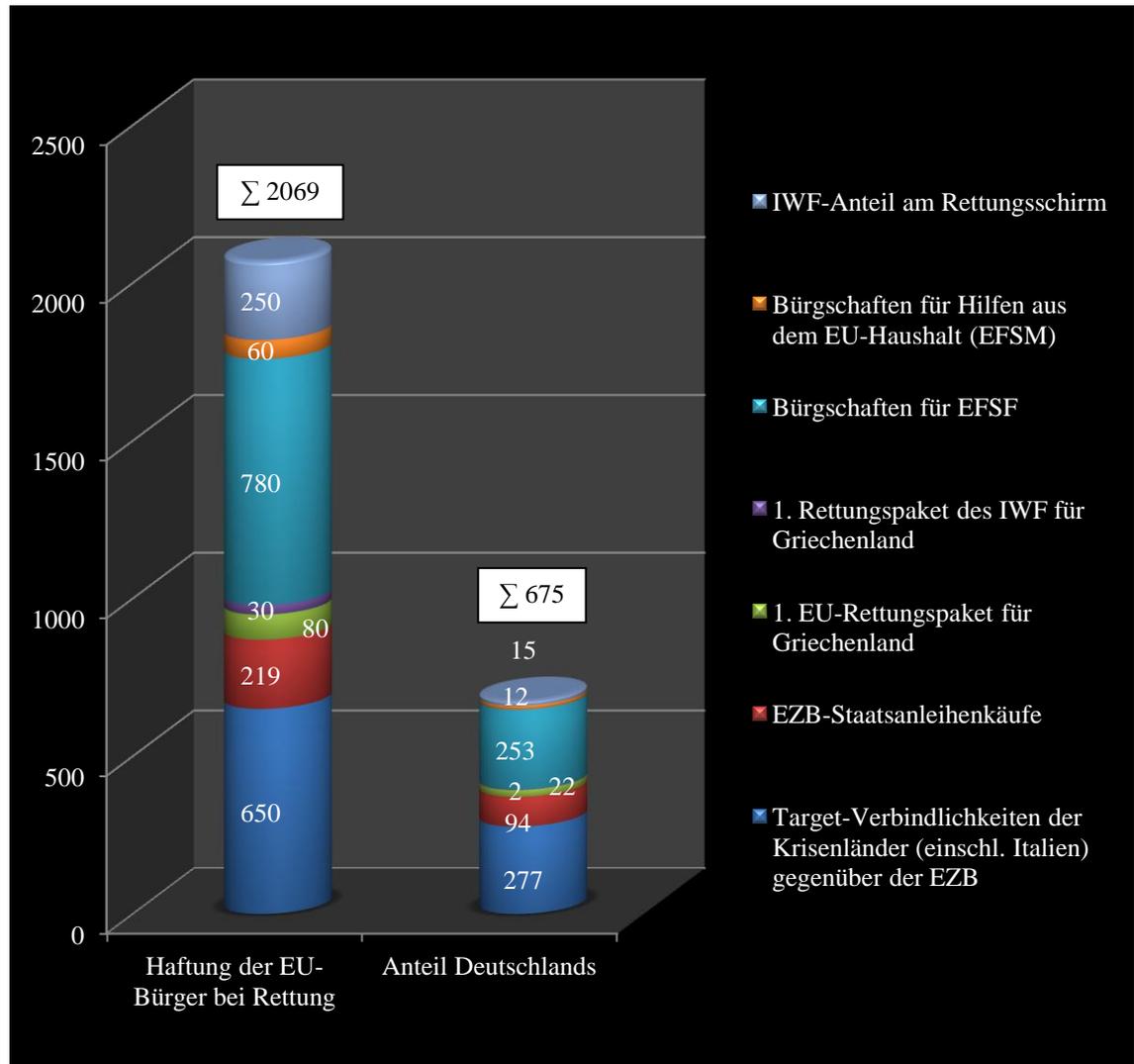


Abb. 11: Haftung der Bürger der Euro-Länder bei Rettung (in Mrd. Euro).<sup>418</sup>

Es bleibt allerdings festzuhalten, dass die von Anfang an bestehenden Dilemmastrukturen in der Wirtschafts- und Währungsunion auch mit einem gestärkten Rettungsschirm und Schuldenschnitt noch nicht aufgebrochen worden sind. Die Maßnahmen könnten Reformanstrengungen finanzschwacher Staaten hemmen und Letztere könnten zudem wahrnehmen, dass weitere Schuldenschnitte oder Finanzhilfen von finanzstärkeren Euro-Ländern einen komfortablen Ausweg aus den selbst verschuldeten Problemen darstellen. Bei immer größer werdenden Rettungsschirmen sinkt der Handlungsdruck auf Schuldnerländer, ihre Haushalts- und Schuldenlage zu konsolidieren. Auch bleiben die sich über viele Jahre gebildeten und bereits chronisch gewordenen Wachstums- und Strukturschwächen der Schuldnerländer noch ungelöst.<sup>419</sup>

<sup>418</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Fischer (2012), S 18 f. (Stand: März 2012).

<sup>419</sup> Zur Notwendigkeit von Fiskalregeln vgl. Herzog (2004), S. 407 f.

Wie konnte sich die Wirtschafts- und Währungsunion in eine solche diffizile Lage hineinmanövrieren, die heute sogar ihr weiteres Fortbestehen hochgradig gefährdet? Anzuführen sind im Wesentlichen mehrere Fehlentwicklungen aufgrund existenter Dilemmastrukturen, die sich gegenseitig aufschaukelten und sich zu enormen Problemen des Moral Hazard aufstauten, über die ihre Gründungsväter hinwegsahen, im Einzelnen:

- (1) Die Euro-Zone mit ihrem heterogenen Wirtschaftsraum erzeugte durch die bestehende Dichotomie einer zentralisierten Währungs- aber dezentralisierten Wirtschaftsunion ein Spannungsfeld zwischen einer europäischen supranationalen Geldpolitik auf der einen und an nationalen Interessen orientierten Fiskalpolitiken auf der anderen Seite.<sup>420 421</sup> Der fortan aufgrund der vereinheitlichten Geldpolitik geltende homogene Zinssatz erwies sich jedoch für schneller wachsende und zur Inflation neigende Volkswirtschaften als zu niedrig und zu hoch für europäische Länder mit nur schwach ausgeprägtem Wirtschaftswachstum. Nahm etwa die deutsche Wirtschaft in Jahren konjunktureller Schwächen grundlegende Wirtschaftsreformen in Angriff, lebten private und staatliche Akteure der heutigen Krisenländer über ihre Verhältnisse und nutzten hierbei das seinerzeit durch Einführung des Euro geprägte vorteilhafte monetäre Umfeld in Form niedriger Zinsen nicht zur Haushaltskonsolidierung und notwendigen Strukturreformen. Stattdessen wurden Blasen auf dem Immobilien- und Bankensektor erzeugt sowie übermäßiger Konsum praktiziert, eine Entwicklung, die u.a. an einzelnen Leistungsbilanzdefiziten abzulesen ist. Während Deutschland beachtliche Überschüsse erzielte, importierten heute in der Schuldenfalle befindliche Länder wie Griechenland, Italien, Spanien, Portugal und Irland seit 2001 ununterbrochen weit mehr als sie exportierten. Zu relativieren ist in diesem Kontext überdies die vielfach vorgebrachte Argumentation, Deutschland habe aufgrund seiner hohen Exportüberschüsse am stärksten vom Euro profitiert. Diese Argumentation lässt jedoch den Umstand außer Acht, dass Leistungsbilanzüberschüsse ex definitione den Kapitalexporten entsprechen und damit die logische Kehrseite des Verschuldungsproblems der heute hoch verschuldeten Staaten darstellen.<sup>422</sup> Mit hohen ins Ausland transferierten deutschen Ersparnissen wurden

---

<sup>420</sup> Vgl. Herzog (2004), S. 406.

<sup>421</sup> In den Arbeiten von Beetsma und Bovenberg (1999, 2002) wird die Dichotomie mit dem Trittbrettfahrer-Verhalten in Verbindung gebracht.

<sup>422</sup> Vgl. hierzu Sinn (2010), S. 26 ff. und Gerken (2011), S. 12.

dadurch erst die Voraussetzungen für übermäßige Importe der Krisenländer geschaffen, woraufhin sich Schulden exorbitant auf türmten, deren vollständige Rückzahlung heute in Zweifel steht und deshalb zu Verlusten der deutschen Wirtschaft führen.<sup>423</sup>

- (2) Eine wichtige Ursache für entstandene Asymmetrien im Außenhandel stellt der unterschiedliche Verlauf der Lohnstückkosten in den Ländern der Union dar, die beispielsweise in Italien im Zeitraum von 2000 bis 2008 um 25 und in Spanien um 29 Prozent anstiegen, während diese dagegen in Deutschland in gleicher Periode konstant geblieben waren. Diese stark divergierenden Preis- und Produktivitätsabläufe führten in Verbindung mit sonstigen politökonomischen Fehlentwicklungen wie ausufernden Budgetdefiziten und ausbleibenden Konsolidierungsanstrengungen, mangelnder Preis- und Lohnflexibilität in Verbindung mit unterschiedlich ausgeprägter Streikbereitschaft, abweichenden Transfersystemen und säumigen Strukturreformen im Allgemeinen maßgeblich zur Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der Schuldnerstaaten.<sup>424</sup> Aufgrund der Einheitswährung entfiel zudem der früher genutzte klassische Ausweg über eine äußere Abwertung einzelner Währungen zur Wiederherstellung verlorener Marktpotenziale. Vorschläge einer alternativ möglichen inneren Abwertung, etwa mittels Lohn- und Gehaltskürzungen sowie die Festlegung längerer Arbeitszeiten, fanden weder in der Politik noch bei den Gewerkschaften einen Widerhall.
- (3) Es stellte sich ferner die Annahme als ein Fehlurteil heraus, dass eine nahezu unbegrenzte Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten möglich ist, sondern dass vielmehr aufkommende Kreditrisiken auch in der Währungsunion den Kapitalzufluss in Defizitländer beschneiden oder vollständig zum Versiegen bringen können. Ständig anwachsende Steuerlasten infolge hoher staatlicher Sozialausgaben und Schuldendienstverpflichtungen fanden zudem ihren Niederschlag in Belastungen für den Arbeitsmarkt und reduzierten die Nachfrage nach dem Produktionsfaktor Arbeit mit der Folge erhöhter Arbeitslosigkeit. Auf das immer stärker zu beobachtende Auseinanderdriften der Gliedstaaten folgte schließlich die Sanktionierung der Kapital-

---

<sup>423</sup> Zur weiteren Relativierung des hohen deutschen Exportvolumens vgl. Herz/Wagner (2007).

<sup>424</sup> Ohr und Zeddies verweisen darauf, dass zum Aufbau von Ungleichgewichten moderate Lohnabschlüsse nur eine von mehreren Variablen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes darstellen. Unter anderem haben die unterschiedlichen Sparneigungen der öffentlichen Hand und des privaten Sektors einen diesbezüglichen maßgeblichen Einfluss. Vgl. Ohr/Zeddies (2010), S. 83.

märkte, u.a. durch Bonitätseinbußen in Form von empfindlichen Risikoaufschlägen bei Zinsen und Abschlägen bei Anleihekursen sowie letzten Endes der vollständige Verlust der Kapitalmarktfähigkeit einzelner Euro-Staaten.

- (4) Die bisherigen Verhältnisse in der Währungsunion waren von starken Anreizen übermäßiger Kreditaufnahme heute überschuldeter Nationen auf Kosten von ökonomisch erfolgreicherer Ländern gekennzeichnet, und zwar als ein Ergebnis existenter und ungelöster Dilemmastrukturen, die von Anfang an die Interaktionsstrukturen der Währungsunion bestimmten.<sup>425</sup> Wachsende Budgetdefizite in einzelnen Mitgliedsländern bewirken allgemein eine höhere Nachfrage nach Kapital und verursachen dadurch negative externe Effekte für die Gesamtheit der Währungsunion. Diese können sich etwa in Form von Zinserhöhungen und damit steigenden Kosten der Kreditaufnahme auch für stabilitätsorientierte Mitglieder, möglichen Bonitätseinbußen aufgrund entstehender Haftungsverpflichtungen, Wechselkursveränderungen und zunehmenden Inflationserwartungen sowie Crowding Out-Effekten zum Nachteil privater Investoren manifestieren.<sup>426 427 428</sup> Durch die teilweise Abwälzung von Negativfolgen eigener mangelnder Budgetdisziplin auf andere Partnerländer sinken hierbei nationale Grenzkosten staatlicher Kreditfinanzierung mit der Folge einer zunehmenden Verschuldungsneigung.<sup>429</sup> Ein Trittbrettfahrer-Verhalten<sup>430</sup> kommt zum Vorschein, das zu einer monetären Alimentierung von Fiskaldefiziten überschuldeter Nationen durch die Partnerländer und damit zu deren fiskalischer Ausbeutung führen kann. Verstärkt wird das Free-Rider-Syndrom noch dadurch, dass mit Beginn der Währungsunion der Anteil von ausländischen Gläubigern inländischer Staatsschulden sukzessive enorm angestiegen ist. Somit existieren Anreize, die aus diesen Schulden resultierenden Lasten auf das Ausland abzuwälzen.<sup>431</sup> Die in den letzten Dekaden immer stärker zu beobachtende Tendenz der Finanzierung von Ausgaben durch Neuverschuldung lassen sich durch Prinzipal-Agent-Beziehungen zwischen Wählern (Principal) und den jeweiligen Regierungen

---

<sup>425</sup> Auch große Länder der Währungsunion wie Deutschland und Frankreich verstießen gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt, erstmalig in den Jahren 2002 und 2003. Vgl. Herzog (2004), S. 410 und 412.

<sup>426</sup> Vgl. Ohr (1996), S. 104.

<sup>427</sup> Vgl. Fuest (1993), S. 124, Wyplosz (1991), 178 f. und Apolte (2010), S. 3.

<sup>428</sup> Vgl. Chari/Kehoe (1998, 2004).

<sup>429</sup> Vgl. Buti/Giudice (2002), S. 824.

<sup>430</sup> Zur Modellierung des Free-Rider-Verhaltens vgl. Beetsma/Bovenberg (1999).

<sup>431</sup> Vgl. James (2011), S. 72.

erklären.<sup>432</sup> Politische Akteure der Schuldnerstaaten erwerben einen möglichen Nutzen im politischen Kräftefeld beim Wettbewerb um Stimmen der Wähler<sup>433</sup> und transferieren die Rückzahlung der Staatsverschuldung von heute in die Zukunft auf nachfolgende Generationen.<sup>434</sup> Von Seiten der Wähler wird übersehen, dass sie zwar Kosten von Kreditaufnahmen der Gegenwart sogleich nicht internalisieren, dass diese jedoch durch Steuer- und Abgabenerhöhungen in der Zukunft zu finanzieren sind.<sup>435</sup>

- (5) Die zunehmend erfolgte Einbeziehung der EZB und der nationalen Notenbanken in die Krisenpolitik der Euro-Staaten ist als ein Tabubruch zu werten, wobei der Ausstieg bzw. Rückführung der bereits hohen finanziellen Engagements in diversen Programmen mit immer größeren Problemen verbunden ist. In diesem Kontext sind die ebenfalls mit eklatanten Dilemmastrukturen behafteten Vorgehensweisen anzuführen, zu denen die Fazilität der „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA) rechnet, auf die in Fällen akuter Krisenlagen nationale Notenbanken der Eurozone zurückgreifen können. Mit diesen Liquiditätsnothilfen wird es in Schieflage befindlichen Bankinstituten bei ihren jeweiligen nationalen Zentralbanken ermöglicht, um finanzielle Mittel nachzusuchen und hierfür Wertpapiere als Sicherheiten zu hinterlegen. So nutzte die irische Zentralbank mit einer Summe von 50 Milliarden Euro diese Fazilität, ebenso nahm u.a. Portugal diese Hilfen in Anspruch. Faktisch übernehmen hierbei nationale Notenbanken das ansonsten in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallende Drucken von Geld. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die von den einzelnen Kreditinstituten hierbei zu hinterlegenden Sicherheiten in keiner Weise den sonst üblichen Bonitätsanforderungen der EZB entsprechen, da andernfalls die um Hilfe nachsuchenden Banken sich dort direkt die benötigte Liquidität beschaffen könnten.<sup>436</sup> Forderungen aus dem Emergency Liquidity Assistance-Programm werden zwar von den jeweiligen Staatsregierungen verbürgt, allerdings dürfte vor dem Hintergrund der stark angespannten Finanz- und Wirtschaftslage finanzschwacher Staaten der Europäischen Union Fragen der indirekten Mithaftung der übrigen Gemeinschaftsländer in diesem Fall mit aufzuwerfen sein, wofür etwa

---

<sup>432</sup> Vgl. Schuknecht (2005).

<sup>433</sup> Buchanan vergleicht politische Märkte mit Gütermärkten und verweist auf diesbezügliche Wesensgleichheiten. Vgl. Buchanan/Wagner (1977), S. 96.

<sup>434</sup> Dies stellte der Nobelpreisträger James M. Buchanan in seinem Werk *Public Principles of Public Debt* bereits 1958 fest. Vgl. Buchanan (1958).

<sup>435</sup> Vgl. Buchanan/Wagner (1977), S.125 und Persson/Tabellini (2000).

<sup>436</sup> Vgl. Buiter et al. (2011), S. 8, Sommer (2011) und Einecke/Zydra (2011), S. 25.

die erfolgte Flucht Irlands unter den Europäischen Rettungsschirm ein Beispiel ist. Die drei führenden Geldinstitute des relativ kleinen Landes, namentlich die Bank of Ireland, Allied Irish Bank und Anglo Irish Bank, entwickelten sich zu Problemfällen für die gesamte irische Volkswirtschaft. Die nationale Regierung in Dublin sah letzten Endes keinen anderen Ausweg, als mittels Bürgschaften in einer Größenordnung von 350 Milliarden Euro, die doppelte Summe der Wirtschaftsleistung dieses Landes, die Banken vor ihrem Untergang zu bewahren.<sup>437</sup> Als Rechtsgrundlage des ELA-Programms dient dabei Artikel 14.4 der EU-Protokolle, der den nationalstaatlichen Währungshütern Transaktionen als kurzfristige Nothilfen dieser Art auf eigene Rechnung und Risiko erlaubt, sollten diese nicht ausdrücklich vom EZB-Rat mit einer Zweidrittelmehrheit verwehrt werden. Hinter diesen Hilfen der Notenbanken als „Lender of last Resort“ stand jedoch die Idee der Rettung von in Liquiditätsschwierigkeiten befindlichen Kreditinstituten und nicht von solchen, die sich bereits als insolvent und konkursreif darstellen. Die Nothilfen bergen die Gefahr, dass zu viel Liquidität durch Geldschöpfung mit inflationärer Wirkung in Umlauf gebracht wird, dem konstant gebliebenen Angebot an Gütern steht damit eine größere Geldmenge gegenüber.<sup>438</sup> Je schwerer die Last aus dem Lot geratener Staatsfinanzen wiegt, desto stärker dürften sich Regierungen vom Primat der Geldwertstabilität abwenden und Inflation zulassen. Der Grundsatz, dass allein die EZB die Kontrolle über die Geldpolitik und Geldschöpfung verkörpert, ist vor diesem Hintergrund nationaler Alleingänge von ELA-Nothilfen einzuschränken. Insgesamt mangelt es diesen Fazilitäten an Transparenz, zudem scheint die Festlegung von Obergrenzen offen zu sein und ein mögliches Veto der EZB steht angesichts der existenten Problemtiefe auf tönernen Füßen.<sup>439</sup>

- (6) Als eine versteckte Krisenhilfe gegenüber finanzschwachen Euroländern bei gleichzeitig hohem Haftungsrisiko für die Deutsche Bundesbank und großen Moral Hazard-Risiken erweisen sich im Eurosystem des Weiteren Forderungen innerhalb des Individualzahlungsverkehrssystems „Target 2“. Dieses seit 2007 in Kraft befindliche Verfahren dient der Verrechnung von täglichen Salden innerhalb der Euro-Zentralbanken und ist vergleichbar mit einem Kontokorrentkredit.<sup>440</sup> Allerdings

---

<sup>437</sup> Vgl. o.V. (2010e), S. 1.

<sup>438</sup> Zu Implikationen der Geldpolitik und Liquidität vgl. Buiters et al. (2011), S. 8 f.

<sup>439</sup> Vgl. Buiters et al. (2011), S. 8.

<sup>440</sup> Vgl. Sinn (2011a), S. 35.

hat sich inzwischen der diesbezügliche Forderungsbestand der Deutschen Bundesbank im Zuge der krisenhaften Entwicklung im Euroraum exorbitant erhöht. Betrug ihre Nettoforderungen gegenüber anderen Notenbanken in der Mitte des Jahres 2007 noch nahezu null, haben sich diese bis Ende 2011 auf knapp 500 Milliarden Euro ausgeweitet und bestehen vor allem gegenüber den Ländern Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien,<sup>441</sup> die auf diese Weise ihre Leistungsbilanzdefizite finanzieren. Zwar werden die Risiken eines eventuellen Forderungsausfalls aus dem europäischen Zahlungsverkehrssystem vom gesamten Euroraum, d.h. von allen Notenbanken getragen. Dennoch weist Sinn darauf hin, dass je stärker überschuldete Staaten durch Maßnahmen dieser Art alimentiert werden, umso länger wird es diesen ermöglicht, über ihre eigenen Verhältnisse zu leben und dringend notwendige strukturelle Reformen hinauszuzögern. Darüber hinaus dürften diese Fazilitäten ein enormes Inflationspotenzial in sich bergen.<sup>442</sup>

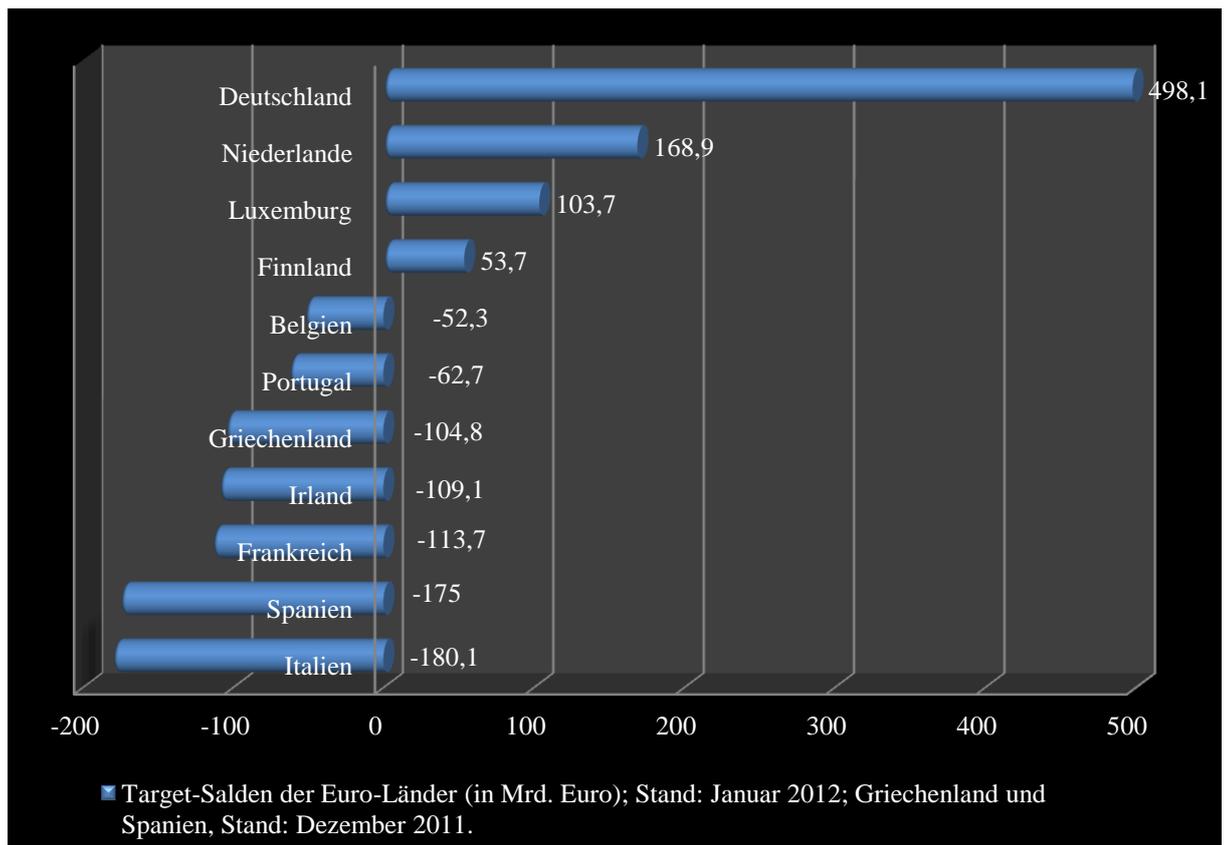


Abb. 12: Target-Salden der Euro-Länder (in Mrd. Euro).<sup>443</sup>

<sup>441</sup> Vgl. Sinn (2011b), S. 88.

<sup>442</sup> Vgl. ebd., S. 88.

<sup>443</sup> Eigene Darstellung; Daten aus Fischer (2012), S. 22.

Weitere Risiken noch unbekannter Größenordnung sind in der EZB-Bilanz verborgen. Außer dem Aufkauf umstrittener, hauptsächlich aus dem US-Immobilien-geschäft resultierender Anleihen von Banken hält die EZB auch entgegen bisher gültiger Prinzipien Schuldverschreibungen von finanzschwachen Euro-Staaten in ihren Büchern, bei denen sich ein Abschreibungsbedarf abzeichnen könnte. Betru-gen diese Bestände im August 2011 noch 74 Milliarden Euro, so sind diese wenige Monate später schon auf 165 Milliarden Euro angestiegen.<sup>444</sup> Die Deutsche Bun-desbank kritisierte massiv diese Praxis, sowohl ihr damaliger Präsident Axel Weber als auch ihr Chefvolkswirt Jürgen Stark traten von ihren Ämtern zurück.<sup>445</sup> Die Maßnahmen des Anleihenkaufs dienen zwar der Stabilisierung der Finanzmärkte, allerdings brachte sich die EZB damit in eine Situation des Gefangenendilemmas: Hilft die EZB etwa einem Euroland wie Griechenland, kann sie zwar die drohende Staatsinsolvenz dieses Landes abwenden. Allerdings legt sie die Basis für die nächste Krise, indem andere in Not befindliche Schuldnerländer mit ähnlichen For-derungen aufwarten. Das an übrige finanzschwache Länder ausgehende Signal heißt, dass die EZB in die Bresche springt, so dass Disziplinlosigkeit letzten Endes belohnt wird. So könnte das Grundkapital der EZB in Höhe von 10,8 Milliarden Euro schnell aufgebraucht sein. Entstehende Verluste wären in einem solchen Fall von den finanzstarken Euroländern auszugleichen, nicht zu sprechen von zu erwar-tenden hohen Vertrauenseinbußen gegenüber der EZB.

Vor dem Hintergrund bisheriger Erfahrungen mit europäischen Vereinbarungen und der entscheidenden Folgerung, dass Dilemmastrukturen auch unter den neuen Vertragswer-ken in unübersehbarer Weise fortbestehen bzw. verschärft oder sogar neu geschaffen werden, sind die Erfolgsaussichten, dass zukünftig Fiskaldisziplin bei nach wie vor vollständigem Souveränitätsprinzip der betreffenden Nationen gewährleistet und eine Umkehr der Schuldendynamik herbeigeführt werden kann, in Zweifel zu ziehen.<sup>446</sup> Die zur Anwendung kommenden Regeln sind Gegenstand politischer Einigungsprozesse, zudem hat die Europäische Union vor dem Hintergrund eines großen wirtschaftlichen Gefälles der Leistungsfähigkeit ihrer Mitgliedstaaten für das Problem noch keine Lö-sung gefunden, die Interessenlagen starker Volkswirtschaften des Nordens mit denen

---

<sup>444</sup> Vgl. Ruhkamp (2011), S. 142 und Sinn (2011b), S. 88.

<sup>445</sup> Vgl. Sinn (2011b), S. 88.

<sup>446</sup> Zur Flexibilisierung der Regeln im Stabilitäts- und Wachstumspakt und dem Trade-off einer Diszip-linierung und Flexibilisierung vgl. Beetsma/Jensen (2003).

der schwächeren Staaten des Südens vollständig in Einklang zu bringen. Bisher erzielte Vereinbarungen bieten aus diesem Grunde keine Gewähr dafür, dass die Finanzpolitik der einzelnen Mitgliedstaaten auf der Basis solider, nachhaltiger und auf Dauer tragfähiger Staatshaushalte erfolgt und dass unsolides Haushaltsgebaren nicht mehr zu Lasten anderer Staaten der Währungsunion gehen wird. Auch wird ferner die Möglichkeit, Verantwortung und Haftung auf die Gemeinschaftsebene abzuwälzen, nicht beseitigt. Ein solches Verhalten ist bereits durch den bisherigen Umgang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt demonstriert worden, der die Eurostaaten zu stärkerer Haushaltsdisziplin zwingen sollte. Obwohl die darin enthaltenen Zielvorgaben verpflichtend und Sanktionen im Falle der Missachtung vorgesehen waren, wurden dessen Regeln zu keinem Zeitpunkt ernsthaft umgesetzt. Lucke verweist mit Blick auf die mit neuen Finanzhilfen verbundenen Strukturanpassungsaufgaben gegenüber den hochverschuldeten Eurostaaten auf ein bislang wenig beachtetes Grundproblem der derzeitigen Geberländer. Demnach werden Optionen zur Durchsetzung von Austeritätsmaßnahmen in den Nehmerländern umso wirkungsloser, je umfangreicher Kredite ausgereicht werden. Mit der wachsenden Inanspruchnahme von Finanzhilfen der Problemstaaten erhöhen sich in gleichem Maße vor dem Hintergrund möglicher Insolvenzen von Schuldnerländern deren Droh- und Pressionspotenziale. In der Tat haben die Ausleihungen und Bürgschaften mittlerweile Volumina erreicht, die unabsehbare Negativeffekte für die gesamte Stabilität des Finanzsystems mit sich brächten, sollte sich ein Land für zahlungsunfähig erklären.<sup>447</sup> Drohkulissen dieser Art waren bereits zu Zeiten der lateinamerikanischen Schuldenkrise in den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts zu beobachten, als Schuldnerländer mit Moratorien, kompletten Zahlungsverweigerungen und mit der Bildung von Schuldnerkartellen drohten und auf diese Weise die besonders exponierten US-Banken in eine gefährliche Abhängigkeit gerieten und zu Konzessionen gezwungen wurden. Aufgrund des immer deutlicher werdenden Weges in eine Haftungs- und Schuldengemeinschaft erfolgt eine Neutralisierung des Marktes, so dass über ihre Möglichkeiten lebende Staaten nicht mehr durch marktkonforme Risikoaufschläge sanktioniert, sondern vielmehr von Krisenfonds mit Krediten zu Vorzugskonditionen belohnt werden. Angesichts der verzweifelten Lage einzelner Schuldnerländer würden ohnedies Forderungen, dass jene Nationen, die den Stabilitätspakt der Eurozone zukünftig verletzen, einem Sanktionsmechanismus unterliegen sollten, keine Garantie mehr für solide

---

<sup>447</sup> Vgl. Lucke (2011), S. 10.

Haushaltspolitiken darstellen können. Etwaige Bußgelder würden angesichts der überbordenden Schuldenstände einiger Krisenländer an Bedeutung verlieren, da letztlich die Geberländer auch für diese in indirekter Form selbst aufkommen müssten.<sup>448</sup> Eine tatsächliche Disziplinierung ist erst recht nicht zu erwarten, wenn die Währungsunionsländer antizipieren, dass Regeln und Regelanwendungen in der Union nicht die notwendige Ernsthaftigkeit beigemessen und dass nonkonformes Vertragsverhalten nicht oder nur unzureichend sanktioniert werden kann. Mit Blick auf eine optimale Fiskalregel in einem heterogenen Wirtschaftsraum kann das Versagen der Implementierung von Sanktionen beim Stabilitäts- und Wachstumspakt auf einen Trade-off zwischen Flexibilisierung und Disziplinierung verstanden werden.

Die Frage ist zu klären, wie die angestrebte wirtschaftspolitische Konvergenz greifen soll, wenn diese bislang im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts mit dessen zugrunde liegenden Zielwerten aus dem Maastricht-Vertrag und trotz der als historisch zu bezeichnenden politischen Vorbildfunktion der Europäischen Union im Ganzen nicht gelungen ist. Im Hinblick auf die offensichtliche Unfähigkeit der europäischen Regierungen, wirksame Standards im Euroraum einzuführen und durchzusetzen, bieten sich nur noch harte marktwirtschaftliche Lösungen zur Überwindung von vorhandenen Dilemmastrukturen an. Die Akteure wären dabei zur Internalisierung externer Effekte gezwungen. Private Kreditgeber hafteten selbst für ihre allzu leichtfertige Kreditvergabe mit hoher Risikoneigung und würden fortan größere Vorsicht walten lassen. Bei notwendig werdenden Umschuldungen wären Gläubiger verpflichtet, auf Teile ihrer Forderungen zu verzichten, sollte der Schuldendienst nicht mehr geleistet werden können.<sup>449</sup> Die für Käufer von Staatsanleihen europäischer Defizitländer sich bietende Gelegenheit der Erzielung hoher zweistelliger Renditen im niedrigen Zinsumfeld, wobei de facto das Ausfallrisiko vom Staat getragen wird, ist als ein folgenschwerer falscher Anreizmechanismus zu werten. Jene Mitgliedsstaaten der Eurozone, die ihre Wettbewerbsfähigkeit verloren haben, wären zur Einleitung und Durchsetzung von Strukturformen gezwungen. Im Gegensatz zu diesen marktkonformen Lösungsansätzen verkörpert zwar die sich andernfalls aller Wahrscheinlichkeit nach bildende Transferunion den Anschein von Solidarität zwischen den Nationen, sie legt jedoch zugleich die Grundlage

---

<sup>448</sup> Zur Umverteilung der Sanktionsgebühren vgl. Ohr/Schmidt (2003).

<sup>449</sup> Für die meisten Beobachter erscheint eine grundlegende Reformierung des Stabilitäts- und Wachstumspakts zur Überwindung der Krise in der Europäischen Gemeinschaft unumgänglich. Zu diesbezüglichen wissenschaftlichen Lösungsansätzen vgl. Apolte (2010), S. 13 ff. und Ohr/Schmidt (2001), S. 17 ff.

für zukünftige Zerwürfnisse. Die Versuchung, harten und unpopulären Entscheidungen zu Lasten anderer auszuweichen, zerrüttet auf Dauer das Verhältnis zwischen den gebenden und nehmenden Nationen und stößt an Toleranzgrenzen der Bürger. Ohnehin wird es für die zum Sparen in die Pflicht genommenen Krisenländer immer schwerer, den Rückstand zu den Kernländern der Währungsunion aufzuholen, so dass von einem Europa der unterschiedlichen Geschwindigkeiten auf längere Zeit auszugehen ist.

Erklärungsansätze für das zu Tage tretende Politikverhalten liefert die Neue Politische Ökonomik (Public Choice-Theorie) mit der systematischen Anwendung ökonomischer Paradigmen des rationalen Verhaltens und des Gleichgewichts im Bereich politischer Handlungen.<sup>450</sup> Die Basis dieser Theorie bildet das Rationalverhalten eigennütziger Politiker und Parteien, die beim Ringen um Mehrheiten nach Macht bzw. Machterhalt, Prestige und monetären Vorteilen streben.<sup>451</sup> Der längerfristige Nutzen einer Haushaltskonsolidierung unterliegt hierbei vor allem in repräsentativen Demokratien kurzfristigen wahltaktischen Vorteilen.<sup>452</sup> Sowohl Politiker als auch Wähler tendieren demnach grundsätzlich zum Hang beständig wachsender Haushaltsdefizite, so dass es aus Sicht der Konstitutionenökonomik notwendig erscheint, die Entscheidungen staatlicher Kreditfinanzierung auf die Ebene der Verfassung und außerhalb laufender politischer Prozesse zu verlegen.<sup>453</sup> Die von der bundesdeutschen Regierung im Jahre 2009 in das Grundgesetz aufgenommene Schuldenbremse weist diesbezüglich in die richtige Richtung.<sup>454</sup> Im Vordergrund stehen strukturelle Fehlbeträge, d.h. das Verhältnis dauerhafter Einnahmen und Ausgaben des Staates. Diese Defizite sind Jahr für Jahr abzubauen bis zu einem Betrag von etwa zehn Milliarden Euro im Jahr 2016.<sup>455</sup> Allerdings bestehen durch mögliche Ausnahmeregelungen im Falle von Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts Zweifel an der Durchschlagskraft des maßgeblichen Art. 115 GG, dass letzten Endes nicht doch höhere neue Kreditaufnahmen möglich werden.<sup>456</sup> Eine zum gegenseitigen Vorteil für alle beteiligten Akteure mögliche Kooperation durch die Begründung von Institutionen setzt jedoch voraus, dass existente Dilemmastrukturen überwunden werden. Es ist der politische Wettbewerb, der die Akteure zur Aufnahme

---

<sup>450</sup> Zur Public-Choice-Theorie vgl. Müller (2003).

<sup>451</sup> Vgl. Becker (1982), S. 35 ff.

<sup>452</sup> Zur Anreizsituation einer Wettbewerbs- und Vergünstigungspolitik aus Politikersicht vgl. Leschke (2008), S. 202.

<sup>453</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. 2.

<sup>454</sup> Zur Funktionsweise der Schuldenbremse vgl. Feld (2010), S. 236 f.

<sup>455</sup> Vgl. Bohsem/Hulverscheidt (2010), S. 17 und Beise (2010), S. 17.

<sup>456</sup> Zu einer möglichen Aufweichung der Schuldenbremse vgl. Feld (2010), S. 238 ff.

von Staatsschulden zwingt. Die der Politik zugrunde liegenden Dilemmastrukturen vereiteln die Durchsetzung stabiler finanzpolitischer Ziele, so dass die Kandidaten sich zur Ausübung negativer externer Effekte der Staatsverschuldung aus Wettbewerbsgründen gezwungen sehen.<sup>457 458</sup> Zwar kann von einem Konsens ausgegangen werden, dass solide Staatsfinanzen generell anzustrebende Ziele politischer Akteure darstellen, allerdings stehen limitierte Zeithorizonte des politischen Agierens und die kurzfristig orientierte individuelle Nutzenorientierung politischer Handlungsträger langfristigen Zielsetzungen nachhaltiger Haushaltskonsolidierung vielmals entgegen.<sup>459</sup> In Situationen dieser Art geht es oftmals weniger um die Frage, wie Defizitkriterien einzuhalten sind, sondern vielmehr um die Konstruktion eines Deckmantels, wie allzu strenge Auflagen umgangen werden können. Für eine solche Flexibilisierung stabilitätspolitischer Kriterien lassen sich argumentativ die Überwindung drohender Rezessionen und/oder Beschäftigungsprobleme sowie sonstiger interner oder externer Schocks mittels keynesianischer Wirkungsketten zur Nachfragestimulierung argumentativ ins Feld führen. Eine Korrelation zwischen schwachen Regierungen und mangelnder fiskalpolitischer Performance scheint hierbei evident zu sein. Haushaltspolitisch bedingte Regierungsschwächen nehmen außerdem mit der Anzahl existenter Koalitionspartner aufgrund vorliegender divergierender Präferenzstrukturen zu, da in einem noch größeren Umfang in kurzen Zeithorizonten versucht wird, Wählerinteressen Rechnung zu tragen.<sup>460 461</sup> Am Beispiel des Stabilitäts- und Wachstumspakts zeigt sich jedoch, dass eine explizite Fixierung von Regeln auf Verfassungsebene allenfalls eine notwendige, jedoch noch keine hinreichende Bedingung dafür ist, dass diese Regeln auch im wirtschaftspolitischen Prozess bestandskräftig sind.<sup>462</sup> Die Situation korrespondiert wiederum mit dem Gefangenendilemma infolge der bestehenden Konfliktsituation zwischen dem Eigennutz politischer Akteure und dem Ziel der Erlangung gesellschaftlicher Wohlstandsgewinne: Wenn eine Partei davon ausgeht, dass andere politische Gruppierungen Wahlgeschenke zur Pflege spezieller Interessengruppen verteilen, wird sich diese Partei mit ihren fiskalpolitischen Wahlversprechen ebenfalls nicht zurückhalten können.<sup>463</sup> Die zusätzliche Aufnahme von Krediten ermöglicht den Transfer zukünftigen Nutzens in die Gegenwart, womit es

---

<sup>457</sup> Vgl. Berthold/Koch (2007), S. 14.

<sup>458</sup> Vgl. Busemeyer (2004).

<sup>459</sup> Als Überblick zu politökonomischen Schuldenansätzen vgl. Persson/Tabellini (2000).

<sup>460</sup> Vgl. Mukherjee et al. (2011), 201 ff.

<sup>461</sup> Zu weiteren politischen und ökonomischen Determinanten von Haushaltsdefiziten in industrialisierten Demokratien vgl. Roubini/Sachs (1989), S. 903 ff.

<sup>462</sup> Vgl. Schmidt (2008), S. 1.

<sup>463</sup> Zur Schuldenpolitik in Abhängigkeit von bestehenden Wahlsystemen vgl. Weizsäcker (2009), S. 9 f.

amtierenden politischen Amtsträgern ermöglicht wird, die Preise für ihre Programme zu reduzieren.<sup>464</sup> Politische Erträge werden dabei zu Lasten negativer externer Effekte auf diese Weise generiert.<sup>465</sup>

### **Dilemmastruktur Nr. 6: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt**

Unter dem Begriff Stabilitäts- und Wachstumspakt werden Absprachen verstanden, die in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion finanzpolitische Stabilität gewährleisten sollen. Ein Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist es demnach, die Haushaltsdisziplin der Signatarstaaten sicherzustellen und übermäßige Defizite zu vermeiden. Die Mitgliedstaaten koordinieren dabei ihre Wirtschaftspolitik. Aus Sicht der Institutionenökonomik liegt dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ein unvollständiger (relationaler) Vertrag zugrunde, der mit Anreizproblemen aufgrund von vor oder nach Vertragsabschluss auftretenden asymmetrischen Informationen geprägt und insofern mit Lücken behaftet ist.<sup>466</sup> Die Stabilität in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion besitzt den Charakter eines öffentlichen Gutes. Vom Nutzen solider Fiskalpolitik vertragstreuer Länder der Euro-Zone lassen sich jene Staaten mit unzureichenden Konsolidierungsanstrengungen nicht exkludieren, die ihre eigene Nutzenmaximierung im Sinne des Gemeinschaftsguts Finanzstabilität nicht begrenzen und die dadurch entstehenden Kosten kollektivieren. Während sich für unsolide wirtschaftende Regierungen in einem nationalen Währungsraum unmittelbare Konsequenzen in Form steigender Risikoprämien und dadurch bedingter höherer Refinanzierungskosten sowie Inflations- und Wechselkursrisiken einstellen, werden in einem gemeinschaftlichen Währungsraum diese Risiken nivelliert. Der pareto-optimale Gleichgewichtszustand wird durch eigennutzorientiertes Individualverhalten nicht erreicht, es wird vielmehr eine im Ergebnis für alle Staaten ineffiziente Lösung erzielt. Dieses Free-Rider-Syndrom fällt umso mehr ins Gewicht, je stärker sich der Euroraum als eine Haftungsgemeinschaft begreift und die Rechtswirksamkeit der so genannten No-Bailout-Klausel in Artikel 104b des Maastrichter Vertrages zur faktischen Bedeutungslosigkeit degeneriert.

Für einzelne opportunistisch agierende Regierungen existieren folglich zur Erzielung

<sup>464</sup> Vgl. Berthold/Koch (2007), S. 7.

<sup>465</sup> Zur Bedeutung der Staatsverschuldung im politischen Wettbewerb und die diesbezügliche Verursachung negativer externer Effekte vgl. ebd., S. 7 ff.

<sup>466</sup> Vgl. Ohr/Schmidt (2003), S. 8 f.

kurzfristiger Publikumserfolge Anreize zu Haushaltsdefiziten und höheren Staatsschulden bis hin zu exzessiver Schuldenakkumulation, die zu Lasten jener Mitglieder eingegangen werden, die sich einer Budget- und Schuldendisziplin verpflichtet sehen. Obwohl rechtlich der Stabilitätspakt in solchen Fällen Sanktionsmechanismen formell vorsieht, konnten Defizitsünder bislang nach Lage der Dinge davon ausgehen, aufgrund mangelnder Durchsetzungswilligkeit bzw. -fähigkeit von Strafmaßnahmen verschont zu werden.<sup>467</sup> Die Situation gleicht einem Gefangenendilemma der Spieltheorie:

<b>Land A</b> \ <b>Land B</b>	Einhalten von Budgetrestriktionen	Abweichen von Budgetrestriktionen
Einhalten von Budgetrestriktionen	(R/R) (3,3)	(S/A) (1,4)
Abweichen von Budgetrestriktionen	(A/S) (4,1)	(P/P) (2,2)

Tab. 5: Anreizstruktur im Gefangenendilemma eines Zwei-Staaten-Beispiels.<sup>468</sup>

Obige Entscheidungsmatrix mit  $A > R > P > S$  erklärt sich wie folgt:<sup>469</sup>

**A** repräsentiert den sogenannten Ausbeutungsgewinn. Innerhalb einer Währungsunion besteht dieser vor allem darin, dass ein Staat durch höhere Verschuldung erreicht, einen Teil der gemeinschaftlichen Ersparnisse zu absorbieren, der zur Realisierung einer individuellen expansiven Haushaltspolitik verwendet wird.

**S** verkörpert den Nachteil für einen Staat, wenn der andere sich für die Abweichungsstrategie entscheidet, während er selbst vertragskonform agiert. Dieser Schaden kann etwa durch steigende Zinsen, höhere Inflationsraten oder durch Wechselkursanpassungen gegenüber Staaten außerhalb der Währungsunion auftreten.

**R** stellt die Situation dar, in der beide Länder Budgetdisziplin verfolgen und dadurch in den Genuss niedriger Zinsen und Geldentwertungsraten kommen.

**P** kennzeichnet die Konstellation, bei der keine der beiden Seiten stabilitätspolitische Vorgaben einhält. Negative Konsequenzen treten in Form steigender Zinsen und Inflati-

<sup>467</sup> Zur prozeduralen Gestaltung von Sanktionsmechanismen im Stabilitätspakt vgl. Ohr/Schmidt (2003), S. 21 ff.

<sup>468</sup> Schmidt (2008), S. 6.

<sup>469</sup> Im Folgenden in sehr enger Anlehnung an ebd., S. 6 f.

on sowie allgemeiner Bonitätseinbußen auf, die einen Abwertungsdruck auslösen können. Für einen einzelnen Staat gereicht die Situation P gegenüber S deshalb zum Vorteil, weil dieser im nationalstaatlichen Rahmen Ausgabenprogramme für seine individuellen Zwecke nutzen kann, der sich einstellenden Negativfolgen für die Stabilität im Ganzen zum Trotz.

Bei der Maximierung des Nutzens existiert die dominante Strategie für Land A und Land B in für die Währungsunion im Ganzen abträglichen Haushaltsdefiziten. Hierdurch wird das pareto-inferiore Ergebnis (PP) erzielt. Es besteht ein Nash-Gleichgewicht bei dieser Strategiekombination, bei der beide Staaten sich von den vertraglichen Vereinbarungen entfernen. Damit ist der Stabilitätspakt nicht stabil, da sich jedes Land vermeintlich besser stellt, wenn es hiervon abweicht.

Der Kooperationsalternative (R,R), die alle Staaten gegenüber dem unregulierten Konfliktaustrag präferieren würden, stehen jedoch rationale Anreize für jedes Land zur Defektion bzw. des „free riding“ gegenüber, um einen höheren eigenen Nutzen zu erzielen. Ein einzelner Staat kann seine Nettoposition bei Wahl der Abweichungsstrategie verbessern, während das Land, welches sich vertragskonform verhält, den Schaden S erfährt. Durch die Auslagerung der Geldpolitik auf die EZB können einzelne Staaten in der Währungsunion damit rechnen, dass die Kosten einer mangelhaften fiskalpolitischen Performance nicht alleine auf sie selbst zurückwirken, sondern vielmehr von den anderen Teilnehmern durch eine gemeinsame Geldpolitik mitgetragen werden.<sup>470</sup> Es existieren somit Verhaltensanreize, das kooperative Verhalten des anderen Staates auszubuten, weil sich die Defektion lukrativer darstellt als Kooperation. Die Folge ist, dass beide Partner zu der einzigen Gegenmaßnahme gegen drohende Ausbeutung greifen, die sie für sich allein kontrollieren: Die (präventive) Gegendefektion.<sup>471</sup> Die Akteure erreichen es nicht, eine glaubwürdige Verhaltensbindung zu erzielen.<sup>472</sup> Im Ergebnis wird in diesem Fall eine für alle Länder suboptimale Lösung erzielt.

Die Wirtschaftskraft eines einzelnen Landes entspricht in Relation zur gesamten Wäh-

<sup>470</sup> Zu Interdependenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik vgl. Walsh (2003), S. 140 und Woodford (1995) und zur Interaktion (bzw. dem Interagieren) von Geld- und Fiskalpolitik vgl. Dixit/Lambertini (2003) und Ohr (1996), S. 104.

<sup>471</sup> Obgleich die Beteiligten ein gemeinsames Interesse an einer Kooperation besitzen, impliziert die Problemstruktur für die einzelnen Spieler im Gefangenendilemma eine „präventive Gegenausbeutung“ der einzelnen Spieler. Vgl. Homann/Suchanek (2005), S. 32.

<sup>472</sup> Zur Bedeutung der Glaubwürdigkeit vgl. Kydland/Prescott (1977), S. 473 ff. und Barro/Gordon (1983), S. 589 ff.

rungsunion nur einem Anteil in Höhe von  $1 - \alpha$ , wobei  $\alpha$  mit dem gesamten ökonomischen Gewicht der sonstigen Teilnehmerländer korrespondieren soll.<sup>473</sup> Die EZB richtet ihre diesbezüglichen Entscheidungen in der Währungsunion an Durchschnittsgrößen aus, so dass  $1 - \alpha$  somit geringer ist als der Durchschnitt in der Währungsunion. Im Falle höherer Ausgaben des Landes A wird folglich die EZB nur unterproportional mit Maßnahmen antworten, woraus sich für das betreffende Land Ausbeutungspotenziale zu Lasten der übrigen Mitglieder der Währungsunion ergeben. Die Situation verschärft sich infolge des geringer werden Gewichts  $1 - \alpha$  eines individuellen Landes bei einer Zunahme von Mitgliedern in der Währungsunion.

### **3.8. Die Banken mit Geschäftsmodellen der destabilisierenden Uniformität**

#### **3.8.1. Die Erschließung neuer riskanter Geschäftsfelder der Banken**

Eine hohe Verantwortung für die gegenwärtige internationale Finanzkrise ist den Banken zuzuschreiben. In Erwartung steigender Immobilienpreise vergaben US-Hypothekeninstitute in großer Zahl Kredite an Hauskäufer ohne ausreichende Prüfung der Bonität. Hunderttausende Amerikaner folgten ihrem Lockruf und verschuldeten sich weit über ihre finanziellen Verhältnisse. Im Zuge steigender Zinsen konnten jedoch mehr und mehr Hauseigentümer ihren Zins- und Tilgungszahlungen nicht mehr nachkommen und gaben ihre Immobilien wieder auf. In vielen Fällen erfolgte die Zwangsversteigerung. Die Grundstückspreise brachen daraufhin aufgrund des nunmehr gestiegenen Angebots mit der Folge ein, dass eine immer größer werdende Anzahl von Hypotheken nicht mehr vollständig durch den Wert der Eigenheime gedeckt war.

Die amerikanischen Hypothekenbanken selbst hielten allerdings den größten Teil der ursprünglich von ihnen vergebenen Immobilienkredite nicht in ihren eigenen Büchern, sondern diese wurden zu sogenannten Mortgage-Backed-Securities (MBS) verbrieft, zu Paketen gebündelt und in Hypotheken-Pools zusammengefasst. Es entstanden auf diesem Wege Wertpapiere unterschiedlicher Rendite- und Risikoklassen, die über zwischengeschaltete Investmentbanken institutionellen Investoren verkauft wurden. In den meisten Fällen hatte das emittierende Finanzinstitut keinen Selbstbehalt an diesen Papieren, vielmehr ging das Risiko dabei mehr oder weniger vollständig auf die Erwerber über. Mit der einmaligen Securitization (Verbriefung) war es jedoch nicht getan, son-

<sup>473</sup> Vgl. hierzu und zu den weiteren Ausführungen Uhlig (2002), S. 14 ff.

dern die Investmentbanken setzten diesen Prozess fort, indem immer wieder aufs Neue Pools von Forderungen gebildet, verbrieft und in vermeintlich sichere und riskantere Tranchen zerlegt und vermischt wurden. Je nachdem, wie hoch das einzelne Risikoprofil im Portfolio zu bewerten war, konnten Erwerber dabei relativ hohe Renditen erzielen. Für die fortgesetzte Ausweitung der involvierten Volumina waren u.a. folgende Faktoren ursächlich:<sup>474</sup>

Ein hohes Interesse der Hypothekenbanken an immer neuen Verbriefungsaktionen bestand deshalb, weil dadurch erhebliche Einnahmen durch Ausübung unterschiedlicher Dienstleistungsfunktionen wie etwa Prüfung der Bonität, der Beratung und Vermittlung von Krediten generiert werden konnten. In die gleiche Richtung wirkten sogenannte „cash-back-Darlehen“, die in der Erwartung weiter haussierender Immobilienpreise vergeben worden waren. Die erworbenen Eigenheime wurden hierbei zum Teil weit über 100 Prozent finanziert und der den Immobilienwert übersteigende Betrag wurde von Hauskäufern für Konsumzwecke genutzt. Den Hauseigentümern war es auf diese Weise zudem möglich, steuerliche Vorteile zu erzielen, da nunmehr auch Zinsen der eigentlichen Verbraucherkredite unter dem Deckmantel erworbener Immobilien steuerlich geltend und abgesetzt werden konnten, was bei originären Konsumentenkrediten nicht der Fall gewesen wäre. Des Weiteren wurde es dem Erwerber von Immobilieneigentum hierdurch ermöglicht, die in den USA übliche Wertzuwachssteuer zu mindern bzw. ganz zu umgehen, da ein höherer Einstandspreis für das Grundvermögen nunmehr zu Buche stand. Durch diese Methoden überstiegen die Hypothekendarlehen zum Teil beträchtlich den tatsächlichen Wert der ihnen zugrunde liegenden und als Sicherheit dienenden Realwerte. In analoger Art und Weise waren auch die auf dem Grundvermögen basierenden MBS nicht vollständig durch wirkliches Immobilieneigentum gedeckt.

Am Ende ging allerdings die Transparenz über die wahren Risiken verloren und der Komplexität strukturierter Finanzpakete wurde man nicht mehr Herr. Das außerordentlich hohe Engagement einer Vielzahl von Kreditinstituten im US-Hypothekenmarkt hat seither das Vertrauen in das Risikomanagement der Banken erheblich beschädigt. Das den Verbriefungskaskaden zugrunde liegende Risiko schien zwar dank ausgefeilter Produktvariationen sowie der angewandten mathematischen Modellrechnungen zunächst beherrschbar. Risiken, die aus der möglichen individuellen Zahlungsunfähigkeit einzel-

---

<sup>474</sup> Vgl. Sinn (2009d), S. 131 ff.

ner Hauseigentümer entstehen konnten, fanden auch Eingang in komplexe Analysen. Übersehen wurden jedoch makroökonomische Risiken, die u.a. auch einen möglichen Zusammenbruch eines überhitzten Immobilienmarktes beinhalten. Außerdem mangelte es in diesen Modellen an der Einbeziehung existenter Vernetzungen zwischen den einzelnen Akteuren, die zu Dominoeffekten im Falle eintretender Schieflagen führen können. Gerade mit dem unkontrollierten Einsatz von Credit Default Swaps (CDS) zur Abdeckung von Kreditausfallrisiken hatte die gegenseitige Vernetzung der Finanzinstitute neue und gefährliche Stufen erklommen.

Als ähnlich problematisch erwies sich die Refinanzierung der von den Investmentbanken außerhalb ihrer Bilanzen geführten und auf Fristentransformation bzw. Zinsarbitrage ausgelegten rechtlich selbständigen Zweckgesellschaften, nachdem später auch der internationale Kreditmarkt kollabiert war. Deren Geschäftszweck gründete sich in der Hauptsache auf den Erwerb hochverzinslicher und forderungsbesicherter Anleihen aus dem US-Immobilienmarkt, ferner wurden aber auch Anleihen erworben, die auf Verbriefungen von Leasing-Verträgen, Ratenverträgen für Kraftfahrzeuge oder Kreditkartenverpflichtungen basierten. Für die beteiligten Banken war ein Verkauf dieser Forderungen an ihre untergeordneten Finanzgesellschaften deshalb von Vorteil, weil dadurch bankspezifische Risiken (Ausfall- und Zinsänderungsrisiko sowie das Risiko der Anschlussfinanzierung) von der Bankbilanz genommen werden konnten, so dass eine anteilige Unterlegung mit Eigenkapital nicht erforderlich wurde.<sup>475</sup> So war nach deutschem Handelsrecht eine bilanzielle Konsolidierung dieser rechtlich selbständigen Zweckgesellschaften nicht vorgesehen, so dass diese im Jahresabschluss weitgehend unsichtbar blieben.<sup>476</sup> Das Engagement einzelner Banken über solche auch als Structured Investment Vehicles (SIV) oder Conduits bezeichneten Finanzgesellschaften betrug unter Ausnutzung des Leverage-Effekts teilweise ein Vielfaches ihres Eigenkapitals. Durch diese Praxis war es den Finanzinstituten möglich, sehr hohe Eigenkapitalrenditen zu erwirtschaften, ohne die sonst üblichen Risikostandards einzuhalten. Zudem wurden Steuervorteile realisiert, indem eine größere Anzahl von Conduits in Offshore-Zentren bzw. Steueroasen ansässig waren. Dabei wurden die erworbenen langfristigen Aktiva in Umsetzung ihrer Strategie der Fristentransformation mit kurzfristigen Geldmarktpapieren gegenfinanziert. Aufgrund ihrer rechtlichen Selbständigkeit waren die SIV zwar vor

---

<sup>475</sup> Vgl. Franke/Krahn (2007), S. 13.

<sup>476</sup> Nach den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS gelten neuerdings strengere Konsolidierungsregeln.

etwaigen Finanzproblemen der hinter ihnen stehenden Banken geschützt, was umgekehrt üblicherweise jedoch nicht zutrifft. Vielmehr waren in der Praxis Liquiditäts- und Beistandszusagen der Banken gängig, die sich in einem besseren Rating und damit niedrigeren Finanzierungskosten für die Zweckgesellschaften auszahlten. Für nicht wenige Banken wurden allerdings juristische Kautelen in den Verträgen zum Verlustgenerator, die ihre Zweckgesellschaften abgeschlossen hatten. Als besonders gefahrvoll erwiesen sich hierbei sogenannte „Event of default triggers“, die de facto Wetten auf die zukünftige Marktentwicklung darstellten. Solche Wertauslöser wurden in den Kontrakten aufgenommen, um Investoren wie die Inhaber von Commercial-Papers zu schützen, die zur kurzfristigen Refinanzierung der Zweckgesellschaften mit einer Laufzeit von meist 30 bis 90 Tagen eine Rolle spielen. Die Trigger wurden dabei ausgelöst, wenn der Wert bestimmter Aktiva betroffener Zweckgesellschaften festgelegte Schwellen unterschritt. Vertragsbedingungen sahen in diesem Falle eine vorzeitige Auflösung der Transaktion vor, die bis zu einer erzwungenen kostenträchtigen Liquidation der Bilanzaktiva führen konnte.<sup>477</sup> Im Zuge notleidender Immobilienkredite in den USA trat ein solches Szenario ein und die Wertpapierbestände erlitten sodann der relativ guten Ratings zum Trotz erhebliche Wertverluste. Daraufhin versiegten die Refinanzierungsquellen und die dadurch einsetzenden Zahlungsschwierigkeiten der Zweckgesellschaften mussten von ihren Eignerbanken aufgefangen werden.<sup>478</sup>

Außerhalb der Vereinigten Staaten verursachten in Deutschland die beiden Institute IKB und Sachsen LB die ersten Schlagzeilen aufgrund hoher Wertberichtigungen. Bei der IKB hatte sich ihre Zweckgesellschaft mit dem Namen „Rhineland Funding“ verspekuliert. Insgesamt steckten 17,5 Milliarden Euro in Finanzprodukten zweitklassiger Immobilienkredite. Nur durch eine Bürgschaft in Milliardenhöhe der Anteilseignerin, der staatlichen Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), konnte eine Insolvenz verhindert werden. Dagegen war der Konkurs der Sachsen LB nur durch Kredite der Sparkassen-Finanzgruppe und Bürgschaften des Freistaats Sachsen sowie dem anschließenden Notverkauf an die Landesbank Baden Württemberg (LBBW) zu vermeiden. Weitere, von der Kreditkrise betroffene deutsche Banken waren u.a. die LBBW selbst, die Bayern LB und die Deutsche Bank mit einem zum Teil massiven Abschreibungsbedarf.<sup>479</sup> Mit

---

<sup>477</sup> Vgl. Franke/Krahn (2007), S. 13.

<sup>478</sup> Vgl. ebd.

<sup>479</sup> Zu Moral Hazard-Problemen aufgrund staatlicher Gewährsträgerhaftung bei deutschen Landesbanken vor dem Hintergrund der Savings & Loan-Krise in den USA vgl. Sinn (1997), S. 95 ff.

Blick auf die Sächsische Landesbank stellte der Finanzminister des Landes Sachsen am 11. März 2008 ein von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Ernst & Young erstelltes Gutachten über die Geschäftspraktiken dieser Bank der Presse vor, das zuvor das Sächsische Finanzministerium in Auftrag gegeben hatte und dem Haushaltsausschuss des Parlaments vorgelegt worden war. Diese, von der deutschen Presse in Auszügen wiedergegebene Expertise, schildert das Versagen der Landesbank und liefert in exemplarischer Art und Weise Einblicke, wie das Vorgehen der in die US-Hypothekenkrise involvierten Kreditinstitute zu erklären ist:<sup>480</sup> Demnach seien die Risiken der hochkomplexen Finanzmarktaktivitäten auf der Basis von verbrieften Darlehen und anderen synthetischen Anlageprodukten ohne direkte Verbindung von der Sachsen LB und ihrer Dubliner Tochtergesellschaft Sachsen LB Europe (SLBE) unterschätzt, völlig unzureichend abgesichert und ausgewiesen worden. Dem Bericht nach stieg das außerbilanzielle Geschäftsvolumen in den Conduits zwischen 2003 und 2007 von vier auf 26 Milliarden Euro. Hinzu kamen auf die eigene Bilanz genommene strukturierte Produkte dieser Art in Höhe von 13 Milliarden Euro. Von besonderer Problematik war Ernst & Young zufolge das Volumen in der Finanzgesellschaft „Ormond Quay“. Über eine Patronatsklärung hatte sich die Sachsen LB und SLBE verpflichtet, über die üblichen Liquiditätszusagen hinaus für sämtliche wirtschaftliche Risiken aufzukommen (Valuation Agreement). Diese betragen im August 2007 bereits 17 Milliarden Euro, für die das Land Sachsen als Gewährträger haftete. Der Bankvorstand hatte es unterlassen, das risikoträchtige Valuation Agreement in die Risikomanagementsysteme der Bank einfließen zu lassen und diese Verpflichtung in die regelmäßigen Risikoberichte und Rechnungslegung der Bank einzubeziehen.<sup>481</sup> Das trifft auch auf die Erhöhung der Liquiditätsfazilität für Ormond Quay im Juni 2005 zu, wodurch dieser Conduit sogar ein Finanzvolumen von bis zu 43 Milliarden Euro erreichte. Der Kenntnis der Immobilienkrise seit März 2007 zum Trotz habe die Bank ihre risikoreichen Aktivitäten nicht begrenzt, sondern vielmehr diese noch ausgeweitet. So sei das Structured Investment Vehicle „Sachsen Funding“ noch im März 2007 aufgelegt worden.

---

<sup>480</sup> Vgl. SMF (2008).

<sup>481</sup> Zu ethischen Konflikten bei der Unternehmensrechnung vgl. Küpper (2006), S. 257 ff.

### **Dilemmastruktur Nr. 7: Aggressiv expansive Geschäftspolitik der Banken**

Obwohl eine verbesserte Schockresistenz für die privatwirtschaftlichen Nutznießer des Finanzmarktes selbst lohnenswert wäre, berücksichtigen diese bei ihren geschäftlichen Aktivitäten nicht jene Risiken, die mit der Übernutzung von Finanzmarktressourcen verbunden sind. Ein einzelner Akteur besitzt demnach nur geringe Anreize, für die Aufrechterhaltung der Finanzmarktstabilität einen eigenen Beitrag zu leisten, vielmehr gewinnt das Verhalten eines „Free-Rider“ die Oberhand. Finanzmanager sind auf der ständigen Suche nach Geschäftsmodellen, die ihnen bei formeller Befolgung des geltenden Rechts höhere Gewinne in Aussicht stellen. Sie vernachlässigen dabei jedoch die Gefahr, sich unter Ausnutzung jedweder Freiräume in Sphären zu begeben, in denen die Verhältnisse von Chancen und Risiken nicht mehr korrespondieren. So haben vor allem systemisch bedeutsame Finanzinstitute zunehmend integrierte Geschäftsformen wie das Asset Management, das Investment- und Private Banking unter einem Dach zusammengeführt, um auf diese Weise höhere Erträge durch Nutzung existenter Synergiepotenziale zu generieren. Mit dem Glass-Steagall Act aus dem Jahre 1933 war in den USA schon frühzeitig nach der Weltwirtschaftskrise der Zwanzigerjahre eine Trennung zwischen jenen Geschäftsbanken vollzogen worden, die im klassischen Einlagen- und Kreditgeschäft tätig waren und solchen, die ihre geschäftlichen Aktivitäten verstärkt auf den Wertpapierhandel gerichtet hatten. Nach intensivem Lobbying löste der US-Kongress jedoch im Jahre 1999 dieses Gesetz mit der Folge auf, dass sich fortan vermehrt Zusammenschlüsse von Investment- und Geschäftsbanken sowie von Versicherungsunternehmen vollzogen.<sup>482 483</sup> Außer Acht gelassen wurden mit einer solchen Geschäftspolitik jedoch systeminhärente Interessenkonflikte und eine Zunahme systemischer Risiken, für die keine adäquate Vorsorge getroffen wurde. Ungeachtet dessen bezeichnet ein Arbeitspapier des IMF das Ausmaß des politischen Einflusses der US-Finanzindustrie durch Lobbyisten in den USA als mögliche Ursache eines systemischen Risikos.<sup>484</sup> Ein weiteres Beispiel hoher Brisanz sind die von den Banken außerhalb ihrer Bilanzen geführten und auf Fristentransformation bzw. Zinsarbitrage ausgelegten rechtlich selbständigen sowie unterkapitalisierten Zweckgesellschaften,

<sup>482</sup> Vgl. Roubini/Mihm (2007), S. 107 f.

<sup>483</sup> Zu weiteren Änderungen im US-Finanzsystem als mögliche Ursachen der Finanzkrise vgl. Tichy (2010), S. 358 ff.

<sup>484</sup> Vgl. Igan et al. (2009), S. 27.

bei denen die Kreditinstitute existente Regulierungslücken zwar zu ihrem Vorteil, jedoch zu Lasten der Systemstabilität auszunutzen versuchen. Das Engagement einzelner Geldhäuser über solche „Off-balance-sheet vehicles“, die mit zu den zentralen Verursachungsfaktoren der Krise überhaupt zu zählen sind, betrug teilweise unter Ausnutzung des Leverage-Effekts ein Vielfaches des bankspezifischen Eigenkapitals.<sup>485</sup> Die Geldhäuser manövrierten sich jedoch mit diesen Transaktionen aufgrund einer nur „patchworkartigen“ Regulierungspraxis in eine Schattenbankenwelt.<sup>486</sup> Am Ende waren die Eigenkapital- und Liquiditätsbasis sowie das Finanzierungspotenzial derart strapaziert, dass die entstandenen Risiken nicht mehr aus eigener Kraft bewältigt werden konnten. Aufgrund hoher Verflechtungsgrade in der Finanzwelt und der vorhandenen Systemrelevanz einzelner Bankinstitute wurde auf diese Weise das Risiko ihres finanziellen Zusammenbruchs auf den Staat und damit auf die Gesamtheit der Steuerzahler übertragen.<sup>487</sup> Die Kreditinstitute erlangten infolgedessen Vorteile aus einer kostenfreien Absicherung gegen ihren eigenen Konkurs und hatten von diesem faktischen und die Allokation verzerrenden staatlichen Bestandsschutz bereits über viele Jahre zuvor Nutzen gezogen. Große Finanzhäuser konnten sich aufgrund ihrer Bedeutung günstiger als kleinere Wettbewerber refinanzieren und waren somit u.a. in der Lage, riskantere Geschäfte zu tätigen. Die am Markt angebotenen Finanzopportunitäten eröffneten den Banken in Verbindung mit mangelnden institutionellen Stützen im Vorfeld der Finanzkrise enorme Ertragsmöglichkeiten, die durch den Einsatz entsprechender Kredithebel zusätzlich gesteigert werden konnten. Der Erfolg verstärkte sich über lange Zeit selbst. Investmentbanker, deren Einkommen und Ansehen von guter Performance abhingen, wollten und konnten sich diesen riskanten Geschäften nicht entziehen. Sie hätten andernfalls Einkommenseinbußen hinnehmen müssen und wären im Zuge schlechterer Ergebnisse und fallender Börsenkurse im Vergleich mit ihren Konkurrenten vom Markt bestraft und ihre im globalen Wettbewerb ausgesetzten Institute womöglich von Konkurrenten oder Finanzinvestoren übernommen worden.

Die Finanzmarktakteure waren gleichermaßen Treiber als auch selbst Getriebene des Finanzmarktes. In einer Interaktionsstruktur dieser Art ist es dem Einzelnen nicht möglich, das Ergebnis allein zu kontrollieren, es mangelt an wirksamen Verhaltensbindun-

---

<sup>485</sup> Die außerbilanziellen Kunstgriffe waren bereits das große Problem bei dem US-Energiekonzern Enron, der im Jahre 2001 insolvent wurde, bei dessen Verschleierung von Risiken.

<sup>486</sup> Vgl. Pistor (2009), S. 552 ff.

<sup>487</sup> Vgl. ebd., S. 558 ff.

gen unter den Beteiligten. Die Versuchung ist stets vorhanden, dass einzelne Spieler defektieren, weil die Option „Nicht-Kooperation“ die individuell höheren Auszahlungen verspricht. Die Marktteilnehmer destabilisieren durch ihr Verhalten und misstrauen, wo Vertrauen angebracht wäre. Daher führt individuell rationales Verhalten zu kollektiv suboptimalen Ergebnissen, die Beteiligten geraten in die soziale Falle, in die kollektive Irrationalität. Es handelt sich bei dieser zur Anwendung kommenden Unternehmenspolitik nicht um die mehrfach zitierte Gier, der die Marktteilnehmer angeblich verfallen waren, sondern in Interaktionsstrukturen vom Typ Gefangenendilemma gebietet die individuelle Logik im Wettbewerb, auf Vorteile bedacht zu sein. Hierbei ist die Maximierung des Gewinns nicht Voraussetzung, sondern eine Konsequenz des Wettbewerbs. Die Marktakteure werden aus Gründen des Selbstschutzes zu einem Verhalten gemäß dem Konstrukt des Homo oeconomicus gedrängt.

Auch ist in Dilemmastrukturen dieser Natur nicht von anschließend einsetzenden Lernprozessen der Marktteilnehmer auszugehen. Wo kollektive Handlungen die Ursache von Fehlentwicklungen sind, kann gemeinschaftliches Lernen nur über die Implementierung von Institutionen einsetzen. Ausschließlich einer übergeordneten Instanz ist es möglich, durch Setzung eines Ordnungsrahmens Koordination zu erzwingen und damit Lösungen zu bewirken. Ein Beispiel ausbleibender Lernfähigkeit der Banken sind die mittlerweile u.a. von angelsächsischen Investmentbanken wieder ausgeschütteten exorbitant hohen Prämien für ihre Topmanager in einer Höhe, als hätte es die Weltfinanzkrise nicht gegeben. Ein weiteres Exempel ist die sich bildende gefährliche Blase bei Staatsanleihen bonitätsschwacher Peripherieländer der Europäischen Union. Aufgrund des aufgespannten Rettungsschirms der finanzstärkeren europäischen Staaten wiegen sich Kapitalmarktakteure beim Erwerb dieser hochverzinslichen Anleihen, deren Renditeniveau teilweise ein Vielfaches äquivalenter bundesdeutscher Bonds beträgt, in Sicherheit. Mit einer derlei faktischen staatlichen Garantie gegen Staatsinsolvenz werden jedoch maßgebende Marktmechanismen außer Kraft gesetzt und Moral Hazard-Probleme entfacht. Trotz extrem hoher staatlicher Garantiepakete misstrauen die Märkte gleichwohl der Zahlungsfähigkeit der betreffenden Schuldnerländer und schließen zukünftig Umschuldungen nicht aus, die mit entsprechenden Verlusten der Anleihegläubiger verbunden wären. Dennoch unterliegen Investoren mit der Zeichnung umfangreicher Anleiheemissionen wiederum dem Herdentrieb. Den Marktteilnehmern ist zwar das Unvermögen einzelner Staaten bekannt, ihre Schulden vollum-

fänglich zurückzuzahlen, dass ferner die Refinanzierung über Anleiheemissionen nicht unbegrenzt weitergehen kann und dass der Absturz früher oder später unausweichlich wird. Sie verfolgen dennoch einen kurzen Zeithorizont und rechnen damit, vor einer Verschlechterung der Marktsituation rechtzeitig aus ihren Positionen wieder aussteigen zu können oder dass letzten Endes finanzpotentere Staaten der Europäischen Union für eventuelle Ausfälle eintreten werden. Die Finanzakteure haben dabei stets ihre Mitspieler im Auge, wie diese agieren und reagieren und unterliegen einem systemimmanenten Binnendruck. Das drohende Unheil wird zwar erahnt, aber solange die Konkurrenz von diesen Geschäften nicht ablässt, will man nicht von außen tatenlos zusehen und Renditechancen wahrnehmen bzw. gegenüber der Performance von Wettbewerbern nicht ins Hintertreffen geraten. Das Spiel ähnelt dem Chicken Game der Spieltheorie. Wer als Erster bremst, überlässt seinem Mitspieler den Sieg, d.h. selbst der Ausstieg aus diesen risikobehafteten Transaktionen wird zum Risiko. Menschen neigen bekanntlich zu einem risikofreudigeren Verhalten, wenn sie andernfalls gegenüber ihren Referenzgruppen zurückfallen. Die für alle vor dem Hintergrund der zukünftig sehr fragwürdigen Fähigkeit einzelner Schuldnerländer, ihren Schuldendienst vollumfänglich leisten zu können, bessere Alternative, diese Geschäfte zurückzufahren oder auf diese ganz zu verzichten, kann sich nicht durchsetzen. Auch Appelle an die Moral der Akteure führen in diesen Fällen zu keinen Ergebnissen.<sup>488</sup>

Es ist Aufgabe des Staates, die Marktteilnehmer aus der Zwangslage von Gefangenendilemmata zu befreien. Markt und Wettbewerb können ihr inhärentes Potenzial zum Wohle der Menschen nur unter einer wirkungsvollen Rahmenordnung zur Geltung bringen. Im Zuge unzureichender Regulierung der Finanzmärkte wurde jedoch Raum für übermäßig riskante Transaktionen geschaffen. Durch politisch motivierte Fehlankreize und staatliche Fehlsteuerungen konnten Marktübertreibungen gedeihen, wie dies etwa die US-Zentralbank mit ihrer zu expansiven Geldpolitik bewirkte, die mit allzu niedrigen Leitzinsen konjunkturpolitische Ziele verfolgte, damit aber starke Anreize für einen überdimensionierten Investitionsboom und Überschuldung setzte.

---

<sup>488</sup> Akteure streben nach Vorteilen. Die dieser Arbeit zugrunde liegende Ethikkonzeption einer Ordnungsethik sieht ihren systematischen Ausgangspunkt in der Problematik der Implementation ethischer Normen und nicht in deren Begründung. Das Implementationsproblem wird dabei durch Institutionen gelöst. Vgl. u.a. Lütge (2005), S. 75.

### 3.8.2. Die Prävalenz von Risiken des Moral Hazard

Der Zweck von Kapitalmärkten ist die effiziente Allokation von Kapital. Große Bedeutung ist der Frage beizumessen, in welche Projekte, Technologien und Regionen diese Mittel investiert werden, um Weichen für wichtige Zukunftsentwicklungen zu stellen.<sup>489</sup> Es ist die Aufgabe der Akteure auf Kapitalmärkten, hierbei Chancen wahrzunehmen, und zwar unter Beachtung einer ausgewogenen Risikoevaluierung. Dieses Wechselspiel leistet der Innovationskraft einer Volkswirtschaft großen Vorschub. Bestehen zwischen den handelnden Personen allerdings systematische Informationsasymmetrien, erwachsen Anreizprobleme und Marktstörungen können die Folge sein, ebenso ein vollständiges Marktversagen.

Das Vorliegen asymmetrischer Informationen kennzeichnet einen Zustand, wenn Daten über wichtige Umstände zwischen Vertragspartnern beim Abschluss und/oder bei Erfüllung eines Kontraktes ungleichmäßig verteilt sind. Von Anreizproblemen ist die Rede, falls existente Interessenkonflikte die Realisierung von Kooperationsgewinnen beeinträchtigen oder vereiteln. Sie treten dann in Erscheinung, wenn durch eine Handlung verursachte Kosten oder Erträge bzw. Teile davon nicht beim handelnden Akteur selbst, sondern bei anderen zu Buche schlagen.<sup>490</sup> Die Grundlage für Moral Hazard bilden nachvertragliche Informationsasymmetrien. Ihren klassischen Ursprung hat diese Verhaltensart im Versicherungswesen und konkretisiert sich in der Gefahr, dass ein Kontrahent höhere Risiken eingeht als ohne Versicherungsvertrag, weil eventuell eintretende Folgen bzw. Kosten dem anderen Vertragspartner auferlegt werden. Die Informationsdifferenzen basieren entweder auf sogenannte Hidden Action und/oder Hidden Information. Im Falle von Hidden Action verfügt der Akteur über unvollständige Angaben und Entscheidungen des Transaktionspartners und kann dessen Handlungen nicht vollständig beobachten und seine Ergebnisse verifizieren, u.a. auch aufgrund prohibitiv hoher Kontrollaufwendungen.<sup>491</sup> Bei Vorliegen von Hidden Information lassen sich zwar die Handlungen beobachten, es mangelt allerdings dem schlechter Informierten an Fachkenntnis und Daten über Umweltbedingungen, die das Ergebnis der Aktionen des Partners beeinflussen, so dass insgesamt eine exakte Bewertung von dessen Leistungen

---

<sup>489</sup> Vgl. Koslowski (2005), S. 376 f.

<sup>490</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 43.

<sup>491</sup> Zu imperfekter Information über die Handlungen der Mitspieler vgl. Holler/Illing (2006), S. 44 f.

nicht vorgenommen werden kann. Das Ausnutzen von solchen Informationsdifferenzen kann zu Adverse Selection bzw. negativer Auslese führen.<sup>492</sup>

Das Aufkommen gefährlicher Fehlanreize wird auf Finanzmärkten insbesondere dann begünstigt, wenn dem Prinzip Haftung als einem konstituierendem Merkmal der Marktwirtschaft nicht die gebührende Geltung verliehen wird. Finanzmarktakteure werden dadurch zur systematischen Vernachlässigung von Risiken verleitet und es kommt leicht zu Übertreibungen und Zügellosigkeit. Geht eine risikoreiche Spekulation auf, ziehen die Investoren aus dieser ihren individuellen Nutzen. Erweisen sich gewisse Investitionen jedoch als Fehlentscheidung, werden die Folgekosten anderen aufgebürdet wie etwa dem Steuerzahler bzw. dem Staat, der in bestimmten Fällen schon aus seinem Eigeninteresse heraus zum Eingreifen gezwungen wird, um Schlimmeres zu verhindern. Das Risiko des Moral Hazard konkretisiert sich folglich in Verhaltensänderungen von Marktteilnehmern, wenn diese davon ausgehen können, dass sie im Schadensfall für ihre zuvor eingegangenen hohen Risiken nicht selbst in die Pflicht genommen werden, d.h. wenn Chancen und Risiken ungleich verteilt sind. Die derzeit andauernde Finanzkrise weist in mehreren Stadien gravierende Moral Hazard-Risiken auf.

### **Dilemmastruktur Nr. 8:**

#### **Einzelbeispiele von Moral Hazard-Risiken im Bankensektor**

Die grundlegende Konstruktion asymmetrischer Informationsverteilung und absenter Anreizkompatibilität wird durch das Gefangenendilemma als Modell interdependenter Entscheidungssituationen abgebildet. Die Aktionen des besser informierten Agenten zeigen Auswirkungen auf die Auszahlungen (Pay offs) des schlechter informierten Prinzipals. Individuell rationales Verhalten führt kollektiv zu verzerrter Allokation.

Ausgeprägte Moral Hazard-Risiken herrschten im Bankenbereich auf verschiedenen Ebenen und in unterschiedlichen Phasen vor. Aufgrund des Umstandes, dass die weiter unten zu beschreibenden Verhaltensweisen alle Finanzmarktteilnehmer betreffen, führt auch hier subjektiv rationales Bankverhalten im Kollektiv zu schlechteren Resultaten. Wie schon bei vergangenen Finanzkrisen zu beobachten war, lag auch der Ursprung der jüngsten Turbulenzen zum einen im Gebrauch überhöhter Kredithebel und zum anderen

<sup>492</sup> Vgl. Holler/Illing (2006), S. 46 f.

in der expansiven Nutzung bestimmter Finanzinstrumente, hier der Verbriefung US-amerikanischer Hypothekenanleihen. Kreditbeziehungen sind generell durch die Existenz asymmetrischer Informationen gekennzeichnet. Der Kreditnehmer hat gegenüber dem Kreditgeber einen Informationsvorsprung, was seine eigene finanzielle Lage angeht. Der Einsatz und die Anwendung hochkomplexer Finanzinstrumente setzt Klarheit und Kenntnis über deren Wirkungsmechanismus voraus.<sup>493</sup> Den einzelnen Investments lagen ganze Ketten von strukturierten und immer wieder neu verschnürten Verbriefungsaktionen zu Grunde, deren Tranchen mit sehr unterschiedlichen Risiken behaftet waren.<sup>494</sup> Die Komplexität der Finanzpapiere verschleierte dabei deren Risiken, obwohl es die Pflicht der Initiatoren solcher Produkte gewesen wäre, für Transparenz zu sorgen. Es ist offenkundig, dass an vielen Schnittstellen dieser Transaktionsketten gravierende Defizite zu verzeichnen waren, die auf Anreiz- und Informationsprobleme der beteiligten Marktteilnehmer zurückzuführen sind.

Hervorzuheben ist zunächst die in den USA aufgetretene Beziehungsentkopplung der Hypothekenbanken als Darlehensgeber mit den Käufern von Wohnungseigentum als Darlehensnehmer. Im Gegensatz zu traditionellen Kreditbeziehungen mit beiderseitigen längerfristigen Bindungswirkungen hielten die amerikanischen Institute, die zu Haufe Immobilienkredite vergaben, die dinglich gesicherten Forderungen nicht in ihren Büchern. Vielmehr wurden diese zur Refinanzierung nach dem Verfahren des „originate and distribute“ anschließend an Zweckgesellschaften veräußert, die von speziellen Investmentbanken als sogenannte Special Purpose Vehicles (SPV) gegründet worden waren. Die Hypothekenbanken erzielten dabei Einnahmen in Form von Gebühren und Provisionen aus der Darlehensvergabe und dem sich anschließenden Weiterverkauf der Kredite. Die Finanzinstitute befanden sich hierbei zunächst in einer scheinbar vorteilhaften Lage: Sie erwirtschafteten Gewinne, wenn die Kreditnehmer ihren Tilgungs- und Zinsverpflichtungen ordnungsgemäß nachkamen. Sie zogen allerdings aus diesen Geschäften in den Hochphasen des US-Immobilienbooms auch dann noch Nutzen, wenn ein Kredit nicht mehr bedient werden konnte und die Immobilie vorzeitig wieder in ihren Besitz zurückfiel. In der Zwischenzeit eingetretene Wertsteigerungen fingen entstandene Kosten wieder mehr als auf.<sup>495</sup> Durch die über Kapitalmärkte ermöglichte Re-

---

<sup>493</sup> Zur Komplexität strukturierter Finanzierungen vgl. BIZ (2005), S. 82 ff.

<sup>494</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.9.

<sup>495</sup> Vgl. Binding/Winteroll (2007), S. 3.

finanzierung von Kreditforderungen und der damit verbundenen Risiko-Entkoppelung bestanden für die beteiligten Institute darüber hinaus Anreize, immer mehr Hausinteressenten zur Aufnahme von Hypotheken zu bewegen, wobei sachgerechte Kreditwürdigkeitsprüfungen gegenüber den Darlehensnehmern zusehends nachlässiger gehandhabt wurden.<sup>496</sup> Diese Entwicklung gipfelte darin, dass vermehrt sogar sogenannte „Subprime Borrowers“ als einkommensarme Zielgruppe in das Blickfeld der Banken gerieten. Hierbei waren die Finanzierungsmodelle in der Weise konstruiert, dass zumindest anfänglich von einer Bedienung des Schuldendienstes rechnerisch ausgegangen werden konnte, u.a. begünstigt durch die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank. Allerdings stieg die finanzielle Belastung der Kreditnehmer im Laufe der Zeit an, so dass davon auszugehen war, dass die Schuldner die Ansprüche der Gläubiger aus der Bereitstellung des Hypothekarkredits nicht mehr voll erfüllen konnten. Diese Vorgehensweise führte im Vertragsverhältnis mit dem Kreditnehmer zu einer Pflichtverletzung seitens der Bank. Bei Vertragsabschluss sollten die Parteien darauf vertrauen können, dass der jeweils andere Kontrahent auch in der Lage ist, den Kontrakt zu erfüllen. Wichtige, aus der Unternehmensethik bekannte Handlungsanweisungen wurden durch diese Praxis missachtet. Aus der prinzipiellen Unvollständigkeit der Rahmenordnung folgt, dass die Finanzmarktakteure im Falle vorliegender unvollständiger Verträge individuell moralisches und faires Verhalten analog dem Geiste solcher Abmachungen praktizieren sollen.<sup>497 498</sup>

Des Weiteren bestand zwischen der Hypothekenbank als Originator und dem Sponsor als Erwerber einer Kreditforderung ein klassisches Moral Hazard-Problem, das auf Informationsasymmetrien fußt und ebenfalls Anreizprobleme hervorruft.<sup>499</sup> Die Securitization bewirkte, dass für die überwiegende Zahl der späteren Käufer der Verbriefungen keine direkte Beziehung zum originären Risiko vorhanden war. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Hypothekenbanken über die Beschaffenheit ihrer Kreditportfolios einen Informationsvorteil besaßen. Hierdurch erwächst die Gefahr, dass primär schlechtere Risiken dem Risikonehmer übertragen werden und die notwendige Sorgfalt bei der Bonitätsprüfung bei der Kreditvergabe unterbleibt.<sup>500</sup> Dies gilt umso

<sup>496</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 118 f.

<sup>497</sup> Zur Theorie unvollständiger Verträge vgl. Lütge (2007b), S. 5 ff.

<sup>498</sup> Zur Moral als Produktionsfaktor vgl. Pies (2007), S. 1 ff.

<sup>499</sup> Zur Lösung von Problemen asymmetrischer Information durch Banken vgl. Neuberger (1994), S. 31 ff.

<sup>500</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 120.

mehr, wenn der Risikoggeber keinen eigenen Selbstbehalt zurückbehält. Die Investmentbanken als Aufkäufer der Immobilienkredite bündelten diese nach mathematischen Kriterien, ordneten sie nach Risikoklassen und veräußerten die auf diese Weise kreierten strukturierten Wertpapiere weltweit an Finanzinvestoren wie Banken, Versicherungen und Hedgefonds. In der Tat besaß der Emittent dieser Finanzinnovationen ein wesentlich breiteres Know-how über die Struktur der zugrunde liegenden, nach außen intransparenten Wertpapierpools, und verfügte daher über erhebliche Vorteile bei der Evaluierung von Chancen und Risiken. Auch den Investmentbanken fehlten dabei in ihrer Funktion als Strukturierer die notwendigen Anreize, auf die Qualität der entwickelten Tranchen zu achten, da sie durch den Weiterverkauf nicht mehr mit deren Ausfallrisiken behaftet waren.<sup>501</sup> Für die Bezieher der verbrieften Zinspapiere gestaltete sich die Securitization daher äußerst intransparent, d.h. eine Verifizierung, ob beim Verbriefungs- und Strukturierungsprozess die notwendige bankübliche Vorsicht zur Anwendung gekommen war, konnte nicht erfolgen. Aber auch die Investoren vernachlässigten ihr eigenes Risikomanagement und delegierten die Qualitätsbeurteilung erworbener Papiere nahezu mechanisch auf Ratingagenturen als die für sie wichtigsten Informationsquellen,<sup>502</sup> die jedoch der Vielschichtigkeit dieser Finanzkreationen, deren Vertragswerke zum Teil mehrere hundert Seiten umfassten, selbst nicht mehr Herr wurden. Dennoch statteten sie diese mehrstufig verbrieften Anlagen mit guten Ratings aus, an deren Erstellung sie sogar zuvor teilweise selbst mitgewirkt hatten. Zudem hielten die institutionellen Investoren wie Banken und Versicherungen als Abnehmer der Kreditverbriefungen diese nicht auf ihrer eigenen Bilanz, sondern übertrugen die Wertpapiere unter Ausnutzung existenter Regulierungsarbitragen letztendlich auf ihre Ableger in Offshore-Gebieten, die sich in Form von Zweckgesellschaften extrem hoher Kredithebel bei ihrem Anlagemanagement bedienten und im Gegensatz zu den hinter ihnen stehenden Banken keinen Eigenkapitalrestriktionen unterworfen waren. Zur Erzielung von Zinsmargen wurde hierbei in hohem Maße auf die Möglichkeit der nicht-fristenkongruenten Finanzierung zurückgegriffen. Die abweichende Fristenparallelität von Kapitalbindung und Kapitalüberlassung implizierte allerdings massive Liquiditäts-

---

<sup>501</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.9.1.

<sup>502</sup> Zur Erstellung von Ratings bei Verbriefungstransaktionen mit zugrunde liegenden Kreditrisikomodelierungen vgl. Bartmann et al. (2009), S. 5.

risiken, die im Zuge der sich verschärfenden Finanzkrise in Form der Versagung von Anschlussfinanzierungen deutlich werden sollten.<sup>503</sup> Letzten Endes blieben die Eignerbanken aufgrund von Garantien gegenüber ihren Zweckgesellschaften im Obligo, konnten aber im Schadensfall auf ihre Rettung durch den Staat aufgrund ihrer Systemrelevanz vertrauen.

Die den Vergütungsmodellen von Managern zugrunde liegende Orientierung nach kurzfristiger Performance verstärkte hierbei das Interesse involvierter Investmentbanker am Erwerb hoher Stückzahlen von ABS-Emissionen, um dadurch von Zinsdifferenzgeschäften so viel wie möglich zu profitieren. Sie „spielten“ außerdem nicht auf eigene Rechnung, sondern mit fremden Geldern, wodurch ihr Handeln ebenfalls sorgloser wurde. Zwar mussten auch Bankmanager im Schadensfall unter Umständen mit Repressalien in Form ihrer Entlassung rechnen, allerdings blieben ihnen vertraglich vereinbarte hohe Boni in der Regel erhalten. Zudem vereinnahmten sie großzügig bemessene Abfindungen, wenn es zur vorzeitigen Vertragsauflösung kam, d.h. die tatsächliche Haftung für angerichtete Schäden war letzten Endes relativ geringer Natur. Generell sind durch Manager geführte Unternehmen der Prinzipal-Agent-Theorie zufolge mit einem Moral Hazard-Risiko behaftet. So beauftragen etwa bei größeren börsennotierten Firmen die Eigentümer (Aktionäre) in der Funktion des Prinzipals ein externes Management (Agent) mit der Leitung des Unternehmens. Hierbei versucht das Management seinen eigenen Nutzen zu maximieren und verfolgt Ziele, die nicht unbedingt mit denen der Eigentümer korrespondieren.

Im Vorfeld der Hypothekenkrise hatten offenbar die Banken kein Interesse daran, auf äußerst riskante Geschäfte zu verzichten. Einzelne Kreditinstitute verstärkten sogar ihr Engagement in Marktsegmenten der Verbriefung noch, als sich bereits Krisensymptome auf dem US-Immobilienmarkt abzeichneten. Als die Probleme aber immer deutlicher zutage traten und eine schier unaufhaltsam größer werdende Zahl von Investoren mehr oder weniger gleichzeitig den Ausstieg suchte, brachen die Märkte mit den bekannten Wirkungsketten ein. Die Zentralbanken als Kreditgeber letzter Instanz sahen sich nun gezwungen, zur Abwendung eines Kollapses des gesamten Finanzmarktes mit eigenen Rettungsmaßnahmen in das Marktgeschehen einzugreifen. So wurden den Finanzinstituten liquide Mittel binnen kürzester Zeit bereitgestellt und Notkreditpakete mit Hun-

---

<sup>503</sup> Zur Fristentransformation bei der Emission von ABS und CDO vgl. Bartmann et al. (2009), S. 8 ff.

dernten von Milliarden Dollar für insolvente Banken geschnürt. Zudem leitete die US-Notenbank trotz relativ hoher Inflationsraten eine Kehrtwende ihrer Zinspolitik ein, indem sie den Leitzins, der vor Ausbruch der Subprime-Krise noch 5,25 Prozent betragen hatte, über mehrere Teilschritte auf nur noch ein Prozent zurückschraubte. Ziel dieser Notanker war es, existenzbedrohende Liquiditätsengpässe im Bankensystem und eine sich ausbreitende systemische Krise zu bekämpfen. Weitere, von staatlicher Seite durchgeführte Interventionen gingen über die Geldpolitik hinaus und umfassten zunächst in den USA und später in Europa massive fiskalische Konjunkturspritzen mit der Gefahr von Fehl- und Überinvestitionen, um damit tendenziell dem sich abzeichnenden Abgleiten der Gesamtwirtschaft in eine Rezession entgegenzuwirken.<sup>504</sup>

Gegen die geschilderten staatlichen Maßnahmen und insbesondere die der Zentralbanken in ihrer Funktion als Lender of Last Resort werden erhebliche Einwände erhoben, da dadurch die Marktdisziplin untergraben wird. Nicht nur von Marktkritikern wird die mit einer solchen Praxis einhergehende Privatisierung von Gewinnen und Sozialisierung von Verlusten getadelt, was vor dem Hintergrund staatlicher Rettungsmaßnahmen gegenüber privaten Banken sowohl in den USA als auch in Europa zu einer vehementen Gerechtigkeitsdebatte geführt hat. In der Tat verkörpert eine auf diese Weise praktizierte implizite staatliche Bestandsgarantie für systemisch relevante Finanzinstitute den klassischen Fall des Moral Hazard: Erzielte Gewinne werden privat vereinnahmt, Verluste hingegen vom Staat bzw. vom Steuerzahler getragen. In der Fachwelt gehen die Meinungen darüber auseinander, ob staatliche Eingriffe tatsächlich verhindern sollten, dass Banken und ihre Eigentümer die Folgen von Fehlentscheidungen selbst vollumfänglich tragen sollten, um dadurch marktwirtschaftlichen Grundregeln Geltung zu verschaffen: Wer mit der Aussicht auf eine Belohnung ein hohes Risiko eingeht, sollte auch die Folgen tragen, wenn die Wette nicht aufgeht. Das diesbezüglich vorgebrachte ökonomische Prädikat des „Too big to fail“ oder „Too connected to fail“ beschreibt jedoch das Phänomen, dass Firmen und Banken ab einer bestimmten Größe vor einem Bankrott immun sind. Hierbei handelt es sich um einen relativ kleinen Kreis von Global Player beachtlicher Größe, die gegenseitig zu vernetzt und komplex sind, um sie nach marktwirtschaftlichen Grundsätzen abwickeln zu können. Bei der dadurch hervorgerufenen Erwartung, dass wichtige Akteure auf den internationalen Finanzmärkten in

---

<sup>504</sup> Zu den volkswirtschaftlichen Ergebnissen finanzpolitischer Stimuli als staatliche Gegenmaßnahmen auf die Krise vgl. Freedman et al. (2010), S. 506 ff.

Schief lagen aufgefangen werden, handelt es sich um ein fundamentales und bisher ungelöstes Problem freier Märkte.<sup>505</sup> Banken, deren Manager der Ansicht sind, sie würden nahezu unbegrenzten Versicherungsschutz aufgrund ihrer Größe genießen können, sind damit der Versuchung ausgesetzt, weiterhin übersteigerte Wagnisse einzugehen. Die letzte Finanzkrise hat deutlich illustriert, dass in Schieflage kommende große Finanzkonglomerate ganze Staaten in abnorme Notlagen versetzen können. Immerhin verfügt die größte Bankholding in den USA über eine Bilanzsumme, die 16 Prozent des US-BIP repräsentiert, während dieser Anteil bei den dortigen fünf größten Finanzkonglomeraten sogar 60 Prozent beträgt.<sup>506</sup> Die Sanktionswirkung einer möglichen Insolvenz existiert in solchen Fällen nicht, so dass eine wettbewerbsfördernde Entflechtung von Finanzinstituten dieser Größenordnung geboten erscheint.

Es ist die Aufgabe der Politik mit ihren Aufsichtsorganen, gegen solche Moral Hazard-Risiken mit der zugrunde liegenden gefährlichen Fehlsteuerung menschlichen Verhaltens frühzeitig vorzugehen und Übertreibungen und Kettenreaktionen zu durchbrechen. Eine weitere Erkenntnis aus der letzten Weltfinanzkrise ist, dass inhärente systemische Risiken im Finanzsektor unterschätzt wurden und Aufsichtsbehörden Finanzstabilität nicht gewährleisten konnten. Eine wirkungsvolle und zeitnahe Wahrnehmung dieser Verpflichtung setzt jedoch voraus, dass umfängliche Informationen über nationale und im Zuge der sich stark ausbreitenden weltweiten Vernetzung der Finanzmärkte auch über internationale Entwicklungen erarbeitet und verfügbar werden. Liegen jedoch hierzu Versäumnisse bereits vor und droht der Wirtschaft unmittelbar ein Systemkollaps, haben Regierungen kaum noch andere Alternativen als umfängliche Rettungsmaßnahmen einzuleiten. Die Folgen eines ausbleibenden Krisenmanagements wurden während der Krise von 1929 deutlich, als die gesamte Weltwirtschaft in einen Abgrund stürzte.<sup>507</sup> Marktreaktionen auf platzende Blasen sind unvermittelter Natur und erzwungene Preisadjustierungen schießen oftmals weit über das Ziel hinaus. Selbst intakte Kreditinstitute können von einer solchen Entwicklung überrollt und in existenzielle Not gebracht werden.

---

<sup>505</sup> Vgl. Issing/Krahn (2010), S. 14 f.

<sup>506</sup> Vgl. Hoenig (2010), S. 9.

<sup>507</sup> Zur Unterscheidung der aktuellen Krise von der von 1929 vgl. Fitschen (2010), S. 71.

### 3.9. Intransparente Finanzinstrumente als Krisenbeschleuniger

#### 3.9.1. Die Verbriefung von Krediten und Kreditrisiken

Mit der Verbriefung (Securitization) von Darlehensforderungen werden Buchkredite in handelbare Aktiva transformiert, wodurch eine Verknüpfung zwischen Kredit- und Kapitalmarkt hergestellt wird. Sie dienen dem Zweck des Managements von Kreditrisiken und stellen attraktive Refinanzierungsquellen für Banken dar, deren Bilanzen entlastet werden.<sup>508</sup> Tilgungs- und Zinszahlungsansprüche aus Krediten werden hierbei in Anleihen umgewandelt und anschließend über zwischengeschaltete Zweckgesellschaften von vorwiegend institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen, Pensions-, Investment- und Hedgefonds erworben. Im Zentrum der aktuellen Diskussion stehen innovative Kreditverbriefungen, die in den letzten zwei Jahrzehnten vor Ausbruch der Finanzkrise, begünstigt durch massive Deregulierung, außerordentlich stark an Boden gewonnen haben und vor allem in den USA<sup>509</sup> einen starken Auftrieb erfuhren, wo der Bestand an verbrieften Kreditforderungen schon vor der Finanzkrise insgesamt über 10 Billionen US-Dollar betragen hatte.<sup>510 511</sup> Insbesondere nutzten amerikanische Immobilienfinanzierer diese Formen des Risikotransfers in ausgiebiger Form.<sup>512</sup>

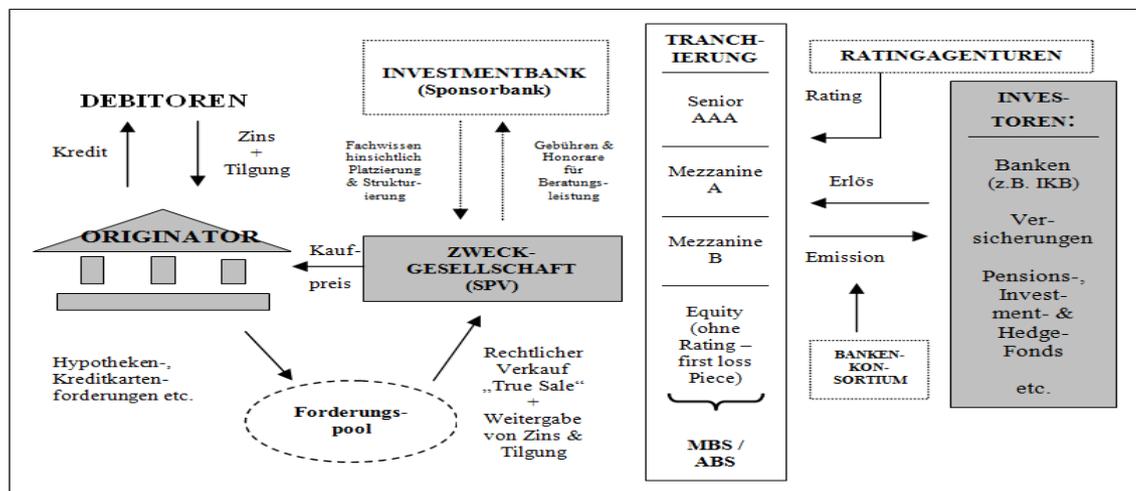


Abb. 13: Strukturskizze einer Forderungsverbriefung.<sup>513</sup>

<sup>508</sup> Vgl. Franke/Krahen (2009), S. 338.

<sup>509</sup> Zum relativ starken Wachstum des Verbriefungsmarktes in Deutschland als Folge der Verteuerung der Finanzierungskosten für Unternehmen aufgrund der neuen Kapitaladäquanzrichtlinie (Basel II) vgl. Wagenknecht/Reinhard (2007), S. 82 ff. Zum weltweiten Volumen der Forderungsverbriefung vgl. Franke/Weber (2007), S. 95 ff.

<sup>510</sup> Vgl. Bhatia (2007), S. 4.

<sup>511</sup> Zur Organisation des Verbriefungsprozesses vgl. Rudolph et al. (2007), S. 40 ff.

<sup>512</sup> Zu Kreditverbriefungen durch forderungsbesicherte Anleihen vgl. Burghof et al. (2000), S. 57 ff.

<sup>513</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Rudolph/Scholz (2007), S. 2f. und Bartmann et al. (2009), S. 3.

Am Anfang eines Verbriefungsprozesses steht die Veräußerung von Kreditforderungen der kreditgewährenden Bank (Originator). Hierbei ist es möglich, entweder die Forderungen im Rahmen einer echten Verbriefung (True Sale Securitization) mit allen zugrunde liegenden Rechten und Pflichten zu übertragen oder auf dem Wege einer unechten synthetischen Verbriefung (Synthetic Securitization) nur deren Ausfallrisiken über ein Finanzderivat, z.B. mittels eines Credit Default Swaps.<sup>514</sup> Die Kreditforderungen werden im Regelfall von einer Zweckgesellschaft erworben, die dafür im Gegenzug den Originatoren eine Kaufsumme zahlt, die von der SPV zuvor durch Emission von Asset Backed Securities (ABS) am Kapitalmarkt generiert wird. Die den Investoren zustehenden Zins- und Tilgungsleistungen werden aus dem Cash Flow der ursprünglichen Kreditnehmer bestritten und über die Zweckgesellschaft geleistet. Als Sicherheiten für die ABS dienen die den Transaktionen zugrunde liegenden Forderungen. Bei der zwischengeschalteten Zweckgesellschaft handelt es sich um ein „insolvenzfernes Finanzierungsvehikel“ mit begrenzter Lebensdauer, indem ihr Geschäftszweck nur auf die Verbriefungstransaktion beschränkt ist und sonstige Risiken aus anderen geschäftlichen Aktivitäten daher entfallen. Ferner rechnen die Kreditforderungen der SPV nicht zur Haftungsmasse der Originatoren.<sup>515</sup>

Mit der Verbriefung von Kreditforderungen entfernen sich die kreditgebenden Banken von ihrer historischen Rolle als beständiger Kreditgeber des „Buy and hold“, in der gewährte Kredite bis zu deren Tilgung in den Bilanzen der Originatoren verbleiben. Ihr modifiziertes Geschäftsmodell beinhaltet stattdessen in verstärktem Maße die Funktion eines Intermediärs, d.h. des „Buy and sell“ bzw. „Originate and distribute“.<sup>516</sup> Auf diese Weise werden Risikotransfermöglichkeiten genutzt, indem die aus den originären Kreditgeschäften resultierenden Risiken breiter gestreut und auf mehreren Schultern verteilt werden, was generell zur Steigerung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte beiträgt.<sup>517</sup> Die jeweiligen kreditgebenden Institute erlangen hierdurch größere Wachstumsspielräume, weil infolge der Verbriefung Aktiva aus ihren Büchern genommen und dadurch gebundenes Eigenkapital für neue Transaktionen freigesetzt wird. Es entspricht der Zweckbestimmung des Kapitals, dieses auf Märkten zum Einsatz zu bringen und auf diese Weise Wohlstand zu generieren.

---

<sup>514</sup> Vgl. Bartmann et al. (2009), S. 2.

<sup>515</sup> Vgl. ebd., S. 3.

<sup>516</sup> Vgl. Goodhart (2008), S. 334 f.

<sup>517</sup> Vgl. IIF (2008), S. 3 und Rudolph et al. (2007), S. 9 ff.

Die Securitization verringert darüber hinaus aufgrund der breiteren Risikostreuung das vor allem bei großen Krediten belastende Klumpen- bzw. Konzentrationsrisiko, durch das einzelne Finanzinstitute in existenzielle Bedrängnis geraten können, wenn ein Kredit notleidend werden sollte.<sup>518</sup> Die Verbriefung entfaltet im Allgemeinen aber auch für sonstige Marktteilnehmer positive Wirkungen. Infolge der Streuung der Kreditrisiken wird es einem größeren Investorenkreis ermöglicht, Anleihen aus Verbriefungsgeschäften zu erwerben und hieraus Erträge zu erwirtschaften. Die Zeichner von Kreditderivaten dieser Art tragen damit zu einer volkswirtschaftlich sinnvollen Risikostreuung bei, indem sie an der Vergabe von Krediten in indirekter Form partizipieren, wodurch das Risiko aufkommender finanzieller Schocks entschärft wird.<sup>519 520</sup>

Die wachsende Anzahl von Securitizationen ist jedoch auch mit Problemen verbunden. Zum einen führen diese zu makroökonomischen Risiken infolge einer möglich werden erheblichen Expansion globaler Kreditschöpfung, womit die Kontrolle der Notenbanken über die Kreditversorgung geschmälert wird. Zum anderen geht mit der weltweiten Zeichnung von Verbriefungsprodukten durch Investoren die Übersicht verloren, welche Risiken institutionelle Anleger letztendlich auf ihren Büchern halten. Je umfangreicher die Risiken gestreut werden, desto komplexer und intransparenter wird die Gesamtlage.<sup>521</sup> Dieser Umstand wird in der jüngsten Finanzmarktkrise durch vorzunehmende Abschreibungen und Wertberichtigungen in empfindlicher Höhe bei einer Reihe von nationalen und internationalen Finanzinstituten deutlich, ohne dass diese Risiken von der Finanzmarktaufsicht oder den internationalen Ratingagenturen in diesem Ausmaß zuvor erkannt worden wären.

---

<sup>518</sup> Zur Vermeidung von Klumpenrisiken durch aktives Portfoliomanagement vgl. Hommel/Brockmann (2007), S. 50.

<sup>519</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 3.

<sup>520</sup> Zu weiteren Zielen einer Verbriefungsstrategie vgl. Wagenknecht/Reinhard (2007), S. 88.

<sup>521</sup> Zu kritischen Fällen beim Weiterverkauf von Krediten aus Sicht des Kreditnehmers vgl. Hommel/Brockmann (2007), S. 50 f.

### 3.9.2. Die spezielle Arithmetik der Verbriefung

Bei der Technik der Verbriefung von Krediten und Kreditrisiken bestehen folgende Unterscheidungsmerkmale:<sup>522</sup>

		Formen der Verbriefung		
		Funded Sale		Unfunded Sale
		Echte Verbriefung	Synthetische Verbriefung	
Umfang der Verbriefung	Einzelner Kredit	Kreditverkauf		Kreditgarantien - <i>Credit Default Swap (CDS)</i> - <i>Total Return Swap (TRS)</i>
	Kreditportfolio: - Direktübertragung - Übertragung durch Zweckgesellschaft	<i>Credit Linked Note (CLN)</i>  <i>Asset Backed Securities (ABS)</i>  <i>Cash Collateralized Debt Obligation (CDO)</i>	<i>Credit Linked Note (CLN)</i>	<i>Portfolio oder Basket Credit Default Swap</i>  <i>Synthetic Collateralized Debt Obligation (CDO)</i>
		<b>Instrumente für die Verbriefung und den Transfer von Krediten</b>		

**Abb. 14: Instrumente für den Risikotransfer einzelner Kredite und von Kreditportfolios.**<sup>523</sup>

- Zu klassifizieren ist zwischen echter Verbriefung (True Securitization) und einer synthetischen Verbriefung (Synthetic Securitization). Bei der echten Verbriefung werden sowohl die Forderungen als auch die Forderungsrisiken an eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) verkauft und übertragen. Bei der synthetischen Verbriefung verbleiben die Kredite in der Bankbilanz und damit im Eigentum des Sicherungsnehmers.<sup>524</sup> Die Bank transferiert das Kreditrisiko bestimmter Forderungen durch Derivate (Credit Default Swaps oder Credit Linked Notes) an die Investoren (Sicherungsgeber).<sup>525</sup>
- Die Formen der Securitization können grob in fundierte und nicht fundierte Risikotransferinstrumente untergliedert werden.<sup>526</sup> Bei dem so genannten „Funded sale“ leistet der Risikonehmer (Käufer) unmittelbar eine Zahlung in Höhe des

<sup>522</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 109 ff.

<sup>523</sup> Eigene Darstellung in sehr enger Anlehnung an Sachverständigenrat (2007), S. 109; zitiert nach CGFS (2003), S. 5.

<sup>524</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 77.

<sup>525</sup> Vgl. Wagenknecht/Reinhard (2007), S. 84.

<sup>526</sup> Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 23 f.

erwarteten Risikos aus dem Kreditpaket. Die Mittel werden üblicherweise in Bonds angelegt und stehen im Schadensfall dem Risikogebler zur Verfügung. Tritt kein Verlust ein, fließen diese an den Risikonehmer zurück. Beim „Unfunded sale“ liegt ein pures Versicherungsgeschäft mit der Maßgabe vor, dass beim Abschluss des Vertrages keine Zahlungen vom Risikonehmer an den Risikogebler geleistet werden. Der Risikonehmer zahlt aufgrund seiner Haftung nur im Falle eines Kreditausfalls und bezieht vom Originator laufende Zahlungen, ähnlich einer Versicherungsprämie.

- Der Umfang der Securitization bildet ein weiteres Unterscheidungskriterium, je nachdem, ob es sich bei der Verbriefung um einen einzelnen Kredit oder ein ganzes Kreditportfolio handelt. Bei Übertragung ganzer Kreditpakete sind oftmals wiederum spezielle Zweckgesellschaften zwischen Risikogebler und Risikonehmer zwischengeschaltet.<sup>527</sup>
- Kreditrisiken können über Börsen oder auf der Grundlage bilateraler OTC-Geschäfte („Over-the-counter“), d.h. außerbörslich, gehandelt werden. Der größte Teil des Handelsvolumens vollzieht sich außerhalb der Börse mit der Folge, dass die Handelbarkeit und Bewertung in schwierigen Marktsituationen Restriktionen ausgesetzt sind.<sup>528</sup>
- Bei der Absicherung eines einzelnen Kredits spielen Credit Default Swaps (CDS) eine maßgebliche Rolle, die in den letzten Jahren einen exorbitanten Aufschwung erfahren haben. Ein Verkauf des Kredits kann, muss aber nicht stattfinden. Der Risikokäufer (Risk Taker) verpflichtet sich als Sicherungsgeber im Falle eines vorher vertraglich festgelegten Kreditereignisses, eine Entschädigung in Höhe des entstandenen Verlustes (Cash Settlement) an den Risikoverkäufer (Risk Shedder) zu zahlen.<sup>529</sup> Bei der standardisierten Form der Kreditgarantie leistet der Risikogebler eine periodische Prämie an den Risikonehmer (CDS-Spread) für die Risikoübernahme. Die Prämienhöhe richtet sich nach der Bonität des Referenzschuldners, ferner nach der Laufzeit des CDS und der genauen Festlegung des Kreditereignisses. Credit Default Swaps stellen innerhalb des Marktes für Kreditderivate die am stärksten verbreiteten und bedeutendsten In-

---

<sup>527</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 110.

<sup>528</sup> Vgl. ebd., S. 110.

<sup>529</sup> Vgl. ebd.

strumente dar.<sup>530</sup> Sie besitzen aufgrund ihrer schnellen Einpreisung von Marktdaten gegenüber Märkten von festverzinslichen Wertpapieren eine Preisführerschaft sowie eine wichtige Early-Warning-Funktion bei kritischen Marktentwicklungen.

- Bei der Übertragung der Risiken ganzer Kreditportfolios kommt die Credit Linked Note (CLN) zur Anwendung.<sup>531</sup> Bei diesem „Funded sale“ emittiert der Risikoggeber Anleihen auf ein Kreditportfolio, die mit einer periodisch festen Verzinsung ausgestattet sind und vom Risikonehmer erworben werden. Der Erlös aus der Emission dient dem Risikoggeber, der die Kredite als Absicherung der Kreditrisiken auf seiner Bilanz hält. Es handelt sich bei der CLN somit um eine synthetische Verbriefung. Bleibt ein Kreditereignis aus, erhält der Risikonehmer die Rückzahlung zum Nennwert. Der Risikonehmer trägt nach dieser Konstruktion ein doppeltes Kreditrisiko: Der Referenzaktivposten kann an Wert verlieren und der Anleiheemittent illiquide werden. Als Ausgleich ist hierfür ein Risikoaufschlag zu den marktüblichen Konditionen bei der Verzinsung für den Risikonehmer vorgesehen.
- Bei einer Übertragung vollständiger Kreditportfolios aus der Bankbilanz ist die Zwischenschaltung einer Zweckgesellschaft üblich, d.h. die Zahlungsansprüche des Forderungsinhabers (Originator) werden aus dessen Bilanz genommen und auf eine Zweckgesellschaft übertragen. Diese macht die Kreditverpflichtung kapitalmarktreif, d.h. sie begibt Anleihen, die etwa durch Forderungen aus Hypothekenkrediten, Autofinanzierungen, Konsumentenkrediten, Leasing- oder Kreditkartenverträgen gesichert sind. Durch die Einbindung der Zweckgesellschaft, die gleichermaßen die Aufgabe eines Treuhänders übernimmt, ist der Käufer der Anleihen nicht mehr mit dem Ausfallrisiko des anfänglichen Kreditgebers belastet. Instrumentell kommen Mortgage Backed Securities (MBS) für zugrunde liegende Hypothekenkredite zur Anwendung, im Zuge der Verbriefung weiterer Aktiva die sogenannten Asset Backed Securities (ABS) und Collateralized Debt Obligations (CDO). Im Laufe der Zeit entwickelten sich die CDO aufgrund ihrer höheren Flexibilität als die bedeutenderen Verbriefungsmittel. Im Gegensatz zu

---

<sup>530</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2004), S. 44.

<sup>531</sup> Hierbei handelt es sich um eine Anleihe, deren Rückzahlungsbetrag an die Veränderung einer fixierten Referenzbonität gekoppelt ist. Vgl. Rudolph et al. (2007), S. 80.

der bei ABS und MBS zugrunde liegenden Aktiva, die sich durch eine stärkere Homogenität auszeichnet, ist diese bei der CDO durch die breitere Verbriefung vielfältiger Konsumenten- und Hypothekarkrediten wesentlich heterogener. Eine zusätzliche Differenzierung der CDO wird durch die Unterteilung in Collateralized Loan Obligations (CLO) und Collateralized Bond Obligations (CBO) vorgenommen. Bei Ersteren entstammen die zugrunde liegenden Forderungen zum größten Teil aus einem Kreditgeschäft. Bei CBO-Transaktionen werden von einer Bank Anleihen erworben, die anschließend diese in ein Portfolio einbringt und an Investoren veräußert.<sup>532</sup> Basieren CDO überwiegend auf Hypothekenkrediten wird auch von Collateralized Mortgage Obligations (CMO) gesprochen.<sup>533</sup>

- Bei synthetischen CDO handelt es sich um eine Kombination von Credit Default Swaps (CDS) und einer Credit Linked Note (CLN). Hierbei wird ein Kreditportfolio einer Bank durch eine Zweckgesellschaft mittels eines CDS besichert, während die Zweckgesellschaft Credit Linked Notes (CLN) in Höhe der erwarteten Kreditausfälle auflegt und die vereinnahmten Erlöse in sichere Obligationen am Kapitalmarkt investiert. Mit dieser Konstruktion umgeht die Bank das Bonitätsrisiko hinsichtlich des Risikogebers und die Aufkäufer der CLN vermeiden durch die Einschaltung der Zweckgesellschaft das Bonitätsrisiko gegenüber der Bank als Risikogebere. Die für alle Seiten nutzbringenden Effekte haben der CDO eine starke Popularität verliehen.
- Zur Steigerung der Marktgängigkeit der Kreditverbriefungen wurden die einzelnen Portfolios in Tranchen zerlegt, die mit unterschiedlichen Verlustrisiken behaftet sind.<sup>534</sup> Den Tranchen werden hierbei keine spezifischen Forderungen zugeordnet, sondern es wird ausschließlich das Verlust- oder Ausfallrisiko des Pools fiktiv aufgeteilt. Je nach Risikozuteilung entstehen auf diese Weise abweichende Bonitätsklassen, wobei die oberen Tranchen stets besser gegen Verluste geschützt sind.<sup>535</sup> Sollten Zins- und Tilgungsleistungen der nachrangigsten Tranche einer Emission aufgrund von Forderungsausfällen aufgebraucht sein, wird die folgende Tranche mit den restlichen Kreditausfällen belastet. Diese

---

<sup>532</sup> Vgl. Franke/Weber (2007), S. 96.

<sup>533</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 111 f.

<sup>534</sup> Zur Analyse des Poolausfallrisikos vgl. BIZ (2005), S. 85 ff.

<sup>535</sup> Vgl. Rudolph (2007), S. 51.

Aufgliederung kommt einem Wasserfallprinzip gleich, d.h. die sichersten Tranchen werden prioritär und die riskantesten zuletzt bedient.<sup>536</sup> Zu unterscheiden ist zwischen Senior- (mit einem hohen Anteil von AAA-Ratings), Mezzanine- (die noch mit einem Investment Grade-Rating versehen sind und aus diesem Grunde immer noch von institutionellen Investoren erworben werden können) und Equity-Tranchen (ohne Rating und die daher i.d.R. von Hedgefonds und anderen nicht-regulierten Anlegern bezogen werden).<sup>537</sup> Bei Kreditausfällen werden beispielsweise die ersten drei Prozent der untersten Tranche (Equity Piece) getragen.<sup>538</sup> Für die Übernahme dieses Risikos erzielen deren Investoren dagegen eine höhere Rendite. Die folgende Mezzanine-Tranche trägt die nächsten drei Prozent an Verlusten. Es folgen weitere Tranchen bis zur Senior Tranche, die gegen Verluste im Portfolio relativ gut abgeschirmt ist. Die nach der Bonität minderwertigen Tranchen unterlagen oftmals einem zweiten Raffinationsprozess. So waren zahlreiche BBB-Tranchen erneut in ein Portfolio eingebracht worden, welches wiederum aufgeteilt wurde. Auf diese Weise entstanden erneut AAA-Tranchen, die im Branchenjargon als „CDO im Quadrat“ bezeichnet werden.<sup>539</sup>

### **3.9.3. Die Anreizproblematik von Verbriefungen**

Wie schon bei vergangenen Finanzkrisen zu beobachten war, liegt auch der Ursprung der gegenwärtigen Turbulenzen zum einen in der starken Expansion von Finanzinnovationen und zum anderen in der Nutzung hoher Kredithebel.<sup>540</sup> Es ist offenkundig, dass an vielen Schnittstellen dieser Wertschöpfungsketten gravierende Defizite zu verzeichnen waren. Mit dem Transfer von Ausfallrisiken sind Problembereiche der adversen Selektion und des Moral Hazard verbunden.<sup>541</sup>

#### **(1) Die Beziehung zwischen Bank und Kreditnehmer**

Kreditbeziehungen sind generell durch die Existenz asymmetrischer Informationen gekennzeichnet. Der Kreditnehmer hat gegenüber dem Kreditgeber einen Informations-

---

<sup>536</sup> Vgl. Bartmann et al. (2009), S. 5.

<sup>537</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 112 f.

<sup>538</sup> Zu Ratings und Risikomerkmale von Tranchen vgl. BIZ (2005), S. 87 ff.

<sup>539</sup> Vgl. Gilkes (2005), S. 23 ff.

<sup>540</sup> Vgl. Tichy (2010), S. 360 ff.

<sup>541</sup> Vgl. Franke/Krahn (2009), S. 339.

vorsprung, was seine eigene finanzielle Lage anbelangt. Die kreditgebende Bank ist gehalten, bei der Kreditvergabe eine sachgerechte Bonitätsüberprüfung vorzuschalten, auf die etwa Anleger und Aktionäre ihr Vertrauen setzen. Durch die über Kapitalmärkte ermöglichte Refinanzierung von Kreditforderungen und der damit verbundenen Risiko-Entkoppelung bestanden für die beteiligten Banken der verbrieften Immobilienkredite Anreize, immer mehr Hausinteressenten zur Aufnahme von Darlehen zu bewegen, wobei ausreichende Kreditwürdigkeitsüberprüfungen gegenüber ihren Kreditnehmern unterblieben.<sup>542</sup> Die Finanzinstitute befanden sich hierbei in einer scheinbar vorteilhaften Lage: Sie erwirtschafteten Gewinne, wenn die Kreditnehmer ihre Tilgungs- und Zinsverpflichtungen ordnungsgemäß erfüllten. Sie zogen allerdings aus diesen Transaktionen auch dann noch Vorteile, wenn ein Kredit notleidend wurde und die Immobilie vorzeitig wieder in ihre Verfügungsgewalt kam. In der Zwischenzeit eingetretene Wertsteigerungen fingen entstandene Kosten wieder mehr als auf.<sup>543</sup> Diese Vorgehensweise führte im Vertragsverhältnis zwischen dem Kreditnehmer und seiner Bank zu einer Pflichtverletzung. Bei Vertragsabschluss sollten die Vertragspartner darauf vertrauen können, dass die jeweils andere Partei auch in der Lage ist, den Vertrag zu erfüllen, andernfalls wird zum Bruch des Vertrages verführt. Die Verantwortung der Kreditinstitute gegenüber ihren Kreditkunden basiert auf Objektivität und vernünftigem Mut bei der Darlehensvergabe für gute Investitionsobjekte.<sup>544</sup>

## (2) Informationsasymmetrie zwischen Risikogeber und Risikonehmer

Auch das Verhältnis der Banken als Risikogeber zum Risikonehmer ist bei der Verbriefung durch Informationsasymmetrien geprägt, wodurch Anreizprobleme erwachsen.<sup>545</sup> Die Securitization bewirkt, dass für die überwiegende Zahl der späteren Erwerber der Verbriefungen keine direkte Beziehung zum originären Risiko besteht. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Hypothekenbanken über die Beschaffenheit ihrer Kreditportfolios einen Informationsvorteil besaßen. Hierdurch entstehen Gefahren, dass primär schlechtere Risiken verbrieft und dem Risikonehmer übertragen werden und die notwendige Sorgfalt bei der Bonitätsprüfung gegenüber den Kreditnehmern unterbleibt.<sup>546</sup> Dies gilt umso mehr, wenn kein Selbstbehalt des Risikogebers vereinbart wird. Es be-

---

<sup>542</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 118 f.

<sup>543</sup> Vgl. Binding/Winteroll (2007), S. 3.

<sup>544</sup> Vgl. Koslowski (1997), S. 41.

<sup>545</sup> Zur Lösung von Problemen asymmetrischer Information durch Banken vgl. Neuberger (1994), S. 31 ff.

<sup>546</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2007), S. 120.

stehen Zielkonflikte zwischen der Erzielung möglichst hoher Erträge und sachgerechter Kreditchecks. Die zur Anwendung gekommenen Transferpreissysteme innerhalb der involvierten Banken entsprachen zudem nicht den tatsächlichen Anlage- bzw. Produkt-  
risiken.

### **(3) Die Produktkomplexität von Verbriefungen**

Der Einsatz und Nutzung hochkomplexer Verbriefungsprodukte setzt Klarheit und Kenntnis über deren Wirkungsmechanismus voraus. Den einzelnen Investments lagen ganze Ketten von strukturierten und wieder neu verschnürten Verbriefungskonstrukten zu Grunde, deren Tranchen mit sehr unterschiedlichen Risiken behaftet waren. Die Komplexität der Finanzpapiere verschleierte deren Risiken, obwohl es die Pflicht der Initiatoren solcher Produkte gewesen wäre, für Transparenz zu sorgen. Aber auch die Investoren vernachlässigten ihr eigenes Risikomanagement und delegierten die Qualitätsbeurteilung nahezu mechanisch auf Bewertungen der Ratingagenturen, die jedoch der Vielschichtigkeit dieser Finanzkreationen selbst nicht mehr gewachsen waren. Dennoch statteten sie diese mehrstufig verbrieften Anlagen mit guten Ratings aus, an deren Kreation sie sogar zuvor teilweise selbst mitgewirkt hatten. Die Käufer jener komplexen Darlehensverbriefungen blieben über das tatsächlich zugrunde liegende Kreditausfallrisiko im Unklaren. Es entstand eine Illusion, dass der größte Teil der gewährten Kredite höchsten Bonitätsanforderungen genügen würde.<sup>547</sup>

#### **3.9.4. Das Boom-Bust-Phänomen auf dem Verbriefungsmarkt**

Die Blasenbildung auf dem Verbriefungsmarkt nahm ihren Anfang, indem die aus dem US-Immobiliengeschäft resultierenden dinglich gesicherten Darlehen im Zuge einer Kreditintermediation von Hypothekeninstituten in immer höheren Volumina auf Investmentbanken übertragen und wo sie zu neuen Kreditderivaten in Form von Mortgage Backed Securities (MBS) gebündelt und transformiert worden waren. Die hypothekarisch gesicherten Forderungen waren hierbei in vielen Fällen auch noch mit anderen Kreditvarianten von Ausbildungs-, Konsumenten- und Unternehmensdarlehen vermischt und verbrieft worden. Auf diese Weise entstand ein Portfolio aus heterogenen festverzinslichen Wertpapieren (Collateralized Debt Obligations), das anschließend in Tranchen aufgeteilt und institutionellen Investoren wie Banken, Fonds- und Versiche-

---

<sup>547</sup> Vgl. Hübner (2010), S. 165.

rungsgesellschaften zum Kauf angedient wurde. Den Marktteilnehmern ging jedoch aufgrund angewandter Verfahren der Mehrfachverbriefung und der zunehmenden Übergewichtung von Subprime-Krediten und der damit einhergehenden Verwässerung einzelner Risikoklassen die Übersicht verloren. Eine Differenzierung zwischen den unterschiedlichen Wertpapieren war ihnen nicht mehr möglich. Dennoch war der diesbezügliche Markt von forderungsbesicherten Wertpapieren längere Zeit funktionsfähig gewesen. Die Investoren wurden jedoch Mitte des Jahres 2007 beim beabsichtigten Verkauf einzelner Tranchen unvermittelt mit dem Problem konfrontiert, dass kaum noch Kaufinteressenten vorhanden waren, wofür die sich abzeichnende krisenhafte Entwicklung auf dem US-Immobilienmarkt maßgebend war. Durch Bereitstellung „billiger“ Liquidität, die von der US-Notenbank angeboten wurde, war die Verführung über lange Zeit zu groß gewesen, dieses Kapital u.a. für Kauf- und Kreditengagements im Immobilienmarkt einzusetzen. Bei diesem Unterfangen gingen jedoch eiserne Regeln solider Bankführung bei der Kreditbesicherung verloren. Die für Kreditnehmer anfänglich niedrige Belastung wuchs im Laufe der Zeit an und konnte von vielen Hauseigentümern in der Folge nicht mehr getragen werden. Ein Verkaufsdruck der Liegenschaften setzte ein, der zu einem erheblichen Preisverfall führte.<sup>548</sup> Mit dem Wertverlust der Immobilien, die zugleich als Underlying für die Kreditverbriefungen dienten, fielen auch deren Kurse. Ein anschließend eintretender starker Vertrauensschwund der Anleger gegenüber einer größeren Anzahl strukturierter Finanzprodukte trat einen Dominoeffekt von Notverkäufen los. Qualitativ durchaus noch werthaltige Finanzprodukte wurden daraufhin von minderwertigen ebenfalls nach unten gezogen, bis schließlich dieser Markt vollständig kollabierte. Die Entwicklung verursachte weltweit hohe Verluste bei Banken, und zwar aufgrund vorzeitiger Glattstellungen einzelner Tranchen oder infolge notwendig gewordener Buchkorrekturen. Erste Banken gerieten in Schieflage.

Die dieser Dilemmastruktur zugrunde liegenden Verhaltensmuster der Akteure auf bestimmten Märkten, auf denen Qualitätsunterschiede von essentieller Bedeutung sind, hat bereits im Jahre 1970 der Ökonom und Kritiker der Effizienzmarkthypothese George A. Akerlof in dessen Aufsatz „The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism“<sup>549</sup> beschrieben. Demnach liegt es in der Natur der Sache, dass die Konstrukteure und Anbieter von speziellen Produktkreationen auf bestimmten Märkten über

---

<sup>548</sup> Vgl. Gliederungspunkt 3.5.3.

<sup>549</sup> Akerlof (1970), S. 488 ff.

größere Produktinformationen verfügen als dies bei potenziellen Käufern der Fall ist, welche die qualitative Beschaffenheit der Güter oftmals nicht abzuschätzen imstande sind. Aus diesem Grunde sind diese nicht gewillt, für unterschiedliche Qualitäten abweichende Preise zu zahlen.<sup>550</sup> Die Marktliquidität nimmt deshalb ab, bis sie möglicherweise ganz schwindet und Marktversagen zutage tritt.<sup>551</sup>

### **3.10. Die Bankenkrise als Paradebeispiel unhaltbarer Entlohnungssysteme**

#### **3.10.1. Die Prinzipal-Agenten-Theorie als Grundlage im Spannungsverhältnis von Managern und Eigentümern**

Die Trennung zwischen den Eigentümern bzw. Kapitalgebern von Unternehmen und deren Managern ist aufgrund möglicher inkongruenter Interessen mit Problemen verbunden, die sich theoretisch mit der Prinzipal-Agent-Theorie erklären lassen. Diesem Ansatz liegen Beziehungen zweier nutzenmaximierender Akteure zugrunde, und zwar die des Auftraggebers (Prinzipal) und des Auftragnehmers (Agent). Beide treten in Interaktion miteinander und gehen eine Auftragsbeziehung ein. Der Prinzipal besitzt nur begrenzte Ressourcen, Fähigkeiten und Kenntnisse. Er beauftragt aus diesem Grunde einen Agenten mit der Durchführung einer Leistung. Es wird davon ausgegangen, dass der Agent über die von ihm im Auftrag und im Interesse des Prinzipals durchzuführende Tätigkeit besser informiert ist als sein Auftraggeber, d.h. eine existente Informationsasymmetrie besteht zum Vorteil des Agenten. Hieraus ergibt sich für den schlechter Informierten eine endogene Verhaltensunsicherheit. Weil die Leistung des Agenten durch den Prinzipal schwierig zu beurteilen und zu kontrollieren ist, werden oftmals Vergleiche zu Konkurrenten oder Benchmarks herangezogen. Damit werden bei unsicheren Entscheidungen für risikoscheue Agenten Anreize gesetzt, weitgehend dem Markttrend zu folgen. Für Bank- und Fondsmanager kann sich dieses Herdenverhalten als gravierende Fehlentscheidung herausstellen, wofür u.a. die amerikanische Hypothekenkrise ein Beispiel ist.

Es sind drei Varianten der Verhaltensunsicherheit bzw. Grundtypen asymmetrischer Information zu unterscheiden:

---

<sup>550</sup> Zu dem Lemon-Problem und Lemon-Bonds vgl. Sinn (2009b), S. 36 ff.

<sup>551</sup> Zur Ursache von Marktversagen vgl. Varian (2007), S. 828 ff.

### **Hidden Characteristics**

Infolge des fachlichen Wissensvorsprungs des Agenten ist dieser in der Lage, im Hinblick auf seinen Eigennutzen ex ante-Informationen zurückzuhalten oder zu verzerren. Der Prinzipal könnte dadurch eine für ihn unvorteilhafte Auswahl treffen, etwa bei der Entscheidung hinsichtlich der Qualifikation des Anbieters bzw. der Eigenschaft einer Leistung (Adverse Selection). Rudolph verdeutlicht ein Ablaufschema der adversen Selektion auf dem deutschen Kreditmarkt: Über viele Jahre habe eine Durchschnittspreisstellung für Kreditrisiken zu einer Anhäufung von stark risikobehafteten Krediten bei Banken geführt, während die geringeren Risiken von den Bondmärkten absorbiert worden waren.<sup>552</sup>

### **Hold up oder Hidden Intention**

Es handelt sich um eine Form der Unsicherheit über das Verhalten des Agenten, welches vor Vertragsabschluss noch nicht feststeht und nach Vertragsabschluss eintreten kann, d.h. der Prinzipal erkennt zwar ex post das opportunistische Verhalten des Agenten, kann es jedoch nicht verhindern. Es kommt zu einem „hold up“ (Raubüberfall).<sup>553</sup> Im Rahmen von Kreditbeziehungen ist es bei einer drohenden Insolvenz des Kreditnehmers (Agenten) mitunter Praxis, dass die Bank als Prinzipal zur Stundung oder zum Teilverzicht ihrer Forderung mehr oder weniger gezwungen wird, wenn sie ohne diese Maßnahme mit einem noch größeren Schaden rechnen müsste.<sup>554</sup> Bei diesem Verhaltensmuster, das auch unter „der Ausbeutbarkeit spezifischer Investitionen“ bekannt ist, erwächst das Problem, dass der potenzielle Investor eine produktive Investition unterlässt, weil er die Ausbeutung antizipiert.<sup>555</sup> Auf diese Weise entsteht das für Dilemmastrukturen typische Resultat, dass sich kollektiv alle schlechter stellen als dies bei Realisierung des Projekts der Fall gewesen wäre.<sup>556</sup>

### **Hidden Action**

Es handelt sich um eine Form der Unsicherheit nach Vertragsabschluss. Kennzeichnend ist das Verhalten des Agenten, welches vor Vertragsabschluss noch nicht feststeht und nach Vertragsabschluss nicht beobachtet werden kann. Aus diesem Grunde kann der

---

<sup>552</sup> Vgl. Rudolph (2007), S. 29 f.

<sup>553</sup> Vgl. Spremann (1990), S. 572.

<sup>554</sup> Vgl. Rudolph (2007), S. 30.

<sup>555</sup> Vgl. Homann/Meyer (2005), S. 45.

<sup>556</sup> Vgl. Suchanek (2001), S. 48.

Agent seinen eigenen Nutzen auf Kosten seines Auftraggebers maximieren. Mit Blick auf den oben behandelten Kreditrisikotransfer treten derlei Moral Hazard-Probleme u.a. auch zwischen dem Käufer eines Risikotransferinstruments (Prinzipal) und der Bank als Originator des Kredits (Agent) auf. Problematisch ist der Fall, wenn hierbei der Originator seine Aufgabe zum Monitoring gegenüber dem ursprünglichen Kreditnehmer vernachlässigt.

Die Beziehung zwischen den Eigentümern eines Unternehmens (Prinzipal) und dem Management (Agent) verkörpert eine spezielle Art der Prinzipal-Agent-Theorie und wird in der Literatur auch als „Managerial Agency“ bezeichnet. Im Mittelpunkt steht hierbei das inhärente Konfliktpotenzial bei der Maximierung des Shareholder Value auf der einen und der „Managerial Welfare“ auf der anderen Seite. Die Manager denken hierbei in kürzeren Zeithorizonten als ihre Eigentümer und streben nach persönlicher Nutzenmaximierung in Form hoher Bezüge und Erlangung von Statussymbolen sowie allgemein nach großer Entscheidungsfreiheit bei gleichzeitiger Minimierung persönlicher Risiken. Moriarty sieht moralische Grenzen der Besoldung von CEOs, und zwar aus deren treuhänderischen Pflichten gegenüber den Anspruchsberechtigten der erbrachten Leistungen. Eine exzessive Vergütung würde demnach etwa zu Lasten von Aktionären gehen, was der Befolgung treuhänderischer Aufgaben zuwiderlaufe. Treuhänderische Pflichttreue impliziere, dass die Interessen der Treugeber über die des Treuhänders und dritter Parteien stünden.<sup>557</sup>

### **3.10.2. Die auf Kurzfristigkeit ausgerichtete Herangehensweise auf den Finanzmärkten**

Zur spezifischen Firmenkultur vieler Unternehmen rechnete bislang relativ stark die kurzfristige Orientierung an finanziellen Erfolgsgrößen, wobei die Finanzwirtschaft der entscheidende Treiber dieser Entwicklung war.<sup>558</sup> Existente Vergütungsmodelle boten Managern von Finanzinstituten entsprechende Anreize, wobei in vielen Fällen eine langfristige Unternehmensentwicklung vernachlässigt und destabilisierendes sowie spekulatives Verhalten gefördert wurde. Nicht selten gehörte die materielle Vergütung mehr oder weniger zur wichtigsten Form der Wertschätzung und des Prestiges von im Finanzsektor beschäftigten Führungskräften, Investmentbankern und Fondsmanagern.

---

<sup>557</sup> Vgl. Moriarty (2009), S. 235 f.

<sup>558</sup> Vgl. Hoppenstedt (2010), S. 61.

Allerdings stehen die hohen Bezüge seit Ausbruch der Finanzkrise im Mittelpunkt des öffentlichen Interesses, ja in breiten Bevölkerungskreisen wurden die zur Anwendung gekommenen Vergütungsmodelle mit Befremden und in Einzelfällen mit Empörung zur Kenntnis genommen. Im Blickfeld stehen neben hohen Festgehältern sogenannte Antritts-, Halte- und Ablöseprämien, exorbitante Abfindungen und sonstige Gehaltsaufschläge sowie insbesondere variable Gehaltsbestandteile in Gestalt erfolgsabhängiger Bonuszahlungen, die ein Vielfaches des Grundgehalts betragen können und die starke Anreize setzen, Gewinne möglichst schnell und damit kurzfristig zu steigern. Es handelt sich hierbei um ein Phänomen, das teilweise schon groteske Züge angenommen hat und als ein nicht zu vernachlässigender Verursachungsfaktor für die letzte große Finanz- und Kreditkrise anzusehen ist.<sup>559</sup> Ergebnisse einzelner Studien scheinen diese These tendenziell zu untermauern: So wurde die Vergütungspraxis der 100 größten US-Banken vor und während der Finanzkrise mit dem Resultat untersucht, dass je enger die Besoldung von Bankvorständen an kurzfristige Interessen der Aktionäre gebunden war, desto prekärer entwickelte sich die Finanzlage ihrer Bankinstitute. Erklärt wird dieser Zusammenhang damit, dass die Bankmanager zur kurzfristigen Steigerung des Shareholder Value geneigt waren, höhere Risiken einzugehen.<sup>560</sup> Zu einem ähnlichen Schluss kommt eine weitere Analyse, die die Vergütung von Spitzenmanagern bei den US-Investmentbanken Lehman Brothers und Bear Stearns zwischen den Jahren 2000 und 2008 zum Gegenstand hat. Danach waren die jeweiligen Bankvorstände zur Ergebnissteigerung hohe Risiken mit dem Ziel eingegangen, die Aktienkurse innerhalb kurzer Zeit steigen zu sehen, um anschließend im eigenen Portefeuille gehaltene Anteilscheine profitabel zu veräußern.<sup>561</sup>

### **Dilemmastruktur Nr. 9:**

#### **Die starke Orientierung an kurzfristigen Erfolgsgrößen**

Das kurzfristige Denken hat als eine weitverbreitete Verhaltensweise auf den Finanzmärkten vielfach nachhaltige Handlungsweisen verdrängt und zu einer dort um sich greifenden Maßlosigkeit beigetragen. Begünstigt wird diese Entwicklung durch den Zwang regelmäßiger Veröffentlichungen von Umsatz- und Quartalszahlen sowie

<sup>559</sup> Vgl. Hunziker-Ebnetter (2007).

<sup>560</sup> Vgl. Fahlenbrach/Stulz (2009), S. 1 ff.

<sup>561</sup> Vgl. Bebchuk et al. (2010), S. 257 ff.

Ad hoc-Meldungen börsennotierter Gesellschaften, die Einfluss auf die Aktienkursentwicklung nehmen und daher die Marktkapitalisierung einzelner Unternehmen erheblichen Schwankungen unterwerfen können. Mitteilungen dieser Art sind zudem in einem fort Gegenstand von Analystenkommentaren und unterliegen der Überwachung einer Reihe von sonstigen Marktbeobachtern, die die Ergebnisse von Managern neben der Entwicklung der Aktienkurse ihrer Unternehmen fortlaufend messen. Anreiz- und Vergütungsstrukturen vieler Finanzinstitute trugen diesem Druck auf den schnellen Profit insofern Rechnung, dass die Verantwortlichen in kurzfristig lukrative und damit risikoreichere Geschäfte mit hohen Renditen gedrängt wurden. Die Gewinne der Finanzindustrie waren dabei mit Hilfe des Leverage Effektes, der Hebelwirkung kreditfinanzierter Geschäfte, zusätzlich in extreme Höhen getrieben worden, wobei Investmentbanken die Erzielung hoher Renditen vor allem bei Vorliegen von volatilen Kursen und kurzfristigen Anlagezielen möglich ist.<sup>562</sup> Durch diese Vorgehensweise wuchsen in einem immer größeren Maße die Passiven und auch die Zinslasten, die von den Instituten nur so lange bewältigt werden konnten, wie die allgemeine Markteuphorie anhielt. Als aber die über mehrere Jahre entstandene Blase auf dem US-Immobilienmarkt schließlich platzte, fehlten bei zu geringer Eigenkapitaldecke der Banken die finanziellen Puffer, um Verluste auffangen zu können.

Auch bei der Bankenrefinanzierung rangierte die Kurzfristigkeit zu größeren Risikofaktoren der Finanzsystemstabilität. Da kurzfristig refinanzierte Banken ständig auf die Zufuhr neuer finanzieller Mittel angewiesen sind, unterliegen sie in Krisenzeiten bei nachlassendem Vertrauen in das Bankensystem besonderen Gefährdungen, ihren Finanzbedarf kontinuierlich decken zu können. So waren etwa die Finanzinstitute auf eine fortgesetzte Anschlussfinanzierung der im Rahmen von Verbriefungsprozessen erworbenen länger laufenden hypothekengesicherten Anleihen angewiesen.

Jene Banken, die dem neuen Geschäftszweig des Kaufs vermeintlich lukrativer US-amerikanischen Kreditverbriefungen noch nicht gefolgt waren und bei ihrer Refinanzierung auf Fristenkongruenz geachtet hatten, wurden jedoch zusehends immer stärker in die kurzfristig ertragreichere, dafür aber riskantere und auf Kosten der Nachhaltigkeit gehenden Strategie gedrängt. Sie wären andernfalls vom Markt aufgrund ihrer im Vergleich mit Konkurrenzinstituten schlechteren Ergebnissen abgestraft worden.

---

<sup>562</sup> Vgl. Sinn (2009a), S. 30.

Auf diese Weise gerieten mehr und mehr Banken in den Sog dieser speziellen Anla-geformen, d.h. immer mehr Hypothekenanleihen wurden aufgelegt, verpackt, vertrie- ben und von Investoren in Dimensionen gekauft, die schließlich im Gefolge des Kol- lapses des amerikanischen Immobilienmarktes sogar das gesamte Weltfinanzsystem der Gefahr des Zusammenbruchs aussetzten. Hierbei sollte sich herausstellen, dass sich eine ganze Reihe großer Finanzkonglomerate als nicht krisenfest erwiesen und schließlich nur durch massive Rettungspakete der Regierungen vor ihrem Niedergang bewahrt werden konnten. Insbesondere stellten sich die Eigenkapitaldecken vieler Institute als zu dünn heraus, zuvor hatten diese allerdings noch jedweden regulatori- schen Freiraum genutzt, um mit weniger Eigenmitteln ihre Renditen aufzubessern. Immer mehr Finanzinstitute folgten dieser Kurzfristpolitik und landeten damit schließlich in einem Gefangenendilemma. Das einzelne Institut erzielte mit dieser Geschäftspolitik zunächst einen höheren Erfolg, ungeachtet dessen, ob die anderen Konkurrenzinstitute eine Lang- oder Kurzfrist-Strategie verfolgten und die Märkte dadurch überdehnt wurden. Da alle Banken über eine dominante Strategie verfügten, kurzfristig zu agieren, stellte sich ein Nash-Gleichgewicht in dominanten Strategien ein. Unter den Bedingungen des Gefangenendilemmas war ein Entkommen aus dieser Situation durch Erzielung einer Kooperationslösung nicht zu erreichen. Ein Ausweg wäre nur möglich gewesen, wenn Institutionen dieser Entwicklung Einhalt geboten hätten, die für alle bindend gewesen wären. Bei der Verfolgung einer Langfriststrate- gie würden alle Banken zusammen im Nachhinein wesentlich besser dastehen. Ihre tatsächlich erzielten Ergebnisse waren insofern pareto-ineffizient.

Auf Kurzfristigkeit ausgelegte variable Vergütungsmodelle sind auch ein Grund dafür, dass einzelne Wertpapierhändler und Unternehmenslenker zur Aufbesserung ihrer kurz- fristigen Erfolgsbilanz mitunter auf trickreiche Praktiken zurückgreifen, um Gewinne im jeweilig laufenden Jahr und Verluste erst in späteren Perioden anfallen zu lassen. So werden etwa spekulative Wertpapierbestände frühzeitig veräußert, um Kursgewinne noch im bevorstehenden Quartalsabschluss verbuchen zu können oder notwendige Glattstellungen hinausgezögert, um die Gewinn- und Verlustrechnung nicht über Ge- bühr mit Verlusten zu belasten. Einer Untersuchung von Wirtschaftswissenschaftlern zufolge waren Bilanzmanipulationen und kreative Kursgestaltungen vor allem bei sol- chen Firmen aufzufinden, deren Manager mit Aktien ohne Sperrfrist entlohnt worden

waren.<sup>563</sup> Zu kritisieren ist ferner, dass Bestände von Aktienoptionen bei Top-Managern mit deren Insiderwissen kollidieren können. So verkauften einer Studie zufolge US-Manager in größerem Umfang Aktienbestände ihrer Unternehmen schon lange bevor die Öffentlichkeit von notwendig gewordenen Buchwertabschreibungen auf Akquisitionen erfuhr.<sup>564</sup> Gravierende Beispiele größerer Managementverfehlungen und mangelnder Kontrollmechanismen sind in diesem Kontext etwa auch die Fälle Enron, Worldcom und Parmalat.<sup>565</sup> In Deutschland kam in neuerer Zeit der Autobauer Porsche mit der gescheiterten Absicht des Managements in die Schlagzeilen, mithilfe riskanter Börsenspekulationen das Volkswagenwerk übernehmen zu wollen. Das deutsche Bankinstitut Hypo Real Estate wurde zur bundesdeutschen größten Krisenbank und musste durch staatliche Notmaßnahmen mit hohen Milliardensummen zur Vermeidung eines um sich greifenden Flächenbrandes in der gesamten Finanzbranche vor seinem vollständigen Kollaps gerettet werden. Das Bankinstitut lagerte mittlerweile seine risikoreichen Anleihebestände in eine Bad Bank im Umfang von immerhin 210 Milliarden Euro aus. Beide deutschen Unternehmen hatten enorm hohe Schulden angehäuft, um damit an den Finanzmärkten außerhalb ihres eigentlichen Geschäftszwecks zu spekulieren.<sup>566</sup> Schon legendärer Art sind die unerlaubten Zins- und Währungsspekulationen des Investmentbankers Nick Leeson, der unter Vertrag der seinerzeitigen Barings Bank stand. Begünstigt durch eine unzureichende interne Ablauforganisation und eines mangelhaften Risikomanagements verursachte Leeson im Jahre 1995 einen Verlust in Höhe von 1,4 Milliarden Dollar, woraufhin sich diese Bank zur Einstellung ihres Geschäftsbetriebs gezwungen sah. Ein anderer Fall noch größeren Ausmaßes ereignete sich im Jahre 2007 bei der französischen Bank Société Générale. Infolge von Fehlspekulationen mit sogenannten Futures auf Aktienindizes verursachte ein dortiger Investmentbanker einen finanziellen Schaden von 4,9 Milliarden Euro. Im September 2011 alarmiert die Schweizer Großbank UBS die Finanzmärkte mit einem neuen Vorfall, bei dem ein Wertpapierhändler dieser Bank in London einen Milliardenverlust durch riskante Transaktionen verursacht hat. Skandale dieser Art haben seitdem die Fähigkeit zur Selbstkontrolle

---

<sup>563</sup> Vgl. Müller/Storbeck (2010), S. 16.

<sup>564</sup> Vgl. Müller et al. (2009).

<sup>565</sup> Zu unterscheiden ist beim Fehlverhalten in Organisationen zwischen maßgeblichen Faktoren auf individueller und organisatorischer Ebene, die zu einem moralischen Kollaps einer Organisation führen können. Vgl. Shadnam/Lawrence (2011), S. 382 f.

<sup>566</sup> Vgl. Böschen (2009), S. 88.

selbst von solchen Unternehmen mit erheblichem Reputationskapital in Zweifel gezogen.<sup>567</sup>

### **3.10.3. Variable Vergütungsmodelle als spezielle Treiber der Finanzkrise**

Der Erfolg variabler Vergütungsmodelle als ein Mittel zur Steigerung von Leistung ist in Wissenschaft und Praxis nicht abschließend geklärt. Auf der einen Seite sind leistungsfördernde und produktivitätssteigernde Wirkungen mit ihnen verbunden, auf der anderen Seite werden überhöhte Boni als ein Grund angeführt, nicht mehr vertretbare Risiken einzugehen, insbesondere wenn Geschäftsmodelle auf der Grundlage des schnellen Gewinns beruhen. Aus solchen kurzsichtigen Vorgehensweisen resultierende Verluste waren bislang größtenteils von den Aktionären und auch vom Steuerzahler zur Vermeidung eines ganzen Systemschadens zu tragen. Ohne staatliche Hilfen wären außer den bekannten Konkursen wie etwa Lehman Brothers noch eine Reihe anderer großer Finanzhäuser in den USA und in Europa existenziell stark bedroht gewesen. Können Bankmanager jedoch damit rechnen, dass ihre Institute im Notfall vom Staat aufgefangen werden, wächst die Bereitschaft zum Risiko noch mehr, da größere Wagnisse kurzfristig im Erfolgsfall mit einem höheren Return on Investment einhergehen und mehr Gewinn gleichzeitig mit höheren Boni verbunden ist. Die asymmetrische Verteilung von Chancen und Risiken führte zu einer exzessiven Risikobereitschaft. Den in vielen Fällen extrem hohen variablen Vergütungsmodellen stand zudem keine persönliche adäquate Haftung der Manager bei Verlusten gegenüber, das Risiko wurde vielmehr auf das Kollektiv der Aktionäre oder der Steuerzahler und Bürger abgewälzt. Bonusse flossen sogar noch, wenn sich einzelne Geschäfte im Nachhinein als verlustbringend erwiesen. Fehlt jedoch die Haftung als ein konstituierendes Prinzip einer marktwirtschaftlichen Ordnung, kommt es zu Exzessen und Zügellosigkeit. Zwar mussten die Verantwortlichen aufgrund üblicher Vertragsbedingungen gegebenenfalls mit einer vorzeitigen Auflösung ihres Arbeitsvertrags rechnen, wenn sie ihrem Institut schweren Schaden zufügten, ihre Boni aufgrund riskanter Investments blieb ihnen jedoch nebst einer üblichen großzügigen Abfindung in den meisten Fällen erhalten. Der Grundsatz, dass eine höhere Rendite in der Regel auch mit einem größeren Risiko einhergeht, ging bei dieser zu Tage getretenen Spielermentalität verloren. Schon Walter Eucken, einer der geistigen Väter der sozialen Marktwirtschaft, wies auf Fehlentwicklungen dieser Art infolge

---

<sup>567</sup> Vgl. Acemoglu (2009), S. 6 f.

falsch gesetzter Anreize hin. Er appellierte an die Marktteilnehmer, dass diese, wenn sie Nutzen aus Investitionen ziehen, auch für Schäden aufzukommen haben, die hieraus entstehen. Für eine funktionierende Gesellschaftsordnung, in der Freiheit und Selbstverantwortung vorherrschen, sei die Haftung eine wichtige Grundbedingung. Eine Verletzung dieses Konnexitätsprinzips führe zu Fehlanreizen. Derjenige, der für Fehler finanziell nicht geradestehen habe, neige zur Übernahme hoher Risiken und zur Verschwendung von Ressourcen.<sup>568</sup>

Alles in allem ist die Bonuspolitik der Banken zwar nicht zu den Hauptursachen der Finanzkrise zu rechnen, sie dürfte aber mit ihren asymmetrischen Risikoanreizen als Treiber eine durchaus signifikante Rolle gespielt haben. Ungeachtet dessen ist zudem in diesem Kontext kritisch zu hinterfragen, ob einer einzelnen individuellen Leistung ein derartig hohes Privileg gegenüber den am Gesamtergebnis beteiligten sonstigen Mitwirkenden einer Unternehmung beigemessen werden kann. Gewinne und der Aktienkursverlauf hängen nicht nur von der Leistung der CEO oder einzelner Investmentbanker ab, sondern u.a. auch von anderen Faktoren wie den konjunkturellen Rahmenbedingungen, der Geld- und Fiskalpolitik und der Entwicklung auf den Wertpapiermärkten im Besonderen. So erzielen in Phasen boomender Aktienbörsen oder haussierender Immobilienmärkte schon Normalanleger beachtliche Ergebnisse, da die Märkte über einen längeren Zeitraum mehr oder weniger nur einer Richtung folgen. Aus diesem Grunde dürften bei der Managerbesoldung relative Leistungsindikatoren im Gegensatz zu absoluten eine aussagekräftigere Erfolgsmessung darstellen, indem Vergleichsunternehmen mit in die Betrachtung aufgenommen werden. Nicht beeinflussbare Elemente, die alle Unternehmen gleichermaßen erfahren, werden auf diese Weise neutralisiert.<sup>569 570</sup>

---

<sup>568</sup> Vgl. Eucken (1990), S. 279 ff.

<sup>569</sup> Vgl. Fehr/Fehr (2010), S. 14.

<sup>570</sup> Nach Häring wäre aus Sicht der Aktionäre die Managervergütung auf den Teil des Unternehmenserfolgs auszurichten, auf den sie tatsächlich Einfluss nehmen können. Vgl. Häring (2010), S. 102 ff.

### **Dilemmastruktur Nr. 10: Die Logik im Wettstreit um gute Talente**

Ausgehend von den USA erfolgte seit den 1990er Jahren des vergangenen Jahrhunderts aufgrund eines größer werdenden Konkurrenzdrucks ein tiefgreifender Wandel bei Managern von ursprünglich bürokratisch/technokratischen Führungspraktiken hin zu einer größeren unternehmerischen und von Aktionärsinteressen geleiteten Verantwortungsübernahme.<sup>571</sup> Auch Bonuszahlungen sind in erster Linie ein angelsächsisches Phänomen und vor allem im Investment Banking in ausgeprägter Form anzutreffen, wo sie ihren Anfang nahmen. Der klassische deutsche Bankensektor arbeitete in früheren Jahren in der Hauptsache mit festen Gehältern. Der Wettbewerb zwang jedoch auch die deutsche Kreditwirtschaft, sich der internationalen Konkurrenz durch Gewährung variabler Vergütungsbestandteile anzuschließen. Vor allem führte der Ende der neunziger Jahre erfolgte Auftrieb des Investmentbankings und des damit einsetzenden harten Wettbewerbs um die besten Talente, die in ganzen Teams Abwerbungsversuchen der Konkurrenz unterlagen und in der Finanzbranche als mobil und gut vernetzt gelten, zu einer Steigerung der Bonusentgelte. Die Banken reagierten darauf vermehrt mit der Gewährung von Halteprämien, zudem vergüteten sie Boni zur Erzielung längerer Bindungsfristen zunehmend mit Aktien, um auf diese Weise dem Exodus von Spitzenkräften entgegenzuwirken.

Im Laufe der Zeit nahm jedoch die Vergütungspraxis im internationalen Finanzsektor immer eigentümlichere Züge an. Die Grenzen des Möglichen wurden dabei stetig weiter nach oben gezogen und die Besoldung für Finanzeliten geriet buchstäblich aus den Fugen. Die variablen Gehaltsbestandteile übertrafen bald die Grundgehälter um ein Vielfaches und entwickelten sich zu einem gefährlichen Treiber für Finanzblasen. So vereinnahmten zumeist junge Aktien- und Optionshändler der Banken binnen relativ kurzer Zeit leicht zweistellige Millionenbeträge. In nur einem Jahr, in dem gewagte Spekulationen aufgingen, konnte der Bonus mitunter größer sein als das gesamte Lebens Einkommen eines höheren Beamten im Staatsdienst. Die Banken überboten sich bei der Zahlung von Ablöseprämien immer mehr und trieben diese auf Niveaus, die ansonsten bei Spitzensportlern, etwa aus dem internationalen Fußballgeschäft, bekannt sind.<sup>572</sup> Die Finanzinstitute realisierten zwar dabei, dass ihre Vergütungspolitik letzten

<sup>571</sup> Vgl. Boatright (2009), S. 473 ff.

<sup>572</sup> Vgl. Koch (2010), S. 25.

Endes ruinöser Natur war, allerdings konnte ein einzelnes Institut diese einseitig nicht beeinflussen, weil es zu befürchten hatte, dass seine Mitarbeiter zur Konkurrenz abwanderten. Neben den zum Teil exorbitant hohen Barleistungen durch Jahresboni und Tantiemen erlangte schließlich auch die Gewährung von Aktienoptionen immer größere Bedeutung. Auch hierbei stand eine Vielzahl der angewandten Optionsprogramme im klaren Widerspruch zu einer langfristigen Tragfähigkeit der angewandten Geschäftsmodelle.<sup>573</sup> Kritik entzündete sich daran, dass Bankmanager in Erwartung von Optionsgewinnen den Aktienkurs ihrer Kreditinstitute durch Einzelmaßnahmen kurzfristig in die Höhe katapultieren, um dadurch auf Kosten einer Nachhaltigkeitsstrategie ihr Einkommen binnen kurzer Zeit zu steigern. Sowohl die Angemessenheit der Vergütung von Managern als auch deren persönliche Haftung waren zuvor bereits Gegenstand des im Jahre 2002 verabschiedeten und seitdem fortlaufend weiterentwickelten Deutschen Corporate Governance Kodex als ein Regelwerk zur Unternehmensführung und -überwachung gewesen.<sup>574 575</sup> Weder die Politik und ihre Aufsichtsorgane noch die Finanzwirtschaft selbst hatten allerdings die auf falschen Anreizen beruhende und sich immer stärker zuspitzende Lage vollumfänglich erkannt. Sie unterlagen offenbar der Fehleinschätzung, dass allein selbstregulierende Marktkräfte dieser Entwicklung Einhalt gebieten könnten.

Es stellt sich die Frage, warum eine Selbstverpflichtung der Finanzbranche nicht die entstandenen Auswüchse verhindern konnte. Zwar sahen alle Beteiligten die Notwendigkeit einer Korrektur, zu einem ersten Schritt konnte sich jedoch keine Bank durchringen. Notwendig wären auf freiwilliger Basis rechtzeitige und bindende Verträge innerhalb der internationalen Finanzbranche gewesen,<sup>576</sup> um die ausufernde Entwicklung einzudämmen. Diese Selbstbeschränkung konnte sich jedoch nicht durchsetzen. Spieltheoretisch kann diese Struktur als Gefangenendilemma modelliert werden. Für das einzelne Finanzinstitut war es demnach rational, sich als „Free-Rider“ zu verhalten, d.h. Nutznießer des Corporate Governance Kodex<sup>577</sup> oder von anderen Formen der Selbstverpflichtung zu sein, ohne aber selbst die versprochene Leistung zu erbringen.<sup>578</sup>

<sup>573</sup> Vgl. Simon (2010), S. 12.

<sup>574</sup> Vgl. Töller (2009), S. 293 ff.

<sup>575</sup> Zum deutschen und internationalen Begriff der Corporate Governance vgl. Hopt (2005), S. 82 ff.

<sup>576</sup> Zur Möglichkeit des Vertragsabschlusses als Lösung des Gefangendilemmas vgl. Varian (2007), S. 624.

<sup>577</sup> Zu Grenzen und der Bedeutung der logischen Ableitung von Normen der Corporate Governance vgl. Küpper (2006), S. 174 ff.

<sup>578</sup> Vgl. Töller (2009), S. 310.

Die Logik des Gefangenendilemmas ist hierbei wie folgt: Vermeiden die anderen Finanzmarktteilnehmer die „Finanzverschmutzung“, in diesem Fall die Zahlung exzessiver Vergütungen, so stellt sich der eigene Verstoß für den Gesamtmarkt als unmerklich dar, d.h. der Nutzen aus der Gewährung hoher Boni wird nicht geschmälert. Verhalten sich die anderen Marktteilnehmer aber auf die gleiche Art und Weise, d.h. entlohnen diese ebenfalls über Gebühr ihre Manager, ist es ebenfalls die beste Strategie, sich selbst bei der exorbitanten Besoldung zur Gewinnung guter Talente nicht zurückzuhalten, da die eintretende Wirkung auf die „Sauberkeit“ des Finanzmarktes, d.h. in diesem Fall auf das allgemeine Vergütungsniveau, keinen spürbaren Einfluss hätte. Wie auch immer die übrigen Marktteilnehmer sich verhalten, aus dem Blickwinkel der einzelnen Investmentbank ist es rational, hohe Gehälter und Boni zu vergüten, um dadurch talentierte Finanzmanager zu rekrutieren. Für den gesamten Finanzmarkt jedoch bedeutet die Vorgehensweise aufgrund der damit zusammenhängenden Fehlanreize ein suboptimales Ergebnis. Die einzelnen Bank- und Fondsmanager „spielten“ zudem nicht mit ihrem eigenen Geld. Dieser Umstand impliziert Gefahren des Moral Hazard, da sich beim Umgang mit fremden Geldern Verhaltensweisen ändern und riskantere Strategien zur Anwendung kommen können.

Aufgrund der Logik von Gefangenendilemmata war es ferner zu erwarten, dass kaum nachdem die Finanzkrise annähernd durch staatliches Handeln in Form von Hilfs- und Rettungsmaßnahmen unter Kontrolle gebracht worden war, die Investmenthäuser wiederum zu ihren alten Verhaltensweisen zurückkehrten. Trotz verbaler Attacken von US-Präsident Obama, der die „Global Player“ der Wall Street scharf angegriffen hatte, erreichten die Vergütungen von dortigen Bankern im Jahre 2010 erneut in vielen Fällen wieder Rekordhöhen und übertrafen damit sogar noch das entsprechende Vorkrisenniveau. Berechnungen des Wall Street Journals zufolge wollten die führenden Investmenthäuser der USA ihren Angestellten für das Jahr 2010 insgesamt 144 Milliarden US-Dollar mehr als je zuvor mit der Begründung zahlen, dass sie vom Markt hierzu gezwungen würden.<sup>579</sup> Es werden Geschäfte mit riskanten Wertpapieren durchgeführt, die die höchsten Renditen versprechen und gleichzeitig wiederum exorbitante Boni gezahlt. Eine im Jahre 2009 durchgeführte Auswertung von Geschäftsberichten von 200 Unternehmen in den USA über Änderungen der Besoldungspraktiken im Lichte der Finanzkrise resultierte in dem Befund, dass die Anreizsysteme nicht längerfristiger

---

<sup>579</sup> Vgl. Koch (2010), S. 25.

als vor der Krise orientiert waren, sondern sogar noch kurzfristiger. Die vorgenannte Studie zeigt des Weiteren, dass sich die Anreize für das Management umso kurzfristiger darboten, je stärker der Aktienkurs des betreffenden Unternehmens zuvor eingebrochen war. Das Management war deshalb angespornt worden, den Aktienkurs um jeden Preis in die Höhe zu treiben, selbst zu Lasten kaufmännischer Vorsicht.<sup>580</sup> Diese Studie dokumentiert das tendenziell nach wie vor ungelöste Problem existenter Gefangenendilemma-Strukturen, selbst auch noch nach den Erfahrungen aus der großen Weltfinanzkrise. Die von der Politik bislang gesetzten neuen Spielregeln scheinen insofern noch nicht durchgreifender Natur zu sein, insbesondere ist trotz fortgeschrittener Globalisierung der Finanzmärkte ein vereinheitlichtes internationales Regelwerk noch nicht vorhanden, wodurch der Regulierungsarbitrage Vorschub geleistet wird, indem Länder mit freizügigeren Regeln von den Finanzmarktakteuren präferiert werden.

#### **3.10.4. Reaktionen des Gesetzgebers**

Grundsätzlich ist es nicht Aufgabe des Gesetzgebers, auf Managergehälter Einfluss zu nehmen, sondern diese sollten das Resultat des internationalen Wettbewerbs um Spitzenkräfte sein. Hierbei ist die Gewährung von Boni ein geeignetes Mittel, Mitarbeiter anzuspornen und am Unternehmenserfolg zu beteiligen. Variable Bonuszahlungen setzen nicht nur Anreize, sondern sie ermöglichen es den Finanzinstituten, ihre Personalaufwendungen im Gegensatz zu starren Fixgehältern an veränderte Marktentwicklungen anzupassen. Der Gesetzgeber selbst sollte sich deshalb generell aus der Bezahlung von Managern heraushalten und Marktkräfte ihre Wirkung entfalten lassen. Bekanntlich treten nicht selten unerwünschte Nebeneffekte auf, wenn die Staatsgewalt in die Vertragsfreiheit und in den Preismechanismus dirigistisch eingreift. Dies sollte allerdings dort seine Grenzen haben, wenn die Bonuspolitik systemrelevanter Finanzinstitute die Verantwortlichen in Verbindung mit fehlender Verlustbeteiligung in schnelle und risikoreiche Geschäfte treibt, obwohl sie eigentlich längerfristige und nachhaltige Anlagekonzepte im Blick haben sollten und im Ernstfall der Staat zur Vermeidung unerwünschter negativer Kettenreaktionen mit Finanzspritzen zum Eingreifen gezwungen ist, will dieser nicht einen vollständigen Kollaps des Wirtschaftssystems riskieren. Hier sollte die Trittbrettfahrer-Position der Gewährung hoher Boni als bedeutsamer Motiva-

---

<sup>580</sup> Vgl. Reda (2009).

tionsfaktor für Manager und Investmentbanker in der Finanzbranche von staatlicher Seite unattraktiver gemacht werden.

So kündigte die deutsche Finanzaufsicht BaFin im Dezember 2009 die Umsetzung der „Implementation Standards“ des Financial Stability Board (FSB) vom 25. September 2009 an, nach der Banken und Versicherungen bis spätestens Mitte 2010 strengere Regeln für variable Vergütungsbestandteile ihrer Manager zu beachten haben. Das FSB hatte schon seine „Principles for Sound Compensation Practices“ für bedeutende Banken und Versicherer konkretisiert.<sup>581</sup> Mit diesen Maßgaben sollen die Vorgaben der 20 wirtschaftsstärksten Industrieländer und Schwellenstaaten (G-20) umgesetzt werden, die im September 2009 auf dem Pittsburgher Weltfinanzgipfel ausgearbeitet worden waren. Zuvor hatte sich eine Gruppe von mehreren großen Kreditinstituten bereits auf freiwilliger Basis bereit erklärt, die für 2010 international vorgesehenen Bonusregeln schon 2009 umzusetzen. Demnach ist zukünftig eine stärkere Orientierung am langfristigen Unternehmenserfolg vorgesehen. Eine Flexibilisierung der Prämien wird in Verbindung mit einem ebenfalls zu tragenden Verlustrisiko gefordert, d.h. diese sollen zwar in erfolgreichen Zeiten steigen, aber in schlechten Perioden auch fallen können. Auch seien Banken und Versicherer künftig zu verpflichten, die Öffentlichkeit genauer über ihre Vergütungspraktiken zu informieren. Vor allem sind die Besoldungssysteme mit langfristigen Zielen der Unternehmen in Einklang zu bringen. Eine Maßnahme zur Schonung des Bankvermögens bei gleichzeitigem Erhalt der Loyalität der Mitarbeiter ist, dass größere Teile der Boni durch Aktien oder Optionen mit längeren Haltefristen vergütet werden. Die hinter solchen Regelungen stehende Absicht ist folgende: Wenn die Sonderzahlungen erst in mehreren Jahren realisiert werden, wird mit dieser Maßnahme die Absicht verfolgt, Anreize kurzfristiger Spekulation zu vermindern. Als Lehre aus der Finanzkrise wird des Weiteren vorgeschlagen, erfolgsabhängige Leistungen den Bankmanagern nur noch unter Vorbehalt auszuzahlen, wobei erst am Ende eines ganzen Konjunkturzyklus eine endgültige Abrechnung erfolgt.

Seit August 2009 soll in Deutschland das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) die Beseitigung von Fehlanreizen auf Vorstandsebene regeln. Durch verschiedene Einzelregelungen trägt auch dieses Gesetz unter anderem dafür Sorge, dass bei der Besoldung von Vorständen künftig verstärkt Anreize für eine nach-

---

<sup>581</sup> Vgl. FSB (2009).

haltige Unternehmensentwicklung gesetzt werden. Auch soll es in Zukunft leichter möglich sein, Gehälter bei einer Verschlechterung der Lage des Unternehmens zu kürzen. Das Gesetz sieht u.a. vor, dass die Vergütung des Vorstands einer Aktiengesellschaft in einem angemessenen Verhältnis zu seinen Leistungen stehen soll und dass Aktienoptionen frühestens mit dem Ablauf von vier Jahren nach Einräumung der Option ausgeübt werden können. Im Gegensatz zur bisherigen Regelung darf zukünftig die Festlegung der Vorstandsbezüge nicht mehr an einen Ausschuss des Aufsichtsrates delegiert werden, sondern diese ist von dem gesamten Plenum vorzunehmen.<sup>582 583</sup>

Mit seinem Mitte 2010 erfolgten Beschluss hat auch das Europaparlament ein Gesetz zur Begrenzung der Extrazahlungen für Banken gefasst. Ab dem Jahr 2011 dürfen Managerprämien nicht mehr in unbegrenzter Höhe ausgezahlt werden, sondern sind an das Grundgehalt zu koppeln. Banken ist es nicht mehr gestattet, große Teile der Bonuszahlungen sofort auszuzahlen. Vielmehr sollen diese Beträge erst nach drei bis fünf Jahren fließen, wenn sich die Transaktionen wirklich als erfolgreich erwiesen haben. Im Einzelnen dürfen nur noch 30 Prozent der Bonuszahlungen sofort zur Auszahlung kommen, bei besonders großen Summen wurde diese Grenze auf nur 20 Prozent festgelegt. Für Kreditinstitute, die Staatshilfen beanspruchen, gelten noch strengere Regelungen. Mit dieser Maßnahme geht das Europaparlament über die Ende 2009 erfolgte verbindliche Auflage der deutschen Finanzaufsicht hinaus. Diese sah vor, mindestens 40 Prozent der Bonuszahlungen über einen Zeitraum von drei Jahren einzubehalten und wenigsten 50 Prozent der Prämien von langfristigen Zielen der Unternehmung abhängig zu machen, ferner bei Fehlentwicklungen diese wieder zurückfordern zu lassen. Die übrigen Bestimmungen Brüssels bewegen sich auf der Ebene des Rundschreibens der Finanzaufsicht BaFin, die sich selbst an den G-20-Forderungen orientiert hatte.

---

<sup>582</sup> Zu den weiteren Regelungen im VorstAG (Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung) vgl. BGBl. I 2009 S. 2509-2511.

<sup>583</sup> Zur Analyse dieses Gesetzes und zu einer vom klassischen Prinzipal-Agenten-Modell abweichenden Hierarchie bei der Festlegung der Vorstandsvergütungen vgl. Koch/Stadtmann (2011).

### **3.11. Die Rolle der Ratingagenturen beim Entstehen der Finanzmarktkrise**

#### **3.11.1. Ratingagenturen als Vermittler zwischen Kapitalangebot und Kapitalnachfrage**

Ratingagenturen sind private und unabhängige Unternehmen im Finanzdienstleistungsbereich, die auf die Bewertung der Bonität von Schuldern und Schuldtiteln unter Anwendung bestimmter Prüfverfahren spezialisiert sind und ihre Testate der Öffentlichkeit in Form sogenannter Ratings zugänglich machen. Ihr Geschäftsmodell beruht auf jahrzehntelanger Erfahrung mit privilegiertem Zugang zu Informationen und dem Vertrauen der Investoren, dass ein hohes Rating mit einer größeren Sicherheit verbunden ist als ein niedriges. Die weltweit größten Ratingagenturen werden durch die börsennotierten amerikanischen Unternehmen Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings repräsentiert. Ihr Geld verdienen diese Gesellschaften durch Honorare, die sie aufgrund von erstellten Emissionsratings (issue rating) und Emittentenratings (issuer rating) ihren Auftraggebern in Rechnung stellen. Die Agenturen legen Wert auf die Feststellung, dass ihre Bewertungen keine Handlungsempfehlungen darstellen, sondern vielmehr nur ein Maß für die relative Ausfallwahrscheinlichkeit von Finanztiteln. Die den Credit Ratings zugrunde liegenden Prüfkriterien, die aufgrund von quantitativen und qualitativen Verfahren erstellt werden, sind je nach Agentur unterschiedlicher Natur und werden en détail nicht bekannt gegeben. Bei Moody's und Standard & Poor's findet die Bewertung ihren Ausdruck in insgesamt 22 verschiedenen Rating-Stufen, die sich aus Buchstaben- und Zahlencodes zusammensetzen. Gängig ist die dem amerikanischen Schulnotensystem entnommene Skala, die von AAA bzw. Aaa (höchste Qualitätsstufe) bis zu D (zahlungsunfähig) reicht. Ein nach der Bonität erstklassiger Schuldner erhält demnach ein Triple-A-Rating, ein Double-A-Rating steht für einen zweitklassigen und ein Single-A-Rating klassifiziert einen drittklassigen Schuldner, dessen Bonität aber immerhin noch als zufriedenstellend bezeichnet werden kann. Es folgen weitere in analoger Weise abgestufte Buchstabenkombinationen für B- und C-Ratings, wobei die Bonitätsbeurteilung mit der aufsteigenden alphabetischen Reihenfolge abnimmt. Ein D-Rating wird bei Zahlungsverzug bzw. einem Insolvenzantrag vergeben. Jedem Ratingcode ist eine allgemeine Bonitätserläuterung zugeordnet.<sup>584</sup> Von größerer Bedeutung ist hierbei die Grenzlinie, die den Investment- (bei Moody's Aaa bis Baa3 bzw. bei Standard & Poor's AAA bis

---

<sup>584</sup> Die Kategorisierung der einzelnen Ratings kann auf den jeweiligen Webseiten von Moody's ([www.moody.com](http://www.moody.com)) und Standard & Poor's ([www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)) nachgelesen werden.

BBB-) vom spekulativen Bereich trennt. So ist es institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen, Pensionsfonds etc. aus satzungsrechtlichen Gründen oftmals nur gestattet, Anlagen zu tätigen, die noch mit einem Investment Grade versehen sind. Diese Trennlinie bestimmt daher in entscheidender Weise das Verhalten von Investoren und nimmt allgemein Einfluss auf die Kapitalbeschaffung und deren Kosten. Fällt ein Finanzpapier aufgrund einer Herabstufung in den spekulativen Bereich, sehen die Bedingungen oftmals eine vorzeitige Glattstellung vor, was zu erheblichen Verlusten führen kann.

Die Ratingagenturen sind auf den Kapital- und Finanzmärkten zu außerordentlich wichtigen Institutionen geworden, ihrem Urteil fällt ein erhebliches Gewicht als Informationsquelle für Investitionsentscheidungen zu.<sup>585</sup> Sie verfügen über eine beachtliche Machtstellung, indem sie Strukturen, Rahmenbedingungen und Spielregeln auf den Finanzmärkten mitgestalten, etwaige Fehleinschätzungen können schwerwiegende wirtschaftliche Folgen nach sich ziehen. Durch ihre Prüfarbeit steigern sie die Markttransparenz und Markteffizienz, sie tragen zudem mit ihrer Dienstleistungsfunktion zur Finanzmarktstabilität und Marktkontrolle bei. Sie vereinfachen die Beziehungen zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern und können als Finanzintermediäre im weiteren Sinne charakterisiert werden.<sup>586</sup> In der Anbahnungsphase von wirtschaftlichen Tauschvorgängen agieren sie als „Gutachter“<sup>587</sup>, teilweise werden den Ratingagenturen in der Literatur aufsichtsrechtliche Funktionen auf den Finanzmärkten zugeschrieben.<sup>588</sup> Auch bei der Einordnung von länderspezifischen Risiken haben sie seit den 1980er Jahren eine größere Relevanz.

Erstmals massiv in die Kritik kamen die Ratingagenturen während der Finanzkrise in Asien in den Jahren 1997/1998, als aufgrund dieser einschneidenden Marktstörungen ein mögliches Fehlverhalten hinterfragt und untersucht wurde. Bereits im Vorfeld und im Verlauf dieser damaligen wirtschaftlichen und politischen Turbulenzen war eindrucksvoll der Einfluss sichtbar geworden, den die Bonitätswächter auf Kapitalbewegungen in Emerging Markets mit ihren Entscheidungen ausüben und dadurch sogar Destabilisierungseffekte mit nachteiligen volkswirtschaftlichen, sozialen und politischen

---

<sup>585</sup> Zunehmende Bedeutung erlangen die Ratingagenturen auch bei der Bewertung von Fonds. Zur diesbezüglichen Abgrenzung zwischen Rankings vs. Ratings vgl. Vriesenga (2002), S. 331 ff.

<sup>586</sup> Vgl. Langer/Weber (2000), S. 202.

<sup>587</sup> Vgl. Fischer/Rudolph (2000), S. 373.

<sup>588</sup> Vgl. Peters (2001), S. 39.

Konsequenzen hervorrufen können. Desgleichen wurden die Agenturen während der Skandale um Bilanzfälschungen der US-Konzerne Enron und Worldcom in den Jahren 2001 und 2002 und später auch beim Insolvenzfall des italienischen Konzerns Parmalat kritisiert, zu spät Herabstufungen dieser Unternehmen vorgenommen zu haben. Auch mit Blick auf die im Jahre 2007 ausgebrochene Weltfinanzkrise wird ihnen vorgeworfen, die auslösenden Probleme nicht rechtzeitig erkannt zu haben, ein Umstand, der zu erheblichen Reputationsverlusten bei den Agenturen führte. Dies trifft hauptsächlich auf die im Mittelpunkt stehenden komplexen Verbriefungsprodukte in Form von Asset Backed Securities (ABS) und Collateralized Debt Obligations (CDO) zu, deren Bewertungen auf komplexen mathematischen Modellen basierten. Den Kritikern zufolge hätten die Agenturen diese strukturierten Wertpapiere nicht nur zum Teil mit Bestnoten (AAA) und damit mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von nahe Null versehen, sondern diese zusätzlich viel zu spät heruntergestuft, obwohl sich die Krise bereits deutlich früher abgezeichnet hatte. So wurden von den drei größten Ratingagenturen noch im Jahre 2008 mehr als 20.000 Hypothekenanleihen herabgestuft oder deren Rating auf eine Beobachtungsliste gesetzt.<sup>589</sup> Die Agenturen selbst haben mittlerweile Fehler eingeräumt und führen an, dass die Bewertungen der in Rede stehenden Obligationen teilweise auf der Grundlage fehlerhafter Annahmen erfolgten.<sup>590</sup> In neuerer Zeit sahen sich die Ratingagenturen mit ihren massiven Herabstufungen hochverschuldeter europäischer Staaten wie Griechenland und Portugal massiver Kritik einzelner EU-Regierungen ausgesetzt, die den zu Feindbildern gewordenen Agenturen dadurch sogar eine Mitschuld an der Verschärfung der Schuldenkrise zuschreiben und darüber hinaus Überlegungen anstellen, ihren Einfluss zukünftig zu begrenzen. Diese Anwürfe sollten allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass es in der Verantwortung der Politik über viele Jahre lang lag, die staatlichen Schuldenspiralen immer weiter in die Höhe getrieben, sich ferner im Netz ihrer eigenen Fehlentscheidungen immer stärker verfangen und bis heute das Faktum negiert zu haben, dass es sich etwa bei Griechenland um einen tatsächlichen Zahlungsausfall mit all seinen negativen Konsequenzen handelt.

---

<sup>589</sup> Vgl. o.V. (2008b), S. 23.

<sup>590</sup> Zu Defiziten bei der Raterstellung für strukturierte Produkte vgl. Brabänder (2008), S. 9 ff.

### 3.11.2. Die Existenz eklatanter Interessenkonflikte

Durch die Vergabe eines Ratings wird es ermöglicht, die Ausfallrisiken von Schuldtiteln verschiedener Herkunft und Struktur vergleichbar zu machen. Mit erheblichen Einbußen ihrer Glaubwürdigkeit sehen sich die Ratingagenturen allerdings gegenüber, indem ihnen von Kritikern vorgeworfen wird, den Boden für die Finanzkrise mit bereitet zu haben. Die bei ihrer Arbeit auftretende Dreiecksbeziehung zwischen Emittent (zahlt das Honorar für das Rating), Anleger (hauptsächlicher Nutzer des Ratings) und der Ratingagentur (Gewinnorientierung durch die Abgabe des Ratings) beinhaltet potenzielle Interessenkonflikte sowie mögliche Fehlanreize zu opportunistischen oder fahrlässigen Verhaltensweisen zwischen diesen Beteiligten.<sup>591</sup> Folgende Aspekte stehen hierbei im Vordergrund:

- Eine klassische Dilemmasituation, mit der die Agenturen konfrontiert sind, liegt in der Vergabe ihrer Bewertungsnoten selbst begründet. Setzen sie bestimmte Ratings stark herab, sind heftige Reaktionen an den Börsen nicht ausgeschlossen mit der möglichen Folge, dass die Kurse ihrer eigenen Aktien Schaden nehmen. Ferner könnten sie dem Vorwurf ausgesetzt sein, Finanzkrisen durch ihr Handeln erst auszulösen und eine Abwärtsspirale in Gang zu bringen. Lassen sie die Bewertungen dagegen unverändert, sind sie dem Vorwurf ausgesetzt, die Schärfe und Tragweite einer sich möglicherweise abzeichnenden Krise nicht erkannt zu haben.
- Zwischen den Ratingagenturen und ihren Auftraggebern ist ein unstrittiges gegenseitiges Abhängigkeitsverhältnis vorhanden. Aufgrund ihrer ausgeübten Doppelfunktion als Berater und Bewerter sehen sich die Agenturen mit einem eklatanten Interessenkonflikt konfrontiert. Als gewinnorientierte Unternehmen sind sie auf Honorarzahlungen ihrer Klienten angewiesen. Ratings werden im Auftrag der Emittenten von Finanzpapieren erstellt und nicht von den Zeichnern und Nutznießern dieser Produkte. Die Agentur und der Emittent verhandeln direkt miteinander und bei unbefriedigender Bewertung ist es dem Auftraggeber möglich, die Bekanntgabe des Ratings zu unterbinden und sich gegebenenfalls einer anderen Agentur zuzuwenden. Diese Überlegungen veranlasste vor dem Hintergrund der letzten Kredit- und Bankenkrise bereits die New Yorker Staatsanwaltschaft zu

---

<sup>591</sup> Allgemein zum Verhältnis Ratingagentur - Emittent in Bezug auf Moral Hazard vgl. Gras (2003), S. 21 f.

Ermittlungen und Klärung der Frage, welche Verbindungen die Banken mit den Agenturen im Vorfeld der Krise pflegten, wobei dem Verdacht nachgegangen wurde, die Kreditwürdigkeitskontrolleure hätten nicht nur aus Nachlässigkeit zu spät auf die Risiken der von ihnen bewerteten Kreditverbriefungen reagiert.<sup>592</sup> In der Tat kam es zu einer verhältnismäßig langsamen Reaktion der Agenturen in der Anfangsphase der sich anbahnenden Verwerfungen auf dem US-Immobilienmarkt. Während einzelne Beobachter schon im Jahre 2006 vor einer bevorstehenden Verschärfung im dortigen Subprime-Segment gewarnt hatten, reagierten die marktführenden Ratingagenturen erst im Juli 2007 mit einer Zurückstufung. Zu lange hatten sie ihre Topbewertungen für diese zweifelhaften Wertpapiere bestehen lassen, womit sie ihrer Frühwarnfunktion nicht nachkamen.<sup>593</sup> Diese verspätete Reaktion wurde auch vom Finanzausschuss des Deutschen Bundestags aufgegriffen, der sich mit dieser Thematik befasste und zusätzlich auf den Umstand verwies, dass der durch Hypotheken besicherte Anleihenmarkt ohne die optimistischen Ratings längst nicht in diesem Umfang angewachsen wäre. Das Ausmaß und die Geschwindigkeit der von den Ratingagenturen anschließend vorgenommenen Herabstufungen lassen in der Tat die Frage nach dem Wert eines Ratings aufwerfen, wenn eine ganze Anlageklasse von zuvor noch mit Bestnoten versehenen hypothekenbesicherten Obligationen kurzerhand bis zu 13 Stufen (Notches) über mehrere Phasen des Downgradings heruntergesetzt und damit in die Nähe eines Zahlungsausfalls gerückt wird.

- Speziell bei der derzeit im Mittelpunkt stehenden Flut von Verbriefungen wird den Agenturen außerdem vorgehalten, ihrer Funktion als Schiedsrichter nicht nachgekommen zu sein. Vielmehr hätten sie selbst am Spiel teilgenommen, indem sie schon im Vorfeld an der Gestaltung hochkomplexer Finanzprodukte bei ihrer Klientel mitwirkten, deren Qualität sie anschließend einem Bewertungsverfahren unterzogen.<sup>594</sup> Während bei Unternehmens- und Staatsanleihen Anleger auf eine größere Informationsbasis hinsichtlich des Emittenten zurückgreifen können, verfügen Investoren bei strukturierten Produkten i.d.R. nicht über die erforderlichen Informationen, wodurch sich die Bondratings deutlich von den Testaten strukturierter Finanzprodukte, deren Bewertung zu einem beachtlichen Geschäftsfeld der

---

<sup>592</sup> Vgl. o.V. (2007).

<sup>593</sup> Vgl. Göpfert (2008).

<sup>594</sup> Vgl. Löwenstein (2008), S. 1 ff.

Agenturen angewachsen war, unterscheiden.<sup>595</sup> So erzielte Moody's im Jahre 2006 einen Umsatz von 2,04 Milliarden Dollar, wovon 44,2 Prozent allein auf dieses Geschäftsfeld entfiel, und zwar bei einer operativen Marge von 61,8 Prozent (ähnlich gute Ergebnisse verzeichnete S&P).<sup>596</sup> Die Vorwürfe von Interessenkonflikten werden von den Agenturen jedoch bestritten. Sie seien weder an der Strukturierung noch an der Kreation von Verbriefungen beteiligt gewesen, allenfalls wäre es zu analytischen Gesprächen mit einzelnen Emittenten gekommen. Offen bleibt bei dieser Argumentation, wo die Grenzen zwischen Dialog, Beratung und Mitwirkung genau verlaufen.

- Des Weiteren ist auf die fehlende Transparenz bei den Bewertungsmaßstäben der Ratingagenturen hinzuweisen. Es bleibt in vielen Fällen völlig unklar, was bei den Bonitätsurteilen auf Analyse und was auf die jeweilige Meinung zurückzuführen ist. Zu bemängeln ist ferner, dass systemische Risiken in den Bewertungsmodellen keinen Eingang gefunden haben. Den Agenturen ist nahezulegen, ihre diesbezüglichen Bewertungs- und Entscheidungsprozesse nicht nur zu verbessern, sondern diese auch offenzulegen.
- Schließlich ist auf die marktbeherrschende und damit wettbewerbshemmende Stellung von nur zwei großen Ratingagenturen hinzuweisen, namentlich Standard & Poor's und Moody's, die ca. 80 Prozent des Marktes auf sich vereinen, und zudem keiner Haftung unterliegen. Es bleibt einer näheren Prüfung vorbehalten, ob es nicht dem unzureichenden Wettbewerb geschuldet ist, dass die zur Anwendung gekommenen Risikomodelle zur Bonitäts- und Portfolioanalyse mit Fehlern behaftet waren. Die Risikoszenarien im Vorfeld der US-Immobilienkrise haben gezeigt, dass die zugrunde gelegten Berechnungsmodelle die komplexe Risikostruktur nicht ausreichend präzise abbildeten.<sup>597</sup> Demnach wurden Risiken systematisch unterbewertet bzw. nur vereinzelt oder überhaupt nicht einbezogen. Dies trifft insbesondere auf die von den Investoren angewandten Leverage-Effekte der Kreditfinanzierung zu, die das Verlustpotenzial außerordentlich stark ausdehnen ließen.<sup>598</sup> Außer diesen technischen Defiziten fehlen den Agenturen in den letzten

---

<sup>595</sup> Vgl. Brabänder (2008), S. 9.

<sup>596</sup> Vgl. o.V. (2008c), S. 14.

<sup>597</sup> Vgl. o.V. (2008d), S. 236.

<sup>598</sup> Vgl. Binding/Winteroll (2007), S. 8.

Jahren offenbar auch qualifizierte Analytiker, die zur genauen Überprüfung und Evaluierung der Flut von Verbriefungsprodukten in der Lage gewesen wären.<sup>599</sup>

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Ratingagenturen die derzeit noch nicht vollständig überwundene Finanzmarktkrise zwar nicht ausgelöst, jedoch in einem beachtlichen Maße an deren Entfaltung mitgewirkt haben. Es stehen allerdings auch die Finanzinvestoren selbst in der Pflicht, vor allem große Banken, die oftmals mechanisch dem Urteil der Agenturen vertrauten. Zudem beachteten die Kapitalanleger nicht in ausreichendem Maße, dass Ratingagenturen vorwiegend Bonitätsbewertungen auf die unternehmensspezifischen (unsystematischen) Risiken abstellen und weniger marktbedingte Entwicklungen (systematische Risiken) in ihre Analysearbeit einbeziehen.

**Dilemmastruktur Nr. 11 :**

**Die Überstrapazierung der Finanzmärkte durch fehlerhafte Ratings**

Intransparente Verbriefungsprodukte dienten als maßgebliche Treiber der sich stetig vergrößernden Spekulationsblase auf den Finanzmärkten. Die Risiken der involvierten CDO-Pools waren mit ihrer Vielzahl von unterlegten Einzelforderungen nur äußerst schwierig nach Art und Umfang zu bewerten. Aus diesem Grunde haben sich die Käufer hochkomplexer Finanzpapiere aufgrund fehlender Kenntnisse über deren Zusammensetzung und mangelnder Expertise bei der Bewertung von Kreditrisiken in hohem Maße auf die Urteile der Ratingagenturen verlassen, ohne hierbei existente Interessenkonflikte im Bereich der Agenturen in ihre Überlegungen einzubeziehen. Durch die Kooperation der in einer oligopolistischen Marktstruktur befindlichen Bonitätsprüfer mit den Initiatoren der Forderungspools erwuchsen zudem massive Moral Hazard-Probleme, insbesondere weil Beratung und Bewertung der Kreditwürdigkeitskontrollure nicht voneinander getrennt waren. Letztere werden für die Erarbeitung eines Ratings für strukturierte Wertpapiere von den Banken vergütet, so dass die Nutznießer dieser Beurteilungen für deren Erstellung selbst zahlen. Diesem existenten Dilemma liegen Anreize der Ratingagenturen zugrunde, dem Interesse ihrer Klientel nach einem guten Urteil zu entsprechen, um einen Auftrag für die Raterstellung überhaupt zu erhalten und dafür entsprechende Gebühren in Rechnung zu stellen. In diesem Kontext kann die Prinzipal-Agent-Theorie als Erklärungsansatz herangezogen werden. Die jeweilige Bank in der

<sup>599</sup> Vgl. o.V. (2008c), S. 14.

Funktion des Auftraggebers bzw. Prinzipals und damit als der schlechter informierte Transaktionspartner hegt die Erwartung, dass sich die von ihr beauftragte Ratingagentur als Agent und besser informierter Transaktionspartner für ihre Belange einsetzt und die Bewertungen für strukturierte Finanzprodukte gut ausfallen. Sie kann jedoch den Bewertungsprozess aufgrund fehlender Informationen nicht kontrollieren. Dagegen sieht sich die Ratingagentur dem Konflikt gegenüber, dass sie zum einen den Auftrag zur Zufriedenheit ihrer Kunden in Gestalt eines guten Ratings ausführt und zum anderen aber objektive Bewertungskriterien zur Anwendung kommen lässt. Agent und Prinzipal befinden sich in einer Dilemma-Situation, indem beide Parteien ihren Nutzen bei Nichteinhaltung vertraglicher Leistungen erhöhen können. Diese Fragestellung korrespondiert mit einem Untersuchungsbericht des US-Senats vom April 2011. Diesem zufolge haben sich die maßgeblichen Ratingagenturen in einem Abwertungswettkampf dem Druck der Banken gebeugt, die Richtmaße ihrer Bewertungspraxis nach unten aufzuweichen, um von den Finanzinstituten mit weiteren Aufträgen bedacht zu werden.<sup>600</sup> Das schnell wachsende Volumen von Verbriefungen forderungsbesicherter Kredite reifte dabei immer stärker zu lukrativen Geschäftszweigen für die Agenturen. Zudem besteht aus Gründen eines gewissen Vertrauensschutzes und der Glaubwürdigkeit ein Anreiz für die Bonitätswächter an einer längeren Gültigkeitsfrist ihrer Gütesiegel, obwohl möglicherweise eine Anpassung der Ratings aufgrund sich verschlechternder Kennzahlen zur Kreditwürdigkeit in einzelnen Fällen anzuraten wäre. Ratingagenturen legen in der Regel darüber hinaus die Anforderungen für ein erstelltes Rating nicht offen und im Gegensatz zur Rating-Vergabe gegenüber Firmen oder Staaten ist es durchaus bei strukturierten Produkten möglich, solange Änderungen der Zusammensetzung von Forderungspools vorzunehmen, bis diese auf das angestrebte Rating zugeschnitten sind. Des Weiteren unterschätzten die Agenturen Marktrisiken, hier insbesondere kumulative Risiken, so etwa sich bildende Blasen auf den Finanzmärkten.<sup>601</sup>

---

<sup>600</sup> Vgl. United States Senate (2011), S. 243 ff.

<sup>601</sup> Zum Rating strukturierter Finanzprodukte vgl. BIZ (2005), S. 84 f.

### 3.11.3. Ansätze der Behebung von Regulierungsdefiziten

Anders als Banken, Börsen und Versicherungen unterlagen Ratingagenturen lange Zeit keinen aufsichtsrechtlichen Regelungen. Es war diesen selbst überlassen, ob sie freiwillig dem von der IOSCO im Jahre 2004 empfohlenen Verhaltenskodex Folge leisten, der u.a. folgende Grundsätze zur Integrität, Unabhängigkeit und Transparenz umfasste:<sup>602</sup>

- Die Anwendung energischer und systematischer Bewertungsverfahren, die regelmäßig einer historischen Validierung zu unterziehen sind.
- Offenlegung der Bewertungsverfahren sowie klare Definition über die Aussage von Ratings und deren Gültigkeitsdauer.
- Erhöhte Transparenz hinsichtlich der Qualität und Verlässlichkeit der Bewertungen. Statistische Analysen sollen hierbei die Güte von Prognosen der verschiedenen Ratings vergleichen.
- Vermeidung solcher Aktivitäten und Beziehungen der Agenturen, die an der Unabhängigkeit und Objektivität der Ratingverfahren Bedenken aufkommen lassen könnten.
- Veröffentlichung von Einnahmen aus möglicherweise bestehenden sonstigen Geschäftsbeziehungen mit den Emittenten.

Die IOSCO selbst kritisierte inzwischen scharf die inadäquaten Risikomodelle und internen Kontrollsysteme von Banken und institutionellen Anlegern. Um zukünftig Wiederholungen derartige Exzesse zu unterbinden, erweiterte diese Vereinigung ihren Verhaltenskodex.<sup>603</sup> So soll den Ratingagenturen u.a. verboten werden, Banken bei der Strukturierung komplexer Finanzprodukte zu beraten. Zudem soll es Kreditinstituten ferner nicht mehr erlaubt sein, ein strukturiertes Produkt mehrfach abzuändern und solange vorzulegen, bis das gewünschte Rating erreicht ist.<sup>604</sup>

Aufgrund der aus der Finanzkrise resultierenden Folgen haben die G-20-Regierungen strengere Regeln für die Arbeit der Ratingagenturen gefordert und sich verpflichtet, die Agenturen in allen Mitgliedsstaaten einer staatlichen Aufsicht zu unterstellen. Als Ant-

---

<sup>602</sup> Vgl. IOSCO (2004).

<sup>603</sup> Vgl. o.V. (2008e); zu weiteren Änderungen am IOSCO-Code für Ratingagenturen vgl. ausführlich Brabänder (2008), S. 11.

<sup>604</sup> Vgl. Osman (2008), S. 15.

wort auf die Weltfinanzkrise hat die deutsche Bundesregierung einen Gesetzentwurf auf den Weg gebracht, mit dem eine bestehende EU-Ratingverordnung umgesetzt wird. Demnach werden die Ratingagenturen unter staatliche Aufsicht gestellt und folgende Neuerungen eingeführt:

- Klare Regeln sollen für mehr Transparenz sorgen. Ratingagenturen, die in der EU tätig sind, unterliegen einer Registrierungspflicht und müssen ihre Geschäfte offenlegen. Um registriert zu werden, sind international festgelegte Mindestanforderungen zu erfüllen.
- Interessenkonflikte sollen zukünftig vermieden werden. Den Agenturen ist es nicht mehr gestattet, ihre Kunden zu beraten und gleichzeitig zu bewerten. Ratingprozesse sind von weiteren geschäftlichen Interessen der Agenturen zu trennen.
- Die Agenturen werden verpflichtet, regelmäßige Überprüfungen ihrer Ratings und Methoden vorzunehmen.
- Unter Strafe wird gestellt, wenn Methoden, Modelle und grundlegende Annahmen verändert werden, ohne dass sogleich eine neue Bewertung erfolgt.
- Geahndet wird des Weiteren, wenn eine Ratingagentur auf eine Bewertung nicht verzichtet, obwohl ihr keine verlässlichen Daten für eine solche vorliegen.
- Sonderregelungen finden für strukturierte Finanzprodukte Anwendung, wobei die Agenturen hier gesonderte und klar gekennzeichnete Ratingkategorien angeben müssen.

In der Literatur werden zum Teil weitergehende Forderungen erhoben. Demnach sollen etwa Ratingagenturen nicht mehr von den Emittenten der Wertpapiere, sondern von den Investoren vergütet werden. Des Weiteren wird bei strukturierten Finanzprodukten befürwortet, dass sowohl die Arrangeure, die die Auswahl und Strukturierung der Kreditforderungen begleiten (zumeist Investmentbanken), und die Servicer, die die veräußerten Forderungen und die Kreditnehmer betreuen, die komplette Datenbasis offenlegen.<sup>605</sup>

Zukünftig können die Agenturen mit Geldbußen von bis zu einer Million Euro belegt werden, wenn sie gegen einzelne Regeln verstoßen. Ein Katalog listet insgesamt 46

---

<sup>605</sup> Vgl. Pagano/Volpin (2010), S. 421.

mögliche Regelverstöße auf. Mit dem beschlossenen Ausführungsgesetz zur EU-Ratingverordnung fungiert die BaFin als Aufsichtsbehörde in Deutschland. Seit dem 1. Januar 2011 hat eine neue Europäische Aufsichtsbehörde (ESMA) die Aufsicht über die Agenturen europaweit übernommen.

### **III. Der sich beschleunigende Globalisierungsprozess und das Erfordernis einer neuen Schubkraft für die Global Marshallplan Initiative**

Bei der Finanzsystemstabilität handelt es sich um ein globales öffentliches Gut, dessen Generierung zusammen mit einer Reihe anderer öffentlicher Güter im Zuge der durch die Globalisierung bedingten enormen Beschleunigungsprozesse eine immer größere Herausforderung für die gesamte Menschheit darstellt. So stehen neben Fragen der Stabilität der Finanzmärkte u.a. Themen der Umwelt- und Klimaproblematik, der Energie- und Rohstoffsicherung, der globalen Sicherheit und des hohen Bevölkerungswachstums auf der Welt mit dem damit verbundenen Phänomen wachsender Armut im Blickpunkt.<sup>606</sup> Isolierte wirtschaftspolitische Entscheidungen auf nationaler Ebene beeinflussen aufgrund der engen Verflechtung der Ökonomien zwangsläufig die Belange und den Wohlstand anderer Staaten. Die größte Finanzkrise seit vielen Dekaden führt besonders schmerzlich vor Augen, dass sich Gefahren der Finanzsystemstabilität nicht auf Zusammenhänge innerhalb von nationalstaatlichen Grenzen beschränken lassen. Als verschärfend ist vor diesem Hintergrund dem Umstand Rechnung zu tragen, dass die Menschen vor der Lösung einer ganzen Reihe von schwergewichtigen Problembereichen stehen, die mehr oder weniger alle zur gleichen Zeit in Erscheinung treten. Aufgrund zunehmender Entgrenzung sowie existenter weltweiter Vernetzungen und Abhängigkeiten scheinen daher vorrangig nur noch Lösungsansätze auf globaler Ebene erfolgsversprechender Natur zu sein.

Während sich schon im nationalen Raum die Bereitstellung öffentlicher Güter als eine äußerst diffizil zu lösende Aufgabe präsentiert, gestaltet sich diese auf globaler Ebene als Konsequenz nationalstaatlicher Politiken noch als ungleich schwieriger. Den Regierungen ist es bislang noch nicht gelungen, die Rahmenordnungen auf das Zeitalter der Globalisierung hin zu justieren und verschiedene nationale Interessen konsensual auszu-tarieren, um das Auseinanderfallen der ökonomischen und politischen Geographie bei

---

<sup>606</sup> Zu Lösungen wichtiger Weltprobleme durch eine Weltwirtschaftsordnung vgl. Weizäcker (1999), S. 122 ff.

der Integration der Märkte zu überbrücken. Die Regulierung hat weltweit mit dem Tempo der Globalisierung nicht Schritt gehalten, der derzeitige regulatorische Rahmen spiegelt noch die „einfache“ Welt aus der Zeit vor der Globalisierung wider. Meinungs- und Willensbildungsprozesse sind auf internationaler Ebene schwerfällig und zu treffende Entscheidungen lassen lange auf sich warten. Die Suche nach Ergebnissen resultiert nicht selten in verwässerten Kompromissen auf dem kleinsten gemeinsamen Nenner. Zu bemängeln sind zum einen die auf globaler Bühne ausbleibende stärkere Politikkoordination sowie zum anderen eine fehlende Instanz, die die Verabschiedung, Implementierung und Durchsetzung von Regeln zur Lösung internationaler Problemstellungen leisten könnte. Das zum Vorschein kommende Kollektivgutproblem resultiert dabei aus einzelstaatlichen und interessenmaximierenden Verhaltensweisen, wodurch sich Regierungen in einer Situation analog dem Gefangenendilemma befinden. Individuell rationales Verhalten der Staaten führt im Kollektiv zu schlechteren, zu nicht rationalen Ergebnissen.

Die Notwendigkeit einer kraftvolleren Global Governance als Antwort auf die Bewältigung sich verschärfender transnationaler Probleme erscheint infolgedessen von essentieller Bedeutung und immer drängender. Bei dieser Herausforderung fallen dem Zusammenspiel von Staaten, zivilen Gesellschaften, internationalen Organisationen und Unternehmen die wichtigsten Funktionen zu. Vor diesem Hintergrund verlangt die Idee des Global Marshall Plans nach einem neuen kraftvollen Schub, und zwar aufbauend auf bisherige Anstöße dieser Art. Bereits auf das Jahr 1990 geht die Initiative für eine neue Weltordnung des ehemaligen US-Vizepräsidenten Al Gore zurück.<sup>607</sup> Eine bedeutende Weiterentwicklung erfolgte im Jahre 2003 mit dem „Global Marshall Plan für eine weltweite ökosoziale Marktwirtschaft“, verbunden mit dem Plädoyer für Frieden, Nachhaltigkeit und Gerechtigkeit.<sup>608</sup> Derzeitig wird die Global Marshall Plan Initiative von einer Vielzahl gesellschaftlicher Bündnisse in Form von Nichtregierungsorganisationen, Verbänden und bedeutenden Persönlichkeiten aus Politik, Wirtschaft und Wissenschaft getragen. Es wird das primäre Ziel verfolgt, einen Beitrag zur Etablierung einer ökosozialen Marktwirtschaft auf der Welt zu leisten.

---

<sup>607</sup> Vgl. Gore (2007).

<sup>608</sup> Siehe hierzu die Webseite [www.globalmarshallplan.org](http://www.globalmarshallplan.org) und die Werke von Sollte (2009) und Radermacher (2002, 2004, 2007).

Trotz beachtlicher Erfolge der Global Marshall Plan Initiativen aufgrund einer kontinuierlich wachsenden Zustimmung- und Unterstützungsbasis bleibt festzuhalten, dass die Globalisierungsdynamik den bisherigen Anstrengungen weit vorausgeeilt ist und der Abstand zu einem erforderlichen weltweiten Abstimmungs- und Regelungsbedarf immerfort größere Ausmaße annimmt. Die Frage ist aufzuwerfen, wie viele Krisen die Weltgemeinschaft noch durchleben muss, bis die Staaten realisieren, dass das kollektive Scheitern durch die Beseitigung von Dilemmastrukturen und Bemühung zur Kooperation im Interesse aller vermieden werden kann und es immer dringender neuer Impulse zu gemeinschaftlichen Anstrengungen bedarf. Zwar verkörpern hierbei Regierungen mit ihrem verfügbaren Instrumentarium die größte autoritative Steuerungsinstanz für eine ordnungspolitische Neugestaltung, jedoch lehrt die bisherige Erfahrung, dass diese mangels Einigungszwang in den drängendsten globalen Fragen der Entwicklung erheblich hinterherhinken.<sup>609</sup> Homann et al. wiesen bereits bei der Durchsetzung ordnungsethischer Ansätze auf schwerwiegende Strukturprobleme der politischen Prozesse hin.<sup>610</sup> In der Tat ist zur Kenntnis zu nehmen, dass die Politik selbst zu stark parteipolitischen und wahltaktischen Zwängen mit der Folge unterliegt, dass in zu kurzen Zeithorizonten und Wirkungsketten gedacht wird. Globale Finanzmarktkrisen und andere internationale Katastrophen unterliegen jedoch Zeitstrukturen, bei denen Ursache und Wirkung in der Regel weit auseinanderliegen.

Es darf daher nicht übersehen werden, dass auf den globalisierten Märkten der klassische Ansatz einer ordnungspolitischen Gesamtstrategie noch zu unterentwickelt ist und mit einer nur fragmentarischen Weltraumordnung weiterhin zu rechnen sein wird. Die traditionelle Ausprägung des zwischenstaatlichen Regierungshandelns scheint vor dem Hintergrund großer weltumspannender Probleme noch lange Zeit nicht in der Lage zu sein, Lösungsansätze für grenzüberschreitende und globalisierungsinduzierte Aufgabenbereiche zu entwickeln.<sup>611</sup> Aus diesem Grunde erlangen auf parallelen Ebenen laufende alternative Ansätze größere Bedeutung:

Zum Ersten ist inhaltlich die Steuerungskompetenz zwischen Staat und Wirtschaft neu zu konfigurieren, wobei die Wirtschaft aufgrund des immensen und schwierig zu bewältigenden staatlichen Regelungsbedarfs vor allem die Feinsteuerung der Selbstorganisa-

---

<sup>609</sup> Zum Primat der Politik in einer Demokratie vgl. von Weizäcker (1999), S. 39 f.

<sup>610</sup> Vgl. Homann/Blome-Drees (1992), S. 72.

<sup>611</sup> Vgl. Wolf/Schwindenhammer (2011), S. 10 ff.

tion der Akteure übernimmt.<sup>612</sup> Die maßgeblich Agierenden in der Marktwirtschaft werden dabei durch Unternehmen verkörpert. Im Jahre 2000 stellte die UNO im Rahmen ihrer Initiative „Global Compact“ das Gerüst für verantwortungsvolles unternehmerisches Handeln in der Weltwirtschaft vor und formulierte zehn Grundsätze hinsichtlich Menschenrechte, Arbeitsrichtlinien, Umwelt und Antikorruption.<sup>613</sup> Sonach haben Unternehmen in den letzten Jahrzehnten einen profunden Wandel in der Weise vollzogen, indem ihnen bei einem gleichzeitigen Anstieg von Freiheiten im Globalisierungsprozess vermehrt Verantwortung für Ländergrenzen überschreitende Funktionen der Normensetzung und deren Durchsetzung<sup>614</sup> sowie eine Reihe von Fragen der Corporate Social Responsibility zugeschrieben werden.<sup>615</sup> Die Europäische Kommission definiert dabei Corporate Social Responsibility als „a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis“<sup>616</sup>. Angesprochen sind Problemstellungen, die sich zusammen mit dem Schutz von Menschenrechten in früherer Zeit noch alleinig im Zuständigkeitsbereich von Staaten befunden haben.<sup>617</sup> Die mit Machtpositionen ausgestatteten Unternehmen sollen als de facto maßgebliche Akteure das Verantwortungsvakuum einer unzulänglichen staatlichen Ordnungspolitik vermindern und die Aufgabe der Regelsetzung mittels Selbstregulierung bei der Konzipierung einer neuen Weltrahmenordnung übernehmen bzw. fördern, um auf diese Weise globale Risiken besser unter Kontrolle zu bringen.<sup>618</sup> <sup>619</sup> Sie sind aufgefordert, entsprechende Vorleistungen zu erbringen. Von ihnen wird ferner verlangt, Analysen über Fragen der Unternehmensethik und Unternehmenskultur anzustellen,<sup>620</sup> des Weiteren Moral in ihrem langfristigen Eigeninteresse im Rahmen einer Wettbewerbsstrategie zu praktizieren.<sup>621</sup> Zu erzielende Vorteile gegenüber Mitbewerbern dienen dem wettbewerbswirksamen Reputationsaufbau. Mit der stetig an Bedeutung gewinnenden Corporate Social Responsibility, in deren Rahmen Unternehmen gesellschaftliche und ökologische Werte in ihre Geschäfts-

---

<sup>612</sup> Vgl. Pierer et al. (2003), S. 62 ff.

<sup>613</sup> Vgl. UN Global Compact Office (2011).

<sup>614</sup> Vgl. Wolf/Schwindenhammer (2011), S. 10 ff.

<sup>615</sup> Zu Unternehmen als die relevanten Akteure bei Fragen der Nachhaltigkeit, etwa bei den Problemen weltweiter Armut, Systemen sozialer Sicherung und Klimapolitik vgl. Pies (2004), S. 10 ff.

<sup>616</sup> Commission of the European Communities (2002), S. 5.

<sup>617</sup> Vgl. Gjørlberg (2009), S. 605.

<sup>618</sup> Vgl. Pierer et al. (2003), S. 63.

<sup>619</sup> Zur Entwicklung von Verhaltenskodizes im Unternehmensbereich vgl. Beckmann et al. (2006), S. 2 ff.

<sup>620</sup> Vgl. Koslowski (1992), S. 9 ff.

<sup>621</sup> Zu Reaktionen von Unternehmen auf die wachsende Komplexität der Umwelt vgl. Lütge/Vollmer (1997), S. 183 ff.

modelle und Managementstrukturen einbeziehen, ist bereits eine Entwicklung auf dem Gedanken der Freiwilligkeit in Richtung eines neuen Gesellschaftsvertrags in Gang gekommen, der auf die bloße Befolgung gesetzlicher Auflagen weit hinausgeht.<sup>622</sup> Die Unternehmen können sich der ihnen zufallenden gesellschaftlichen Verantwortung nicht mehr entziehen, da sie der Beobachtung einer kritischen Öffentlichkeit und dabei der Gefahr einer Sanktionierung ausgesetzt sind.<sup>623</sup> Die Erzielung von Gewinnen bleibt hierbei betriebswirtschaftlich und gesellschaftlich als eine unabdingbare Voraussetzung. Der Blick verschiebt sich jedoch von der Verfolgung kurzfristiger Wachstumsziele hin zu einer auf Nachhaltigkeit ausgerichteten Unternehmenspolitik,<sup>624</sup> die auch in Kennzahlen abseits traditioneller Gewinn- und Verlustrechnung ihren Niederschlag findet und dadurch die Interessen von Stakeholdern wie u.a. Kapitalgeber, Mitarbeiter, Gewerkschaften, Kunden, Lieferanten, Verbraucher- und Umweltschutzorganisationen sowie sonstige Interessengruppen einbezieht. Die von der „Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress“ (nach ihren Haupt-Protagonisten auch „Stiglitz-Sen-Fitoussi-Kommission“ genannt) erarbeiteten Kennzahlen über die Messung des BIP (Classical GDP-Issues), der Lebensqualität (Quality of Life) und nachhaltiger Entwicklung (Economic, Environmental and Social Sustainability) dürften einen wichtigen aktuellen Beitrag zur Bezifferung von Lebensqualität und des gesellschaftlichen Fortschritts über eine Abbildung des klassischen BIP hinaus bedeuten.<sup>625</sup> Begriffe wie Glaubwürdigkeit, Vertrauen, Integrität und Ansehen werden zu wichtigen Wettbewerbsfaktoren. Großen Unternehmen ist angeraten, die Evaluierung moralischer Risiken durch eigene Abteilungen oder sogar für diesen Zweck mittels speziell bestellter Vorstände vornehmen zu lassen.<sup>626</sup> Wie durch eine Reihe von Negativbeispielen auch aus der jüngsten Vergangenheit belegt, entstehen hohe Reputationsverluste für jene Unternehmen, die moralische Normen verletzen.<sup>627</sup> Gerade in Zeiten der Globali-

---

<sup>622</sup> Zu Überschneidungen der Unternehmensethik mit politischer Philosophie als normativer Disziplin vgl. Heath et al. (2010), S. 427 ff.

<sup>623</sup> Zum Anwendungsbereich und Reichweite unternehmerischer Verantwortung vgl. Suchanek/Lin-Hi (2006), S. 9 ff.

<sup>624</sup> Zum Begriff der Nachhaltigkeit als eine gesellschaftliche Herausforderung für die Welt vgl. Pies (2004), S. 2 f.

<sup>625</sup> Vgl. Pesendorfer/Leitner (2010), S. 535 ff.

<sup>626</sup> Vgl. Lütge (2011b), S. 9.

<sup>627</sup> Zur Untersuchung von länderbezogenen Unterschieden beim erfolgreichen Engagement von Corporate Social Responsibility vgl. Gjølborg (2009), S. 605 ff.

sierung kann sich Reputation zum wichtigsten Kapital von Unternehmen entwickeln, sie lässt sich aber auch wieder besonders leicht beschädigen bzw. gänzlich ruinieren.<sup>628</sup>

Zum Zweiten wird mangels eines koordinierten Regierungshandelns den Marktkräften als ordnungspolitische Institution generell größere Bedeutung bei der Umsetzung von Global Governance verliehen werden. Mit Blick auf die Finanzmärkte plädieren in diesem Zusammenhang Cooley, Siebert und Walter für einen aus der Umweltökonomie entlehnten Ansatz, bei welchem der Markt die entscheidenden Lenkungsfunktionen übernimmt.<sup>629</sup> Dabei geht es um die Festsetzung verursachungsgerechter Kostenzuordnungen für vom „Verschmutzer“ hervorgerufene negative externe Effekte, um dadurch deren Internalisierung zu erreichen und den Gesetzen des Marktes auf diese Weise Geltung zu verleihen. Als Beispiele dienen in Anlehnung an diesbezügliche Lösungen aus dem Umweltbereich etwa Preise für die den Banken zum Vorteil reichende staatliche Eilagenversicherung sowie für faktische staatliche Garantien gegenüber systemrelevanten Instituten, ferner rechnen Bankenabgaben und eine den Verhältnissen angepasste Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung zum entsprechenden Instrumentarium.<sup>630</sup> Marktteilnehmer, die dem Finanzsystem hohe Risiken aufbürden, werden durch zu zahlende Entgelte belastet, wodurch ein systembedingter marktkonformer Steuerungsmechanismus einsetzen kann. Die Bedeutung der Finanzmärkte als Ordnungsinstanz wurde im Zusammenspiel mit den Ratingagenturen besonders bei der Schuldenproblematik innerhalb der Europäischen Währungsunion deutlich. Es waren die Märkte, die zuletzt Staaten die Refinanzierung ihrer horrenden Schulden verweigerten und über hohe Risikoaufschläge nicht nur immerfort Nachbesserungen von Reformprogrammen sowie die Einhaltung von Sparprogrammen erzwangen, sondern auch Regierungsmitglieder sogar zur Demission veranlassten.

Zum Dritten wird die Notwendigkeit gesehen, diese Maßnahmen mit einer nachhaltigen und kämpferischen Offensive einer Öffentlichkeitsarbeit zu flankieren, für die Personen und Institutionen in sozialen Netzwerken im Rahmen neuer und revolutionärer Möglichkeiten der Informations- und Kommunikationstechnologie mit Multiplikatorwirkung zu gewinnen sind. So eröffnet das Internet neue Kommunikationsmöglichkeiten und

---

<sup>628</sup> Vgl. Lütge (2007b), S. 7.

<sup>629</sup> Vgl. Cooley et al. (2009).

<sup>630</sup> Vgl. ebd.

soziale Beziehungen zwischen den Menschen,<sup>631</sup> es lässt die Öffentlichkeit als eine noch bedeutendere Macht in der Demokratie werden, als dies bislang der Fall war.<sup>632</sup> Aktuelle Beispiele hierfür sind etwa die „Occupy-Bewegung“, die sich vom Finanzdistrikt in New York über die ganzen Vereinigten Staaten und schließlich die gesamte Welt ausbreitete und u.a. eine Begrenzung der Macht der Banken forderte oder der sogenannte „Arabische Frühling“ mit dessen politischen Umwälzungen in der arabischen Welt. Bei Vorgehen dieser Art getreu sogenannter „grass-root-movements“ steht der Gedanke Pate, dass vieles dafür spricht, dass in der Zukunft voraussichtlich in weltumspannenden Fragen weniger Abläufe und Richtungsvorgaben „von oben“ initiiert und adaptiert werden, bei denen sich einzelne Regierungen bestimmten Einigungszwängen beugen. Vielmehr ist dem zivilgesellschaftlichen Bereich größere Bedeutung beizumessen, indem „von unten heraus“ Regierungshandeln zukünftig verstärkt erzwungen werden wird, etwa durch vermehrte aktive Bürgerbeteiligung an politischen Entscheidungs- und Planungsverfahren. Auch das historisch von den USA ausgehende Modell der Corporate Social Responsibility entspricht dem Beispiel einer sich jenseits staatlicher Forderungen eigendynamischen Bewegung. Regelverletzungen können zu schwerwiegenden nachteiligen Konsequenzen für die betreffenden Unternehmen oder für ganze Branchen führen. So sind derzeit im Gefolge der Finanzkrise etwa Banken oder sogar ganze Staaten wie Griechenland von gewaltigen Imageschäden betroffen, deren Reparatur mit außerordentlich hohem Kostenaufwand verbunden ist.

---

<sup>631</sup> Vgl. Lütge (2002), S. 3.

<sup>632</sup> Vgl. ebd., S. 9 ff.

#### IV. Zusammenfassung und Ausblick

Die Subprime-Krise auf dem US-Häusermarkt hat sich zu einer weltweit sehr ernsten Finanz-, Banken- und Staatsschuldenkrise weiterentwickelt.<sup>633</sup> In mittlerweile zahlreich vorliegenden Analysebeiträgen werden zu den Ursachen der schwersten Wirtschafts- und Finanzkrise der Nachkriegsgeschichte eine Vielzahl von Faktoren genannt. So wird zur Anatomie der Krise auf oberster Ebene ein lang anhaltender Aufschwung auf dem US-Immobilienmarkt gerechnet, der die dortigen Grundstückspreise nach oben katapultierte und schließlich zur Bildung einer Blase führte. Genährt wurde diese Entwicklung durch einen beispiellosen Kreditboom, der von den Notenbanken mittels niedriger Zinsen zuvor angefacht worden war. Der Kreditexpansion folgte der zunehmende Einsatz von Finanzinnovationen, durch die Kreditrisiken verbrieft und handelbar gemacht wurden. Hierbei erfanden die Syndizierungsmärkte immer komplexere Produktvariationen. Die Investoren hatten keine direkte Beziehung mehr zum originären Kreditrisiko, erhebliche Informationsasymmetrien zwischen Risikoggeber und Risikonehmer waren die Folge. Fehlende Transparenz veranlasste die Marktteilnehmer, sich bei ihren Investitionsentscheidungen nahezu mechanisch auf die Urteile von Ratingagenturen zu verlassen, was sich später als nachhaltiges Fehlurteil herausstellen sollte. Institutionelle Investoren wie Investmentbanken, Versicherungen und Fondsgesellschaften erwarben mit immer höheren Beträgen diese zweifelhaften Kreditverbriefungen und nutzten hierbei in extensiver Form rechtlich selbständige Zweckgesellschaften, auf die große Wertpapierbestände übertragen wurden. Der Geschäftszweck dieser oftmals außerhalb der Bankbilanzen geführten „Investment Vehicles“ beruhte auf der Durchführung von Arbitragen, indem übernommene langfristige und hochverzinsliche Verbriefungsanleihen mit kurzfristigen Schuldverschreibungen gegenfinanziert wurden. Dieses Vorgehen eröffnete den Finanzinstituten ein überproportionales Geschäft im Verhältnis zum eingesetzten Eigenkapital, ohne dass bankenaufsichtsrechtliche Eigenkapitalvorschriften zur Anwendung gekommen wären. Aufgrund steigender Zahlungsausfälle bei Immobiliendarlehen in den USA und des einsetzenden Preisrückgangs auf dem dortigen Häusermarkt fiel schließlich auch der Wert der aus den Hypotheken resultierenden forderungsbesicherten Wertpapieren. Die folgende Verunsicherung an den internationalen Finanzmärkten übertrug sich in rasantem Tempo auch auf andere Assetklassen. Erste Banken gerieten infolge des notwendig gewordenen massiven Abschreibungsbedarfs in Schieflage. Mit

---

<sup>633</sup> Zu einer detaillierten Chronologie der Panik im Verlauf der Subprime-Krise vgl. Gorton (2008).

der Insolvenz der New Yorker Investmentbank Lehman Brothers setzte alsdann eine Kettenreaktion ein, die Finanzinstitute auf der ganzen Welt in höchste Not kommen ließ. Fehlende Kenntnisse über die wahren Engagements der Kreditinstitute führten in der Folge zu einem beispiellosen Zusammenbruch des Interbankenmarkts. Nur massive Liquiditätshilfen der Zentralbanken als Lender of last Resort verhinderten weitere große Zusammenbrüche systemrelevanter Finanzinstitute mit unabsehbaren Folgen. Die über viele Jahre verfolgten und zum Scheitern verurteilten Risikogeschäfte der Banken hatten zusätzlich Auftrieb dadurch erfahren, dass die in der Finanzbranche angewandten Vergütungssysteme die Orientierung der Bank- und Fondsmanager zu stark auf den kurzfristigen Erfolg fokussieren ließen. Des Weiteren ist die Vernachlässigung des für Marktwirtschaften essentiellen Prinzips der persönlichen Haftung als ein weiteres krisenförderndes und schwerwiegendes Steuerungsdefizit zu benennen. So konnten Finanzmanager für sie fast risikolos mit anvertrauten Geldern spekulieren, ohne dass sie mit ihrem Einkommen für mögliche Verluste selbst hafteten. Die Profiteure der Spekulationsblasen waren damit nicht dieselben, die die späteren Anpassungslasten zu tragen hatten. Für eine funktionierende Gesellschaftsordnung, in der Freiheit und Selbstverantwortung vorherrschen, verkörpert die persönliche Haftung jedoch eine wichtige Grundbedingung, da es andernfalls bei Missachtung dieses Konnexitätsprinzips zu Fehlanreizen kommt. Derjenige, der für Fehler finanziell nicht geradezustehen hat, neigt zur Übernahme hoher Risiken und zur Verschwendung von Ressourcen.

Mit den Auswirkungen der im Jahr 2007 zum Vorschein gekommenen Finanzkrise traten mit der Zeit auch immer stärker die Schwachstellen und Geburtsfehler der Europäischen Währungsunion zu Tage, in der sich über viele Jahre von der Politik vernachlässigte enorme Ungleichgewichte gebildet hatten. Die Einführung des Euro als europäische Gemeinschaftswährung übertrug die stabilitätsorientierte Geldpolitik der EZB ebenso auf solche Peripherie- und neuen Beitrittsländer, die ehemals von hohen Inflationsraten und regelmäßigen Abwertungsspiralen ihrer Währungen betroffen waren. Die nunmehr mit einer gemeinsamen Währung einhergehende „Euro-Dividende“ in Form niedriger Zinsen war jedoch zur übermäßigen Kreditaufnahme in diesen Ländern genutzt worden, ferner wurden exzessive Konsumausgaben, stattliche Lohnabschlüsse sowie hohe Kapitalimporte induziert, die sich zu immer höheren Schulden akkumulierten. Diese Entwicklung verursachte in Verbindung mit einer chronischen Unausgewogenheit in den Außenhandelsbeziehungen zwischen Überschuss- und Defizitländern

große Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge und bereitete den Boden für erhebliche Einbußen der Wettbewerbsfähigkeit in einzelnen Staaten der Währungsunion. Obwohl als Garant einer soliden Finanzpolitik konzipiert, war zuvor der Euro-Stabilitätspakt, der an eine Begrenzung der jährlichen Haushaltsdefizite auf maximal drei Prozent und der Staatsverschuldung auf höchstens 60 Prozent des BIP geknüpft worden war, durch zahlreiche nicht geahndete Verstöße mehr und mehr aufgeweicht und politisch lax gehandhabt worden. Am Beispiel Griechenland, dessen Beitritt zur Währungsunion bereits durch kreative Buchführung und inkorrekte statistische Daten erschlichen worden war, wird diese Entwicklung im Besonderen verdeutlicht. Als Trittbrettfahrer der Währungsunion lebte dieses südeuropäische Mitglied über viele Jahre weit über seine Verhältnisse und in Kauf genommene hohe Budgetdefizite türmten sich im Laufe der Zeit zu einer beträchtlichen Staatsverschuldung auf, deren Bedienung in Form von Tilgung und Zinsendienst letzten Endes aus eigenen Kräften nicht mehr möglich war. Angesichts seines hohen Schuldenstandes, des ausufernden Haushalts- und Leistungsbilanzdefizits, des Verlustes seiner Wettbewerbsfähigkeit und der beharrlichen Missachtung der Regeln des Euro-Stabilitätspaktes stand Athen daraufhin im Mai 2010 vor der Zahlungsunfähigkeit. Darüber hinaus drohte diese Dynamik andere Mitglieder der Europäischen Union mit in den Abgrund zu ziehen, allen voran das ebenfalls vom Platzen einer Immobilienblase betroffene Spanien sowie die hohen Staatsdefizite aufweisenden Staaten Portugal und Italien. Die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion hangeln sich seitdem von einem Krisengipfel zum nächsten. Mehrere Rettungspakete wurden geschnürt und mittlerweile haften die noch verbliebenen finanziell solideren Euro-Staaten mit immer höheren Beträgen. Ein mit 700 Milliarden Euro ausgestatteter dauerhafter Rettungsschirm (ESM) soll ab Juli 2012 zukünftig zur Beruhigung der Finanzmärkte beitragen, wobei schon heute abzusehen ist, dass selbst dieses hohe Ausleihvolumen nicht den bevorstehenden Refinanzierungsbedarf von vorwiegend südeuropäischen Euro-Staaten abdecken kann. Darüber hinaus erwirbt inzwischen sogar die EZB selbst mit hohen Milliardenbeträgen Staatsanleihen finanzschwacher Euro-Staaten und versorgte zuletzt das europäische Bankensystem im März 2012 mit billiger Liquidität in der beachtlichen Größenordnung von einer Billion Euro für drei Jahre mit einem Zinssatz von nur einem Prozent. Mit dieser Maßnahme sollen Kreditinstitute angehalten werden, u.a. Anleihen angeschlagener Staaten zu erwerben, wodurch deren Leistungsbilanzdefizite de facto die Notenpresse finanziert. Insgesamt erfährt die Erfolgsgeschichte der Europäischen Union, die sich durch Frieden

und Wohlergehen für eine halbe Milliarde Menschen auszeichnet, durch diese Belastungen einen Rückschlag in ihrer Entwicklung, dessen Überwindung noch lange Zeit in Anspruch nehmen wird.

Die vorgenannten Beispiele mikro- und makroökonomischer Art spielen unzweifelhaft eine gewichtige Rolle bei der Ursachenanalyse der größten Finanzkrise seit Generationen. Sie erscheinen allerdings bei näherer Betrachtung als Symptome noch tiefer liegender Wurzeln nahezu aller vorerwähnten Krisenmerkmale, die auf einen Nenner gebracht werden können. Als das Problem hinter den Problemen werden in vorliegender Arbeit vielmehr ganze Pyramiden von teilweise in gegenseitiger Abhängigkeit stehenden und sich wechselseitig verstärkenden Dilemmastrukturen unterschiedlicher hierarchischer Rangordnung diagnostiziert, von denen Finanzmärkte und Politik auf mehreren Ebenen durchsetzt waren und sind. Soziale Dilemmata dieser Art beziehen sich als zentrale Gedankenfigur auf gesellschaftliche Probleme, die paradigmatisch durch das Gefangenendilemma der Spieltheorie abgebildet werden. Bei diesem erzielen zwei rational handelnde Spieler nur ein pareto-inferiores Nash-Gleichgewicht, da diese keine bindenden Verträge schließen können, um Fehlanreize zu beseitigen. Dilemmasituationen mit ihren Kräften der Systemerosion charakterisieren damit Konstellationen, in denen individuell rationales Verhalten der einzelnen Gruppenmitglieder zu einem für die Gruppe insgesamt nicht pareto-optimalen Ergebnis führt. Die Chancen einer gegenseitigen Besserstellung werden aufgrund ausbleibender Kooperation und fehlender institutioneller Stützen nicht wahrgenommen. Beispiele hierfür finden sich im Kleinen bei situativen Alltagsfällen innerhalb sozialer Interaktionsgruppen wie etwa bei der Pflege gemeinschaftlich genutzter Einrichtungen oder bei vielen Situationen im täglichen Straßenverkehr. Die innere Logik dieser Phänomene lässt sich aber auch im Großen auf äußerst gewichtige Themenbereiche übertragen. Diesbezügliche Muster bieten das herdengetriebene Verhalten von Marktakteuren oder die unkoordinierten Handlungen ganzer Staaten als maßgeblich Agierende in Entscheidungssituationen bei existenziellen Zukunftsfragen, von denen Probleme der Energie- und Rohstoffsicherheit, des anhaltenden Raubbaus der Weltmeere, der Vernachlässigung des Klimaschutzes, aber auch der Übernutzung internationaler Finanzmarktressourcen nur einige Bereiche mit enormen Schadens- und Zerstörungspotenzialen darstellen. Dilemmastrukturen sind aufgrund ihres oftmals schleichenden Entstehungsprozesses darüber hinaus nicht einfach zu identifizieren und zu lokalisieren. Zudem ist es den Beteiligten dabei nicht unbedingt be-

wusst, dass sie sich überhaupt in einer Dilemmasituation mit gegenseitiger Interdependenz befinden, wodurch Kooperationsmöglichkeiten mit für alle Gruppenmitglieder vorteilhaften Ergebnissen von vornherein blockiert sind. Die Akteure geraten in die soziale Falle, in die kollektive Irrationalität. Es ist vorwiegend Aufgabe des Staates, die Marktteilnehmer aus diesen Zwangssituationen zu befreien und pareto-superiore Kooperationslösungen zu ermöglichen. Markt und Wettbewerb können ihr inhärentes Potenzial zum Wohle der Menschen nur unter einer wirkungsvollen Rahmenordnung zur Geltung bringen. Im Zuge zunehmender Deregulierung der Finanzmärkte wurde jedoch der Raum für übermäßig riskante Transaktionen in Folge von Gefangenendilemma-Situationen geschaffen. Durch staatliche Fehlsteuerungen und politisch motivierte Fehlreize konnten die Marktübertreibungen erst gedeihen, wie dies etwa mit der zu expansiven Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank der Fall war, die mit allzu niedrigen Leitzinsen starke Anreize für einen überdimensionierten Investitionsboom und Überschuldung auf dem Häusermarkt setzte. Ein weiteres verursachendes Element ist im Vorgehen politischer Instanzen zu sehen, sich verstärkt auf die Einzelinstitutsorientierung abzustützen und damit die Einbeziehung systemischer Risiken, also Gefahren für das Finanzsystem im Ganzen, zu vernachlässigen.

Diese Erkenntnisse führen nach beinahe vier Jahren seit Ausbruch der weltweiten Finanzkrise zu signifikanten Ergebnissen: Zum einen hat die Nichtbeachtung von Dilemmastrukturen als Konzepte der Strukturierung komplexer gesellschaftlicher Zusammenhänge zu den gravierenden Negativfolgen auf den Finanzmärkten und innerhalb der Europäischen Währungsunion in einem Ausmaß beigetragen, das zuvor als nahezu unvorstellbar gegolten hatte. Zum anderen bestehen die krisenverursachenden Konstellationen auf der Basis von Dilemmastrukturen auf mehreren Gebieten bis dato fort, wodurch die eigentlichen Übel noch nicht an den Wurzeln gepackt wurden und damit den Nährboden für die Fortsetzung folgenschwerer weltwirtschaftlicher Verwerfungen bilden. Eine Tendenz zu alten Exzessen ist erkennbar, wie dies durch einzelne Beispiele zu verdeutlichen ist: So werden in einem rasanten Tempo Grundprinzipien der Europäischen Währungsunion weiterhin verletzt und Sanktionswirkungen der Märkte außer Kraft gesetzt. Hierzu zählt etwa die Haftung für fremde Schulden innerhalb der Union. Mit dem Aufkauf von Problempapieren bonitätsschwacher Länder durch die EZB wird endgültig und offiziell mit dem Vertrag von Maastricht gebrochen. Dessen zentraler Bestandteil war die Zusicherung gewesen, dass in der Eurozone im Interesse von Haus-

haltsdisziplin kein „Bailout“ erlaubt und daher am Ende die Pflichtvergessenheit eines Landes mit gefährlicher Signalwirkung für andere Staaten nicht noch belohnt werden sollte. Die Aufgabe des Haftungsausschlusses für die Verbindlichkeiten anderer Staaten ist dafür geeignet, fundamentale Fehlanreize hervorzurufen und kann als Einladung an die Krisenländer verstanden werden, ihre Reformbereitschaft zurückzufahren und auch künftig über die eigenen Verhältnisse auf Kosten anderer zu wirtschaften. Zudem wird die Politik extrem niedriger Zinssätze durch die Notenbanken fortgesetzt und Investoren spekulieren schon wieder mit billigem Geld, das im Überfluss zur Verfügung steht. Wie bisherige Erfahrungen lehren, waren die Anreize zu solider Haushaltspolitik für heute hochverschuldete Länder umso höher, je niedriger die Zinsen waren. Des Weiteren treibt übermäßige Liquidität die Vermögenspreise, private wie professionelle Investoren suchen in solchen Konstellationen das Risiko und neigen zur Überschuldung. Die Folgen der Geldschwemme sind trotz weltwirtschaftlich rezessiver Tendenzen und ausufernder Verschuldung exorbitant steigende Preise für Vermögensgüter wie etwa bei Anleihen, Aktien, Edelmetallen, Rohstoffen und Immobilien. Die Kurse spiegeln hierbei nicht unbedingt die reale Wirtschaftsentwicklung wider, sondern es besteht abermalig die Gefahr, dass sie Ausdruck vermehrter Spekulation sind. Wiederum konzentrieren sich die im Wettbewerb stehenden Finanzakteure auf Geschäfte, die die höchsten Renditen versprechen. Es werden riskante Anlagen getätigt, die mit denen der Konkurrenz positiv korrelieren, wobei die Gefahr besteht, dass sich das Verhalten des risikofreudigsten Investors am Markt durchsetzt. Auch bestehen die krisenauslösenden weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den internationalen Handelsströmen fort.

Fälschlicherweise werden die hierbei zu beobachtenden eigeninteressierten Aktionen der Beteiligten oftmals mit Schuldzuweisungen belegt oder mit abwertenden Attributen der Unvernunft, Habsucht oder des Egoismus gleichgesetzt, obwohl es sich realiter um Resultate individuell rationaler Strategien handelt. Fragen der Moral über das Wirtschaftsgeschehen bestimmen vermehrt die Diskussion. Das Gefangenendilemma der Spieltheorie als zentrales Charakteristikum moderner Gesellschaften bietet jedoch auch hierbei ein grundlegendes Analyseinstrument bei Fragen der Implementierung von Moral und führt zu der modernen institutionenökonomischen Ethikkonzeption von Karl Homann und seinen Schülern.<sup>634</sup> Die Interaktionsökonomik ist dabei insbesondere ein

---

<sup>634</sup> Zum Wirken Karl Homanns und zu seinen Werken auf dem Weg des Institutionen-ökonomischen Ansatzes zur Wirtschaftsethik vgl. Lütge (2008b), S. 127 ff.

Ausdruck für die Methodik, mit der gesellschaftliche Interaktionen veranschaulicht werden und ist nicht nur auf die Wirtschaft beschränkt, sondern als Gesellschaftstheorie konzipiert. Sie definiert sich über ihre Problemstellung, d.h. mit Hilfe des ökonomischen Instrumentariums ist sie vor allem mit der Frage befasst, wie die vielfältigen Kooperationschancen in Gesellschaften trotz der grundlegenden Gefangenendilemma-Struktur zum Vorteil aller Menschen reichen und wie die aus dem Gefangenendilemma entstehenden Kooperationsprobleme überwunden werden können. Der Ausgangspunkt ist die die Moderne charakterisierende Ausdifferenzierung der Gesellschaft in autonome Subsysteme und die dadurch gegebenen Bedingungen. Die Autonomisierung der Wirtschaft hat dabei als spezifisches Charakteristikum die Institutionalisierung des Gefangenendilemmas, das kennzeichnend für alle Situationen ist, in denen Wettbewerb, Konkurrenz und Marktwirtschaft anzutreffen sind. Die hieraus abzuleitenden Konsequenzen sind, dass in unerwünschten Dilemmasituationen Trittbrettfahren sowie die Einnahme von Kronzeugen- und Außenseiterpositionen für den Einzelnen attraktiv werden, was jedoch die Destabilisierung der Kooperation zur Folge hat. Aus diesem Grunde erlangen Ordnungsregeln bei der Implementierung von Moral eine entscheidende Bedeutung. Diese sind so zu gestalten, dass das individuelle Handeln der Akteure zu einem gesellschaftlich erwünschten Zustand führt. Die moralische Qualität der Rahmenordnung ist maßgebend dafür, inwieweit sie zur Zuverlässigkeit der Verhaltenserwartungen durch die Festsetzung allgemeiner Regeln beitragen kann.

Mit dem Desideratum einer neuen Schubkraft für bereits laufende Global Marshall Plan-Initiativen endet vorliegende Ausarbeitung. Bei diesem Anspruch steht der Gedanke Pate, dass fundamentale Zukunftsfragen nicht nur etwa bei der Erhaltung der Finanzmarktstabilität, sondern auch bei solchen in der Klimadebatte, der Umweltzerstörung, der Ernährungs- und Energiesicherung sowie bei der Finanzierung von Sozialsystemen noch ungelöst sind. In einer alles mit allem vernetzten globalisierten Welt ist die Versuchung groß, sich gemäß der Gefangenendilemma-Logik auf Kosten anderer Vorteile verschaffen zu wollen. Die große Gefahr besteht darin, dass sich die Staaten auf der Welt in Ermangelung einer bindenden grenzüberschreitenden Rahmenordnung aus diversen Gefangenendilemma-Problematiken nicht befreien und aus Krisen keine Lehren ziehen. Lösungsansätze bei der Bewältigung dieser Herausforderungen werden u.a. von der Erkenntnis abgeleitet, dass in der Zukunft weltweites Regierungshandeln in einem verstärkten Maße nicht zuletzt auch von der Basis, d.h. „von unten heraus“ er-

zwungen werden wird. Weitreichende Entwicklungen werden dabei vom freiwilligen Engagement der Zivilgesellschaft als freie Netzwerke in aktiver Form aufgegriffen. Ihre Akteure sind u.a. einzelne Bürger, Interessengruppen wie Vereine und Verbände, nicht-staatliche Organisationen sowie Stiftungen und Parteien. Neuen revolutionären Möglichkeiten der Informations- und Kommunikationstechnologie sind in diesem Kontext eine große Bedeutung beizumessen.

**Quellenverzeichnis:**

**Acemoglu, Daron (2009):** The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics. URL: <http://economics.mit.edu/files/3703>. Stand: 14. März 2012.

**Acharya, Viral V. / Skeie, David (2011):** A model of Liquidity Hoarding and Term Premia in Inter-Bank Markets. In: Journal of Monetary Economics, 58. Jg., Heft 5, July 2011, S. 436-447.

**Ahrend, Rüdiger / Cournède, Boris / Price, Robert (2008):** Monetary Policy, Market Excesses and Financial Turmoil. OECD Economics Department Working Paper Nr. 597, vom 10. März 2008.

**Akerlof, George A. (1970):** The market for 'lemons': Quality uncertainty and the market mechanism. In: The Quarterly Journal of Economics, 82. Jg., Heft 3, S. 488-500.

**Altwater, Elmar (2003):** Was passiert, wenn öffentliche Güter privatisiert werden? In: Peripherie. Zeitschrift für Politik und Ökonomie in der Dritten Welt, 23. Jg., Heft 90/91, S. 171-201.

**Apolte, Thomas (2010):** Die Anreizkompatibilität des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Warum der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht ausreicht, um genügend Anreize zu schaffen Staatsverschuldung zu vermeiden. URL: [http://www.wiwi.uni-muenster.de/ioeb/Downloads/Studieren/Veranstaltungen/SS10/Seminar\\_Oekonomische\\_Theorie\\_der\\_Politik\\_ind\\_EU\\_Intergration/Thema\\_10a.pdf](http://www.wiwi.uni-muenster.de/ioeb/Downloads/Studieren/Veranstaltungen/SS10/Seminar_Oekonomische_Theorie_der_Politik_ind_EU_Intergration/Thema_10a.pdf). Stand: 01. Februar 2012.

**Arentz, Oliver (2008):** Finanzmarktregulierung – notwendig oder Übel? Otto-Wolff-Institut Discussion Paper Nr. 7, vom November 2008.

**Arrow, Kenneth J. (1963):** Social Choice and Individual Values. 2. Auflage, John Wiley & Sons Inc., New York/London/Sydney.

**Axelrod, Robert (2009):** Die Evolution der Kooperation. Übersetzt und mit einem Nachwort von Werner Raub und Thomas Voss, 7. Auflage, Oldenbourg, München.

**Baddeley, Michelle / Pillas, Demetris / Christopoulos, Yorgos / Schultz, Wolfram / Tobler, Philippe (2007):** Herding and Social Pressure in Trading Tasks: A Behavioural Analysis. Cambridge Working Papers in Economics Nr. 0730, vom Mai 2007.

**Barro, Robert J. / Gordon, David B. (1983):** A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. In: Journal of Political Economy, 91. Jg., Heft 4, S. 589-610.

**Bartmann, Peter / Buhl, Hans U. / Hertel, Michael (2009):** Ursachen und Auswirkungen der Subprime-Krise. URL: <https://www.uni-marburg.de/fb02/aktuelles/news/buhlpaper3.pdf>. Stand: 08. Februar 2012.

**Baumberger, Gerald (2011):** Die Renaissance der monetären Analyse. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 85, vom 11. April 2011.

**Bebchuk, Lucian A. / Cohen, Alma / Spamann, Holger (2010):** The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008. In: Yale Journal on Regulation, 27. Jg., S. 257-282.

**Becker, Gary S. (1982):** Der ökonomische Ansatz zur Erklärung menschlichen Verhaltens. Übersetzt von Monika und Viktor Vanberg, Mohr, Tübingen.

**Becker, Gary S. (1993):** Nobel Lecture. The Economic Way of Looking at Behavior. In: Journal of Political Economy, 101. Jg., Heft 3, S. 385-409.

**Becker, Gary S. (1996):** Familie, Gesellschaft und Politik – die ökonomische Perspektive. Herausgegeben von Ingo Pies, übersetzt von Monika Streissler, Mohr, Tübingen.

**Beckmann, Markus / Kraft, Diana / Pies, Ingo (2006):** Freiheit durch Bindung – Zur ökonomischen Logik von Verhaltenskodizes. Diskussionspapier des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg Nr. 9, vom September 2006.

**Beetsma, Roel / Bovenberg, Lans (1999):** Does Monetary Unification Lead to Excessive Debt Accumulation? In: Journal of Political Economy, 91. Jg., Heft 4, S. 589-610.

**Beetsma, Roel / Bovenberg, Lans (2002):** Strategic Debt Accumulation in a Heterogenous Monetary Union. In: Journal of Political Economy, 94. Jg., Heft 19, S. 1-15.

**Beetsma, Roel / Jensen, Henrik (2003):** Contingent Deficit Sanctions and Moral Hazard with a Stability Pact. In: Journal of International Economics, 61. Jg., Heft 1, S. 187-208.

**Beise, Marc (2010):** Die gute Schuldenbremse. In: Süddeutsche Zeitung, Nr. 213, vom 15. September 2010.

**Belke, Ansgar / Kösters, Wim / Leschke, Martin / Polleit, Thorsten (2004):** Towards a „More Neutral“ Monetary Policy. ECB Observer. Analyses of the monetary policy of the European System of Central Banks, Nr. 7, vom 16. September 2004.

**Berthold, Norbert / Koch, Daniel (2007):** Von der (Un-) Möglichkeit ausgeglichener Haushalte. Wirtschaftswissenschaftliche Beiträge des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre der Bayerischen Julius-Maximilians-Universität, Nr. 96.

**Bhatia, Ashok V. (2007):** New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S. Financial Sector. IMF Working Paper Nr. 195, vom August 2007.

**Bieta, Volker / Kirchhoff, Johannes / Milde, Hellmuth (2008):** Geschäftsbanken in Gefangenschaft. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 79, vom 5./6. April 2008.

**Bieta, Volker / Milde, Hellmuth (2008):** Herdenverhalten: Konsequenzen für Märkte, Banken und Aufseher. In: Schweizer Bank, Nr. 42, vom November 2008.

**Bieta, Volker / Milde, Hellmuth (2010):** Regierungs- und Bankenverhalten in der Griechenland-Krise – Spieltheoretische Analyse. In: Risiko Manager, Ausgabe 11/2010, S. 20-23.

**Binding, Lothar / Winteroll, Marco (2007):** Kontrolle nationaler und internationaler Finanzmärkte? – Lehren aus der Subprime-Krise. URL: [http://www.lotharbinding.de/fileadmin/downloads/pdf/bundestag/Kontrolle\\_internationaler\\_Finanzmaerkte\\_-\\_14-12-7.pdf](http://www.lotharbinding.de/fileadmin/downloads/pdf/bundestag/Kontrolle_internationaler_Finanzmaerkte_-_14-12-7.pdf). Stand: 08. Februar 2012.

**Bindseil, Ulrich / Modery, Wolfgang (2011):** Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 12. Jg., Heft 3, S. 215-241.

**Binmore, Ken (1994):** Game Theory and Social Contract, Vol. 1: Playing Fair. MIT Press, Cambridge.

**Binmore, Ken (2010):** Game Theory and Institutions. In: Journal of Comparative Economics, 38. Jg., Heft 3, S. 245-252.

**BIZ (2005):** Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte. BIZ-Quartalsbericht, vom Juni 2005.

**BIZ (2011):** 81. Jahresbericht: 1. April 2010 – 31. März 2011. Vom Juni 2011.

**Blinder, Alan S. / Reis, Ricardo (2005):** Understanding the Greenspan Standard. CEPS Working Paper Nr. 114, vom September 2005.

**BMF (2011a):** Finanzmarktregulierung: Wie geht's voran? Vom 17. Juni 2011. URL: [http://www.bundesfinanzministerium.de/nr\\_69116/DE/Buergerinnen\\_\\_und\\_\\_Buerger/Gesellschaft\\_\\_und\\_\\_Zukunft/finanzkrise/20100730-Finanzmarktregulierung.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/nr_69116/DE/Buergerinnen__und__Buerger/Gesellschaft__und__Zukunft/finanzkrise/20100730-Finanzmarktregulierung.html). Stand: 25. Februar 2012.

**BMF (2011b):** Schulden der öffentlichen Haushalte. Vom 13. März 2012. URL: [http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Wirtschaft\\_\\_und\\_\\_Verwaltung/Finanz\\_\\_u](http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Wirtschaft__und__Verwaltung/Finanz__u)

nd\_\_Wirtschaftspolitik/Oeffentlicher\_\_Gesamthaushalt/0508311a4001.html. Stand: 08. April 2012.

**BMWi (2007):** Schlaglichter der Wirtschaftspolitik. Monatsbericht, vom Dezember 2011.

**Boatright, John R. (2009):** From Hired Hands to Co-Owners: Compensation, Team Production, and the Role of the CEO. In: Business Ethics Quarterly, 19. Jg., Heft 4, S. 471-496.

**Böhm, Franz (1961):** Demokratie und ökonomische Macht. In: Institut für ausländisches und internationales Wirtschaftsrecht (Hrsg.): Kartelle und Monopole im modernen Recht: Beiträge zum übernationalen und nationalen europäischen und amerikanischen Recht, erstattet für die internationale Kartellrechts-Konferenz in Frankfurt am Main Juni 1960, C. F. Müller, Karlsruhe, S. 1-24.

**Börsch-Supan, Axel / Gasche, Martin / Ziegelmeyer, Michael (2010):** Auswirkungen der Finanzkrise auf die private Altersvorsorge. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., Heft 4, S. 383-406.

**Böschen, Mark (2009):** Kontrolle ist schlecht, Regeln sind besser. In: Wirtschaftswoche, Nr. 31, vom 27. Juli 2009.

**Bohsem, Guido / Hulverscheidt, Claus (2010):** „Chinesische Verhältnisse“. In: Süddeutsche Zeitung, Nr. 239, vom 15. Oktober 2010.

**Bollier, David (2009):** Gemeingüter – eine vernachlässigte Quelle des Wohlstands. In: Helfrich, Silke / Heinrich-Böll-Stiftung (Hrsg.): Wem gehört die Welt? Zur Wiederentdeckung der Gemeingüter. Oekom, München, S. 28-38.

**Bordo, Michael / Eichengreen, Barry / Klingebiel, Daniela / Martinez-Peria, Maria S. (2001):** Is the crisis problem growing more severe? In: Economic Policy, 16. Jg., Heft 32, S. 51-82.

**Borio, Claudio (2008):** The Financial Turmoil of 2007: a preliminary assessment and some policy recommendations. BIS Working Papers Nr. 251, vom März 2008.

**Bovi, Maurizio / Dell'Anno, Roberto (2010):** The changing nature of the OECD shadow economy. In: Journal of Evolutionary Economics, 20. Jg., Heft 1, S. 19-48.

**Brabänder, Bernd (2008):** Subprime-Krise: Die Rolle der Rating-Agenturen. In: Die Bank, Heft 8, S. 9-15.

**Buchanan, James M. (1958):** Public Principles of Public Debt, The Collected Works of James M. Buchanan. 2. Auflage, Liberty Fund, Indianapolis.

**Buchanan, James M. (1984):** Die Grenzen der Freiheit: Zwischen Anarchie und Leviathan. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Buchanan, James M. (1992):** Die konstitutionelle Ökonomik der Ethik. In: Koslowski, Peter (Hrsg.): Neuere Entwicklungen in der Wirtschaftsethik und Wirtschaftsphilosophie. Springer, Berlin/Heidelberg, S. 21-46.

**Buchanan, James M. / Wagner, Richard E. (1977):** Democracy in Deficit – the Political Legacy of Lord Keynes. Academic Press, New York.

**Buiter, Willem / Michels, Jürgen / Rahbari, Ebrahim (2011):** ELA: An Emperor without Clothes? Citi Economics, Global Economic View, vom 21. Januar 2011.

**Burghof, Hans-Peter / Henke, Sabine / Rudolph, Bernd / Schönbacher, Philipp J. / Sommer, Daniel (2000):** Kreditderivate: Handbuch für Bank- und Anlagepraxis. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

**Bussemeyer, Marius R. (2004):** Der Einfluss der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion auf die fiskalpolitische Performanz der Mitgliedstaaten. URL: [http://poloek-dvpw.mpifg.de/e\\_documents/publikationen/Bussemeyer%20-%20Einfluss%20der%20EWWU %20auf%20Fiskalpolitik.pdf](http://poloek-dvpw.mpifg.de/e_documents/publikationen/Bussemeyer%20-%20Einfluss%20der%20EWWU%20auf%20Fiskalpolitik.pdf). Stand: 20. März 2012.

**Buti, Marco / Giudice, Gabriele (2002):** Maastricht's Fiscal Rules at Ten: An Assessment. In: Journal of Common Market Studies, 40. Jg., Heft 5, S. 823-848.

**Cáceres, Javier (2011):** Kater ohne Party. In: Süddeutsche Zeitung, Nr. 83, vom 9./10. April 2011.

**Casajus, André / Tutic, Andreas (2008):** Allmenderessourcen, Märkte und die unsichtbare Hand. In: Das Wirtschaftsstudium, 37. Jg., Heft 6, S. 881-886.

**Cavallo Alberto F. / Cavallo, Eduardo A. (2008):** Are Crisis Good for Long-Term Growth? The Role of Political Institutions. In: Journal of Macroeconomics, 32. Jg., Heft 3, S. 838-857.

**Cecchetti, Stephen G. / Mohanty M. S. / Zampolli, Fabrizio (2010):** The future of public debt: prospects and implications. BIS Working Papers Nr. 300, vom 26. März 2010.

**CGFS (2003):** Credit risk transfer. CGFS Publications Nr. 20, vom Januar 2003.

**Chari, V. V. / Kehoe Patrick J. (1998):** On the Need of Fiscal Constraints in a Monetary Union. Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper Nr. 589, vom August 1998.

**Chari, V. V. / Kehoe Patrick J. (2004):** On the Desirability of Fiscal Constraints in a Monetary Union. Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper Nr. 330, vom Januar 2004.

**Coase, Ronald H. (1960):** The Problem of Social Cost. In: Journal of Law and Economics, Heft 3, S. 1-44.

**Commission of the European Communities (2002):** Communication from the Commission concerning Corporate Social Responsibility: A business contribution to Sustainable Development. URL: [http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/february/tradoc\\_127374.pdf](http://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2006/february/tradoc_127374.pdf). Stand: 27. Februar 2012.

**Cooley, Thomas / Siebert, Horst / Walter, Ingo (2009):** Was der Finanzsektor mit Umweltproblemen gemeinsam hat. In: NZZ Online, vom 20.05.2009. URL: [http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/was\\_der\\_finanzsektor\\_mit\\_umweltproblemen\\_gemeinsam\\_hat\\_1.2592495.html](http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/was_der_finanzsektor_mit_umweltproblemen_gemeinsam_hat_1.2592495.html). Stand: 27. Februar 2012.

**Dancy, Jonathan (2000):** Editor's Introduction. In: Dancy, Jonathan (Hrsg.): Normativity. Blackwell, Oxford, S. Vii-XV.

**De Rosa, Luigi (2008):** Italian Economic Development since the Second World War. In: The Journal of European Economic History, 37. Jg., Heft 1, S. 235-252.

**Deutsche Bundesbank (2004):** Monatsbericht Dezember 2004. 56. Jahrgang, Nr. 12, Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main.

**Deutsche Bundesbank (2010):** Finanzstabilitätsbericht November 2010. Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main.

**Diamond, Jared (2005):** Kollaps – Warum Gesellschaften überleben oder untergehen. 4. Auflage, Fischer, Frankfurt am Main.

**Diekmann, Andreas / Preisendörfer, Peter (2001):** Umweltsoziologie. Eine Einführung. Rowohlt, Reinbek.

**DIW Berlin (2006):** Evaluierungsuntersuchungen zur Bewertung der Aufsicht der Kreditwirtschaft und Erstellung eines Erfahrungsberichts (Erfahrungsbericht Bankenaufsicht). DIW Politikberatung kompakt 24, Forschungsprojekt im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen, 2. Auflage, Berlin.

**Dixit, Avinash / Lambertini, Luisa (2003):** Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies. In: The American Economic Review, 93. Jg., Heft 5, S. 1523-1542.

**Dokko, Jane / Doyle, Brian M. / Kiley, Michel T. / Kim, Jinill / Sherlund, Shane / Sim, Jae / Van Den Heuvel, Skander (2011):** Monetary policy and the global housing bubble. In: *Economic Policy*, 26. Jg., Heft 66, S. 237-287.

**Dorofeenko, Viktor / Lee, Gabriel S. / Salyer, Kevin D. (2011):** Rationale Erklärungen für Immobilienpreis-Bubbles: Die Auswirkungen von Risikoschocks auf die Wohnimmobilienpreisvolatilität und die Volatilität von Investitionen in Wohnimmobilien. In: *PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 12. Jg., Heft 2, S. 151-169.

**Downs, Anthony / Wildenmann, Rudolf (Hrsg.) (1993):** *Ökonomische Theorie der Demokratie*. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Dübel, Hans-Joachim (2002):** Umfang und Effekte staatlicher Stützung durch Garantien in der Wohnungsbaufinanzierung – das Beispiel der staatlich gestützten US-amerikanischen Refinanzierungsunternehmen Fannie Mae und Freddie Mac. Studie im Auftrag des Verbandes deutscher Hypothekenbanken, Berlin.

**Einecke, Helga / Zydra, Markus (2011):** Irland und Portugal drucken Euro für ihre marode Banken. In: *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 31, vom 08. Februar 2011.

**Eucken, Walter (1990):** *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*. 6. Auflage, Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Fahlenbrach, Rüdiger / Stulz, René M. (2009):** Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. Swiss Finance Institute Research Paper, Heft 27. URL: [http://www.letemps.ch/rw/Le\\_Temps/Quotidien/2009/09/08/Economie/ImagesWeb/Recherche%20SFI%20bonus.pdf](http://www.letemps.ch/rw/Le_Temps/Quotidien/2009/09/08/Economie/ImagesWeb/Recherche%20SFI%20bonus.pdf). Stand: 08. Februar 2012.

**Favara, Giovanni / Imbs, Jean M. (2010):** Credit Supply and the Price of Housing. CEPR Discussion Paper Nr. DP8129, vom Dezember 2010.

**Fehr, Ernst / Fehr, Gerhard (2010):** Variable Vergütungssysteme zwischen Effizienz und Exzess. In: *Neue Zürcher Zeitung*, Nr. 235, vom 09. Oktober 2010.

**Feld, Lars P. (2010):** Sinnhaftigkeit und Effektivität der deutschen Schuldenbremse. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., Heft 3, S. 226-245.

**Fendel, Ralf / Frenkel, Michael (2009):** Die Subprime-Krise 2007/2008: Ursachen, Auswirkungen und Lehren. In: WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 38. Jg., Heft 2, S. 78-85.

**Fischer, Christoph / Rudolph, Bernd (2000):** Grundformen von Finanzsystemen. In: Hagen, Jürgen von / Stein, Johann H. von (Hrsg.) / Obst, Gerd / Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems. 40. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 371-446.

**Fischer, Malte (2012):** Stunde der Wahrheit. In: Wirtschaftswoche, Nr. 10, vom 05. März 2012.

**Fitschen, Jürgen (2010):** Neuordnung der Finanzmärkte – Von der Krise zur Reform. In: Bitburger Gespräche Jahrbuch 2009/I, Beck, München, S. 69-76.

**Francke, Hans-Hermann (2008):** Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem. In: Kredit und Kapital, 41. Jg., Heft 1, S. 1-8.

**Franke, Günter / Krahen, Jan P. (2007):** Finanzmarktkrise: Ursachen und Lehren. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 274, vom 24. November 2007.

**Franke, Günter / Weber, Thomas (2007):** Wie werden Collateralized Debt Obligation-Transaktionen gestaltet? In: Zfbf Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 57, S. 95-123.

**Franke, Günter / Krahen, Jan P. (2009):** Instabile Finanzmärkte. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 10. Jg., Heft 4, S. 335-366.

**Freedman, Charles / Kumhof, Michael / Laxton, Douglas / Muir, Dirk / Mursula, Susanna (2010):** Global effects of fiscal stimulus during the crisis. In: Journal of Monetary Economics, 57. Jg., Heft 5, S. 506-526.

**Freund, Corinna (2002):** Internationale Kooperation zur Prävention von Finanzkrisen. Die Verregelung von Verteilungskonflikten zwischen den Industriestaaten. Dissertationsschrift, Online-Publikation, Tübingen. URL: [http://tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2004/1039/pdf/Diss\\_Corinna\\_Freund.pdf](http://tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2004/1039/pdf/Diss_Corinna_Freund.pdf). Stand: 20. März 2012.

**Fries, Oliver / Junker, Simon / Tillmann, Peter (2007):** 38. Konstanzer Seminar zur Geldtheorie und Geldpolitik 2007. In: Kredit und Kapital, 40. Jg., Heft 4, S. 615-622.

**FSB (2009):** FSB Principles for Sound Compensation Practices - Implementation Standards. URL: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_090925c.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_090925c.pdf). Stand: 17. März 2012.

**FSB (2011):** Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions. URL: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104bb.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf). Stand: 25. Februar 2012.

**Gabler Wirtschaftslexikon (2000):** Stichwort: Regulierung. Gabler Verlag (Hrsg.), 15. Auflage, Gabler, Wiesbaden.

**Gerken, Lüder (2011):** Zurück zur Illusion der Globalsteuerung? In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 25, vom 31. Januar 2011.

**Giddens, Anthony (1991):** The Consequences of Modernity. Stanford University Press, Stanford.

**Gilbert, Dirk U. (2011):** Accountability in a Global Economy: The Emergence of International Accountability Standards. In: Business Ethics Quarterly, 21. Jg., Heft 1, S. 23-44.

**Gilkes, Kai (2005):** Modelling Credit Risk in Synthetic CDO Squared Transactions. In: De Vries Robbé, Jan J. / Ali, Paul A. U.: Securitisation of Derivatives and Alternative Asset Classes. Kluwer Law International, Den Haag.

**Gjølberg, Maria (2009):** The origin of corporate social responsibility: Global forces or national legacies? In: Socio-Economic Review, 7. Jg., Heft 4, S. 605-637.

**Gochoco-Bautista, Maria S. (2008):** Asset prices and monetary policy: booms and fat tails in East Asia. In: Asian Economic Papers, 8. Jg., Heft 1, S. 69-98.

**Göbel, Elisabeth (2006):** Unternehmensethik – Grundlagen und praktische Umsetzung. Lucius & Lucius, Stuttgart.

**Göpfert, Angela (2008):** Ratingagenturen müssen nachsitzen – auf der Anklagebank. In: Deutsche Welle, vom 13.02.2008. URL: <http://www.dw.de/dw/article/0,,3125654,00.html>. Stand: 09. Februar 2012.

**Gokhale, Jagadeesh (2009):** Measuring the Unfunded Obligations of European Countries. National Center for Policy Analysis, Policy Report Nr. 319, vom Januar 2009.

**Goldsmith-Pinkham, Pane / Yorulmazer, Tanja (2010):** Liquidity, Bank Runs, and Bailouts: Spillover Effects During the Northern Rock Episode. In: JFSR Journal of Financial Services Research, 37. Jg., Heft 2, S. 83-98.

**Goodhart, Charles A. E. (2008):** The background to the 2007 financial crisis. In: International Economics and Economic Policy, 4. Jg., Heft 4, S. 331-346.

**Gore, Al (2010):** Wege zum Gleichgewicht. Ein Marshallplan für die Erde. 3. Auflage, Fischer, Frankfurt am Main.

**Gorton, Gary B. (2008):** The Panic of 2007. NBER Working Paper Nr. 14358, vom September 2008.

**Gräf, Bernhard (2007):** US-Leistungsbilanzdefizit: Keine Panik! Deutsche Bank Research, vom 21. Juni 2007. URL: [http://www.dbresearch.in/PROD/DBR\\_INTERNET\\_EN-PROD/PROD0000000000212024.pdf](http://www.dbresearch.in/PROD/DBR_INTERNET_EN-PROD/PROD0000000000212024.pdf). Stand: 08. April 2012.

**Gras, Isabelle (2003):** The Power to Rate. Eine Untersuchung zur Kontrolle der Ratingagenturen auf den internationalen Finanzmärkten. REGEM Analysis Nr. 6, Trier University, vom Mai 2006.

**Greenspan, Alan (1966):** Gold and Economic Freedom. URL: <http://www.gold-eagle.com/greenspan041998.html>. Stand: 31. Januar 2012.

**Greenspan, Alan (2007):** Die Wurzeln der Hypothekenkrise. In: Euro am Sonntag, Nr. 50, vom 16. Dezember 2007 [Beitrag in Kooperation mit dem Wallstreet Journal].

**Haasis, Heinrich (2010):** "Viele Banken sind heute größer und gefährlicher als vor zwei Jahren". In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 199, vom 28. August 2010.

**Häring, Norbert (2010):** Markt und Macht, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

**Hardin, Garret (1968):** The tragedy of the commons. In: Science, 162. Jg., Heft 3859, S. 1243-1248.

**Hartung, Thomas / Sell, Friedrich L. (2008):** Auf der Suche nach der "optimalen" Finanzmarktaufsicht. Diskussionsbeiträge, Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität der Bundeswehr München, 20. Jg, Nr. 1.

**Hasenclever, Andreas / Mayer, Peter / Rittberger, Volker (1997):** Theories of international regimes. Cambridge University Press, Cambridge.

**Hassel, Florian (2010):** Europas Banken setzen in der Krise weiter auf den Steuerzahler. In: Die Welt, vom 20. November 2010.

**Hayek, Friedrich A. v. (1981):** Recht, Gesetzgebung und Freiheit II: Die Illusion der sozialen Gerechtigkeit. Verlag Moderne Industrie, Landsberg am Lech.

**Heath, Joseph / Moriarty, Jeffrey / Norman, Wayne (2010):** Business Ethics and (or as) Political Philosophy. In: Business Ethics Quarterly, 20. Jg., Heft 3, S. 427-452.

**Hellwig, Martin / Höfling, Wolfram / Zimmer, Daniel (2010):** Finanzmarktregulierung - welche Regelungen empfehlen sich für den deutschen und europäischen Finanzsektor? Gutachten E/F/G zum 68. Deutschen Juristentag. Band 1, Beck, München.

**Herz, Bernhard / Wagner, Marco (2007):** Exportweltmeister Deutschland – ein Sommermärchen? In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 9. Jg., Heft 4, S. 446-464.

**Herzog, Bodo (2004):** Warum verstoßen vorwiegend die großen EWU-Länder gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt? Eine theoretische Bestandsaufnahme. In: Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 73. Jg., Heft 3, S. 405-417.

**Hobbes, Thomas (1651):** Leviathan, or the matter, forme, and power of a Commonwealth Ecclesiasticall and Civil. A. Crook, London.

**Hobbes, Thomas (1966):** Leviathan oder Stoff, Form und Gewalt eines bürgerlichen und kirchlichen Staates. Herausgegeben und eingeleitet von Iring Fetscher, übersetzt von Walter Euchner. Luchterhand, Neuwied/Berlin.

**Hoening, Thomas (2010):** Etwas Deflation ist nicht schlechter als etwas Inflation. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 255, vom 02. November 2010.

**Hoerster, Norbert (2003):** Ethik und Interesse. Reclam, Stuttgart.

**Holler, Manfred J. / Illing, Gerhard (2006):** Einführung in die Spieltheorie. 6. überarbeitete Auflage, Springer, Berlin.

**Homann, Karl (1988):** Rationalität und Demokratie. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Homann, Karl (1993a):** Wirtschaftsethik. In: Enderle, Georges / Homann, Karl / Hoenecker, Martin: Lexikon der Wirtschaftsethik. Herder, Freiburg, S. 1286-1296.

**Homann, Karl (1993b):** Wirtschaftsethik. Die Funktion der Moral in der modernen Wirtschaft. In: Wieland, Josef (Hrsg.): Wirtschaftsethik und Theorie der Gesellschaft. Suhrkamp, Frankfurt am Main, S. 32-53.

**Homann, Karl (1997):** Sinn und Grenzen der ökonomischen Methode in der Wirtschaftsethik. In: Aufderheide, Detlef (u.a.) (Hrsg.): Wirtschaftsethik und Moralökonomik. Normen, soziale Ordnung und der Beitrag der Ökonomik. Duncker&Humblot, Berlin, S. 11-42.

**Homann, Karl (2004a):** Moral und Vorteile. Vortrag im Rahmen des philosophischen Kolloquiums der Universität Konstanz am 11. November 2004.

**Homann, Karl (2004b):** Fakten und Normen: der Fall der Wirtschaftsethik. In: Lütge, Christoph / Vollmer, Gerhard (Hrsg.): Fakten statt Normen? Zur Rolle einzelwissenschaftlicher Argumente in einer naturalistischen Ethik. Nomos, Baden-Baden, S. 105-116.

**Homann, Karl (2005):** Globalisierung aus wirtschaftsethischer Sicht. In: Homann, Karl / Koslowski, Peter / Lütge, Christoph (Hrsg.): Wirtschaftsethik der Globalisierung. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Homann, Karl (2007a):** Das ethische Programm der Marktwirtschaft. Vortragsreihe des Instituts der deutschen Wirtschaft Köln, Nr. 4, vom Februar 2007.

**Homann, Karl (2007b):** Ethik in der Marktwirtschaft. Heft 3, Roman Herzog Institut, München.

**Homann, Karl / Pies, Ingo (1991):** Wirtschaftsethik und Gefangenendilemma. In: WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 20. Jg., Heft 12, S. 608-614.

**Homann, Karl / Blome-Drees, Franz (1992):** Wirtschafts- und Unternehmensethik. Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

**Homann, Karl / Lütge, Christoph (Hrsg.) (2002):** Vorteile und Anreize: Zur Grundlegung einer Ethik der Zukunft. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Homann, Karl / Lütge, Christoph (Hrsg.) (2003):** Anreize und Moral. LIT, Münster.

**Homann, Karl / Lütge, Christoph (2005):** Einführung in die Wirtschaftsethik. 2. korrigierte Auflage, LIT, Münster.

**Homann, Karl / Meyer, Matthias (2005):** Wirtschaftswissenschaftliche Theoriebildung. Ökonomische Bildung kompakt 7, Westermann, Braunschweig.

**Homann, Karl / Suchanek, Andreas (2005):** Ökonomik: Eine Einführung. 2. überarbeitete Auflage, Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Homann, Karl / Enste, Dominik H. / Koppel, Oliver (2009):** Ökonomik und Theologie: Der Einfluss christlicher Gebote auf Wirtschaft und Gesellschaft. Heft 8, Roman Herzog Institut, München.

**Hommel, Ulrich / Brockmann, Malte (2007):** Ruppige Gläubiger: Weiterverkauf von Krediten an Investoren. In: Unternehmermagazin, Heft 10, S. 50-51.

**Hoppenstedt, Dietrich H. (2010):** Langfristige Veränderungen der Finanzkultur. In: Bitburger Gespräche Jahrbuch 2009/I, Beck, München, S. 57-68.

**Hopt, Klaus J. (2005):** Globalisierung der Corporate Governance. In: Homann, Karl / Koslowski, Peter / Lütge, Christoph (Hrsg.): Wirtschaftsethik der Globalisierung. Mohr/Siebeck, Tübingen, S. 81-102.

**Horn, Karen (2009):** Hände weg vom New Deal. Thomas Sowell warnt vor vergangenen Politikfehlern. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 165, vom 20. Juli 2009.

**Hübner, Jörg (2010):** Kapitalmarktinformationen: Ihre dienende Rolle für eine nachhaltige Entwicklung. Eine Analyse der Aufgaben des Finanzmarkts in ethischer Per-

spektive. In: ZfWU Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik, 11. Jg., Heft 2, S. 160-173.

**Hume, David (1740):** A Treatise of Human Nature. J. Noon, London.

**Hunziker-Ebneter, Antoinette (2007):** Kreditkrise ist die Folge falscher Anreize. In: Tages-Anzeiger, vom 28. November 2007. URL: [http://www.formafutura.com/pdf/ Artikel%20Tages%20Anzeiger%20zur%20Hypothekenkrise%20-%20geschnitten.pdf](http://www.formafutura.com/pdf/Artikel%20Tages%20Anzeiger%20zur%20Hypothekenkrise%20-%20geschnitten.pdf). Stand: 08. Februar 2012.

**Igan, Deniz / Mishra, Prachi / Tressel, Thierry (2009):** A Fistful of Dollars: Lobbying and the Financial Crisis. IMF Working Paper Nr. 287, vom Dezember 2009.

**IIF (2008):** Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices. Vom April 2008.

**IMF (2007):** IWF-Überwachung – Entscheidung zur bilateralen Überwachung von 2007. Informationsblatt der Abteilung Presse- und Öffentlichkeitsarbeit, vom Juni 2007. URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/deu/surv07d.pdf>. Stand: 01. Februar 2012.

**IOSCO (2004):** Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. URL: <http://www.eesc.europa.eu/self-and-coregulation/documents/codes/private/065-private-act.pdf>. Stand: 09. Februar 2012.

**Issing, Otmar (2009):** Some Lessons from the Financial Market Crisis. In: International Finance, 12. Jg., Heft 3, S. 431-444.

**Issing, Otmar / Krahn, Jan P. (2010):** Too big to fail? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1, S. 14-15.

**James, Harold (2011):** Unsere Schulden, euer Problem. In: Handelsblatt, Nr. 208, vom 27. Oktober 2011.

**Jónson , Ásgeir (2009):** Der Fall Island. Finanzbuchverlag, München.

**Kampmann, Brigitte (1995):** Staatsverschuldung – Begrenzungskonzepte in der Kritik. Schriften zu modernen Ökonomie Band 38, Nomos, Baden-Baden.

**Kaul, Inge / Conceicao, Pedro / Le Goulve, Kattel / Medoza, Ronald (2003):** Providing global public goods: managing globalization. UNDP, Oxford/New York.

**Kindleberger, Charles P. (1989):** Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises, Basis Books, New York.

**Kirchgässner, Gebhard (2008):** Homo Oeconomicus: Das ökonomische Modell individuellen Verhaltens und seine Anwendung in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften. 3. Auflage, Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Knoll, Bodo / Koenig, Andreas (2011):** Leviathan Europa: Stärkung der Nationalstaaten und der EU durch konstitutionelle Schranken? In: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60. Jg., Heft 2, S. 127-145.

**Koch, Moritz (2010):** Zahltag. In: Süddeutsche Zeitung, Nr. 237, vom 13. Oktober 2010.

**Koch, Rosemarie / Stadtmann, Georg (2011):** Das Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung. In: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 60. Jahrgang, Heft 2, S. 212-239.

**Koslowski, Peter (1988):** Prinzipien der ethischen Ökonomie. Grundlegung der Wirtschaftsethik und der auf die Ökonomie bezogenen Ethik. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Koslowski, Peter (1992):** Neuere Entwicklungen in der Wirtschaftsethik und Wirtschaftsphilosophie. Springer, Berlin (u.a.).

**Koslowski, Peter (1997):** Ethik der Banken und der Börse. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Koslowski, Peter (2005):** Wirtschaftsethik in globalisierten Finanzmärkten. In: Homann, Karl / Koslowski, Peter / Lütge, Christoph (Hrsg.): Wirtschaftsethik der Globalisierung. Mohr/Siebeck, Tübingen, S. 373-392.

**Krasner, Stephen D. (1983):** Structural Causes and Regime Consequences. Regimes as Intervening Variables. In: Krasner, Stephen D. (Hrsg.): International Regimes. Cornell University Press, Ithaca/NY (u.a.), S. 1-21.

**Krippner, Greta R. (2011):** Capitalizing on Crisis: The political origins of the rise of finance. Harvard University Press, Cambridge.

**Küpper, Hans-Ulrich (2006):** Unternehmensethik – Hintergründe, Konzepte, Anwendungsbereiche. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

**Kydland, Finn E. / Prescott, Edward C. (1977):** Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. In: Journal of Political Economy, 85. Jg., Heft 3, S. 473-493.

**Laeven, Luc / Valencia, Fabian (2008):** Systemic Banking Crises: A New Database. In: IMF Working Paper Nr. 224, vom November 2008. URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08224.pdf>. Stand: 17. März 2012.

**Langer, Thomas / Weber, Martin (2000):** Banken als Finanzintermediäre. In: Hagen, Jürgen von / Stein, Johann H. von (Hrsg.) / Obst, Gerd / Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen, Handbuch des Finanzsystems. 40. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart, S. 201-231.

**Lerch, Achim (2009):** Die Tragödie der „Tragedy of the Commons“. In: Helfrich, Silke / Heinrich-Böll-Stiftung (Hrsg.): Wem gehört die Welt? Zur Wiederentdeckung der Gemeingüter. Oekom, München, S. 85-95.

**Leschke, Martin (2008):** Karl Homanns Ökonomik als Gesellschaftstheorie. In: Pies, Ingo / Schönwälder-Kntze, Tatjana / Suchanek, Andreas (Hrsg.): Freiheit durch Demokratie. Festschrift für Karl Homann, Wissenschaftlicher Verlag, Berlin, S. 197-211.

**Lloyd, Forster W. (1833):** Two lectures on the checks to population. Oxford University Press, Oxford.

**Löwenstein, Roger (2008):** Triple-A Failure. In: The New York Times Magazin, vom 27. April 2008. URL: <http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all>. Stand: 09. Februar 2012.

**Lucke, Bernd (2011):** Euro-Retter auf der falschen Spur. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 134, vom 10. Juni 2011.

**Lütge, Christoph (2001):** Das Normativitätsproblem in der naturalistischen Wissenschaftstheorie. In: Beckermann, Ansgar / Nimtz, Christian (Hrsg.): Argument und Analyse: Ausgewählte Sektionsvorträge des 4. Internationalen Kongresses der Gesellschaft für Analytische Philosophie. Mentis, Paderborn, S. 66-76.

**Lütge, Christoph (2002):** Wie verändert das Internet die Gesellschaft? Philosophische Überlegungen. In: Schubert, Venanz (Hrsg.): Die Geisteswissenschaften in der Informationsgesellschaft. EOS, St. Ottilien, S. 147-164.

**Lütge, Christoph (2004a):** Economic in Philosophy of Science: Can the Dismal Science Contribute Anything Interesting? In: Synthese, 140. Jg., Heft 3, S. 279-305.

**Lütge, Christoph (2004b):** Zum Vorteil aller: Die Marktwirtschaft verbindet Moral und Eigeninteresse. Eine Ethik der Mäßigung passt nicht in die moderne Welt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 56, vom 06. März 2004.

**Lütge, Christoph (2004c):** Ordnungsethik – naturalistisch konzipiert. In: Lütge, Christoph / Vollmer Gerhard (Hrsg.): Fakten statt Normen? Zur Rolle einzelwissenschaftlicher Argumente in einer naturalistischen Ethik. Nomos, Baden-Baden, S. 117-127.

**Lütge, Christoph (2005a):** Historischer Artikel über Wirtschaftsethik. URL: <http://www.wirtschaftsethik.edu.tum.de/fileadmin/w00bfg/www/LitLuetge/HWP.pdf>. [In gekürzter Fassung veröffentlicht in: Historisches Wörterbuch der Philosophie, Band 12, Schwabe, Basel, S. 853-855.]

**Lütge, Christoph (2005b):** Economic Ethics, Business Ethics and the Idea of Mutual Advantages. In: Business Ethics: A European Review, 14. Jg., Heft 2, S. 108-118.

**Lütge, Christoph (2005c):** Auf welche normativen Ressourcen kann sich die Demokratie in der globalisierten Welt noch stützen? In: Homann, Karl / Koslowski, Peter / Lütge, Christoph (Hrsg.): Wirtschaftsethik der Globalisierung. Mohr/Siebeck, S. 62-77.

**Lütge, Christoph (2007a):** Was halt eine Gesellschaft zusammen? Gulde-Druck, Tübingen.

**Lütge, Christoph (2007b):** Marktwirtschaft und Ethik: Ordnungsethik und Unternehmensethik. Rede auf der Tagung „Ethik interdisziplinär: Wirtschaftsethik, Wissenschaftsethik, Technikethik“ der Konrad-Adenauer-Stiftung in Nanjing am 24./25. September 2007.

**Lütge, Christoph (2008a):** Moralische Mehrwerte und soziale Stabilität. In: Archiv für Rechts- und Sozialphilosophie, 94. Jg., Heft 3, S. 384-402.

**Lütge, Christoph (2008b):** Karl Homanns Arbeiten nach 1992. In: Pies, Ingo / Schönwälder-Kntze, Tatjana / Suchanek, Andreas (Hrsg.): Freiheit durch Demokratie. Festschrift für Karl Homann. Wissenschaftlicher Verlag, Berlin, S. 127-140.

**Lütge, Christoph (2010):** Economics and Ethics: How to Combine Ethics and Self-Interest. In: Rendtorff, Jacob D. (Hrsg.): Power and Principle in the Market Place. Ashgate, Aldershot, S. 63-72.

**Lütge, Christoph (2011a):** Das Gefangenendilemma und seine ethische Implikationen bei Aristoteles, Locke und Hume. In: Nguyen, Tristan (Hrsg.): Mensch und Markt: Die Ethische Dimension wirtschaftlichen Handelns. Gabler/Springer, Wiesbaden, S. 17-40.

**Lütge, Christoph (2011b):** Ethik und Wirtschaft, ein Liebespaar. In: Der Standard, vom 14. Juni 2011.

**Lütge, Christoph / Vollmer, Gerhard (1997):** Lernen aus Sicht der Evolutionären Erkenntnistheorie. In: Dr. Wieselhuber & Partner (Hrsg.): Handbuch Lernende Organisation. Gabler, Wiesbaden, S. 177-185.

**Lütge, Christoph / Vollmer, Gerhard (Hrsg.) (2004):** Fakten statt Normen? Zur Rolle einzelwissenschaftlicher Argumente in einer naturalistischen Ethik. Nomos, Baden-Baden.

**Manstetten, Reiner (2002):** Das Menschenbild der Ökonomie – der homo oeconomicus und die Anthropologie von Adam Smith. Karl Alber, Freiburg/München.

**Martens, Jens / Hain, Roland (2002):** Globale öffentliche Güter. Zukunftskonzept für die internationale Zusammenarbeit? World Summit Papers der Heinrich-Böll-Stiftung Nr. 20, herausgegeben von der Heinrich-Böll-Stiftung und Wirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V. (WEED), trigger, Berlin.

**Minsky, Hyman P. (1986):** Stabilizing an unstable Economy. Yale University Press, New Haven/London.

**Minsky, Hyman P. (1992):** The Financial Instability Hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper Nr. 74, vom Mai 1992.

**Mlakar, Marcel (2003):** Die US-amerikanische geldpolitische Konzeption unter Alan Greenspan. Eine kritische Analyse. MICE Economic Research Studies Nr. 2, vom Februar 2003.

**Moriarty, Jeffrey (2009):** How Much Compensation Can CEOs Permissibly Accept? In: Business Ethics Quarterly, 19. Jg., Heft 2, S. 235-250.

**Müller, Dennis C. (2003):** Public Choice III. Cambridge University Press, Cambridge.

**Müller, Anja / Storbeck, Olaf (2010):** Warum Millionengehälter übermütig machen. In: Handelsblatt, Nr. 96, vom 20. Mai 2010.

**Münchau, Wolfgang (2008):** Vorbeben: Was die globale Finanzkrise für uns bedeutet und wie wir uns retten können. Carl Hanser, München.

**Mukherjee, Bumba / Moore, Will H. / Bejar, Sergio (2011):** Time horizons matter: the hazard rate of coalition governments and the size of government. In: Economics of Governance, 12. Jg., Heft 3, S. 201-235.

**Muller, Karl A. / Neamtiu, Monica / Riedl, Edward J. (2009):** Insider Trading Preceding Goodwill Impairments. Havard Business School Working Paper Nr. 10-007, vom Juli 2009.

**Neuberger, Doris (1994):** Kreditvergabe durch Banken: Mikroökonomische Theorie und gesamtwirtschaftliche Implikationen. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Neumann, Manfred J. M. (2009):** Internationale Finanzkrise und die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 10. Jg., Heft 4, S. 367-388.

**Nielsen, Richard P. (2010):** High-Leverage Finance Capitalism, the Economic Crisis, Structurally Related Ethics Issues, and Potential Reforms. In: Business Ethics Quarterly, 20. Jg., Heft 2, S. 299-330.

**Ohr, Renate (1996):** Fiskaldisziplin in der Europäischen Währungsunion. In: Kantzenbach, Erhard (Hrsg.): Staatsüberschuldung. Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

**Ohr, Renate / Schmidt, André (2003):** Der Stabilitäts- und Wachstumspakt im Zielkonflikt zwischen fiskalischer Flexibilität und Glaubwürdigkeit. CeGE-Discussion Paper Nr. 19, vom August 2003.

**Ohr, Renate / Zeddies, Götz (2010):** „Geschäftsmodell Deutschland“ und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte in der EU. In: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 36. Jg., Heft 2, S. 83-106.

**Osman, Yasmin (2008):** Schärfere Regeln für Ratingagenturen. In: Financial Times Deutschland, vom 07. Februar 2008.

**Ostrom, Elinor (1999):** Die Verfassung der Allmende – jenseits von Staat und Markt. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**O. V. (2007):** Deutsche Bank warnte vor Anleihen und verkaufte sie weiter. In: Spiegel Online, vom 06. Dezember 2007. URL: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,521893,00.html>. Stand: 09. Februar 2012.

**O. V. (2008a):** Angst vor der Kernschmelze. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 90, vom 17. April 2008.

**O. V. (2008b):** Amerikas Aufsicht will Ratingagenturen Fesseln anlegen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 133, vom 10. Juni 2008.

**O. V. (2008c):** Die Ratingagenturen als Gefangene ihrer eigenen Versäumnisse. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 33, vom 9./10. Februar 2008.

**O. V. (2008d):** Finanzmarktkrise – Teure Lehren für die Dresdner. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 6. Jg., vom 15. März 2008, S. 235-236.

**O. V. (2008e):** Völliges Versagen der Risikomodelle. Finanzaufsichten gehen hart mit Investmentbanken ins Gericht. In: NZZ Online, vom 30. Mai 2008. URL: [http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/voelliges\\_versagen\\_der\\_risikokontrolle\\_1.746270.html](http://www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/voelliges_versagen_der_risikokontrolle_1.746270.html). Stand: 09. Februar 2012.

**O. V. (2009):** Hilfe ohne Ende. Die Kriseninstitute Fannie Mae und Freddie Mac erhalten von der US-Regierung Blankoschecks. In: Süddeutsche Zeitung, Nr. 298, vom 28. Dezember 2009.

**O. V. (2010a):** Irlands Immobilienkrise zieht weitere Kreise. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 269, vom 18. November 2010.

**O. V. (2010b):** Stabilität auf tönernen Füßen. IMF sieht Staatsverschuldung als möglichen Krisenherd. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 92, vom 22. April 2010.

**O. V. (2010c):** Schuldenabbau durch Inflation? In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 37, vom 15. Januar 2010.

**O. V. (2010d):** Billionen-Rettung in Amerika. Fannie und Freddie können bis zu 1 Billion Dollar kosten. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 136, vom 16. Juni 2010.

**O. V. (2010e):** Banken und Versicherer fürchten Kreditausfälle. In: Handelsblatt, Nr. 224, vom 18. November 2010.

**O. V. (2011):** Top-Bonitätsnote der USA beginnt zu wanken. In: Focus Money Online. URL: [http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/staatsverschuldung-top-bonitaetsnote-der-usa-beginnt-zu-wanken\\_aid\\_619591.html](http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/staatsverschuldung-top-bonitaetsnote-der-usa-beginnt-zu-wanken_aid_619591.html). Stand: 25. Februar 2012.

**Pagano, Marco / Volpin, Paola (2010):** Credit ratings failures and policy options. In: Economic Policy, 25. Jg., Heft 62, S. 401-431.

**Passmore, Wayne (2005):** The GSE Implicit Subsidy and the Value of Government Ambiguity. Finance and Economics Discussion Series Working Paper Nr. 5, Federal Reserve Board, Washington.

**Pech, Matthias (2008):** Die Finanzmarktkrise 2007/2008 und ihre Auswirkungen auf strukturierte Produkte. Salzwasser, Paderborn.

**Persson, Torsten / Tabellini, Guido (2000):** Political Economics – Explaining Economic Policy. MIT Press, Cambridge.

**Pesendorfer, Konrad / Leitner, Ferdinand (2010):** Neue Zugänge zur Messung von Wohlstand und gesellschaftlichem Fortschritt. In: Wirtschaftspolitische Blätter, 57. Jg., Heft 4, S. 533-544.

**Peters, Andreas C. (2001):** Die Haftung und die Regulierung von Ratingagenturen. Teil der Reihe Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Nomos, Baden-Baden.

**Pierer, Heinrich von / Homann, Karl / Lübbe-Wolff, Gertrude (2003):** Zwischen Profit und Moral. Carl Hanser, München/Wien.

**Pies, Ingo (1993):** Normative Institutionenökonomik. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Pies, Ingo (2004):** Nachhaltige Politikberatung: Der Ansatz normativer Institutionenökonomik. Diskussionspapier Nr. 10, Wittenberg-Zentrum für globale Ethik, Lutherstadt Wittenberg.

**Pies, Ingo (2007):** Unternehmensethik in der Marktwirtschaft: Moral als Produktionsfaktor. Diskussionspapier Nr. 12 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

**Pies, Ingo / Sardison, Markus (2005):** Ethik der Globalisierung: Global Governance erfordert einen Paradigmenwechsel vom Machtkampf zum Lernprozess. In: Homann, Karl / Koslowski, Peter / Lütge, Christoph (Hrsg.): Wirtschaftsethik der Globalisierung. Mohr/Siebeck, Tübingen, S. 177-196.

**Pistor, Katharina (2009):** Global network finance: Institutional innovation in the global financial market place. In: Journal of Comparative Economics, 37. Jg., Heft 4, S. 552-567.

**Pitlik, Hans (2010):** Von hoher Staatsverschuldung zu hoher Inflation? Eine politökonomische Betrachtung. In: Wirtschaftspolitische Blätter, 57. Jahrgang, Heft 2, S. 147-166.

**Plickert, Philip (2009):** Das Risiko eines ungedeckten Geldes. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 108, vom 11. Mai 2009.

**Posner, Richard A. (2009):** A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression. Harvard University Press, Cambridge.

**Radermacher, Franz J. (2002):** Die neue Zukunftsformel. In: Bild der Wissenschaft, Heft 4, S. 78-86.

**Radermacher, Franz J. (2004):** Global Marshall Plan/ Planetary Contract – ein ökosoziales Programm für eine bessere Welt. Ökosoziales Forum Europa (Hrsg.), Wien.

**Radermacher, Franz J. (2007):** Welt mit Zukunft: Überleben im 21. Jahrhundert. Murmann, Hamburg.

**Rapoport, Anatol / Chammah, Albert M. (1965):** Prisoner's Dilemma. University of Michigan Press, Michigan (USA).

**Ravallion, Martin (2008):** Are There Lessons for Africa from China's Success against Poverty? World Bank Policy Research Working Paper Nr. 4463, vom 1. Januar 2008.

**Rawls, John (1979):** Eine Theorie der Gerechtigkeit. Übersetzt von Hermann Vetter, Suhrkamp, Frankfurt am Main.

**Reda, James F. (2009):** Executive Compensation Trends for 2009, Balancing Risk, Performance and Pay. URL: [http://www.jfreda.com/public/pdf/2010-07/20100718132356\\_6113073.pdf](http://www.jfreda.com/public/pdf/2010-07/20100718132356_6113073.pdf). Stand: 20. März 2012.

**Reinhart, Carmen M. / Rogoff, Kenneth S. (2010):** Dieses Mal ist alles anders. Acht Jahrhunderte Finanzkrisen. FinanzBuch, München.

**Ricardo, David (1966):** Pamphlets and papers 1815-1823. In: Straffa, Piero (Hrsg.): The works and correspondence of David Ricardo. Band IV, Cambridge.

**Riecke, Torsten (2010):** Monster aus dem Schattenreich. In: Handelsblatt, Nr. 235, vom 3./4. Dezember 2010.

**Rixen, Thomas (2005):** Internationale Kooperation im asymmetrischen Gefangenendilemma: Das OECD Projekt gegen schädlichen Steuerwettbewerb. MPRA Paper Nr. 329, unveröffentlicht. URL: [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/329/1/MPRA\\_paper\\_329.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/329/1/MPRA_paper_329.pdf). Stand: 24. Februar 2012.

**Romanski, Maria (2009):** Homo politicus. In: Wirtschaftswoche, Nr. 30, vom 27. Juli 2009.

**Roos, Michael W. M. (2009):** Die deutsche Fiskalpolitik während der Wirtschaftskrise 2008/2009. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 10. Jg., Heft 4, S. 389-412.

**Roubini, Nouriel (2007):** Are we at the Peak of a Minsky Credit Cycle? In: RGE Roubini Global Economics, Econo Monitors, vom 30. Juli 2007. URL: <http://www.economonitor.com/nouriel/2007/07/30/are-we-at-the-peak-of-a-minsky-credit-cycle/>. Stand: 30. Januar 2012.

**Roubini, Nouriel / Sachs, Jeffrey D. (1989):** Political and Economic Determinants of Budget Deficits in the Industrial Democracies. In: European Economic Review, 33. Jg., Heft 5, S. 903-933.

**Roubini, Nouriel / Mihm, Stephen (2010):** Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft – Crisis Economics. Übersetzt von Jürgen Neubauer und Petra Pyka, Campus, Frankfurt/New York.

**Rudolph, Bernd (2010):** Die Finanzkrise aus mikroökonomischer Perspektive. In: Bitburger Gespräche Jahrbuch 2009/I, Beck, München, S. 25-56.

**Rudolph, Bernd / Scholz, Julia (2007):** Pooling und Tranching im Rahmen von ABS-Transaktionen. Munich School of Management, Discussion Paper Nr. 04, vom April 2007.

**Rudolph, Bernd / Hoffmann, Bernd / Schaber, Albert / Schäfer, Klaus (2007):** Kreditrisikotransfer: Moderne Instrumente und Methoden. Springer, Berlin.

**Ruhkamp, Stefan (2011):** Der Souffleur als Hauptfigur. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 142, vom 21. Juni 2011.

**Sachverständigenrat (2007):** Das Erreichte nicht verspielen. Jahresgutachten 2007/08. Bonifatius, Paderborn.

**Samuelson, Paul A. (1954):** The Pure Theory of Public Expenditure. In: The Review of Economics and Statistics, 36. Jg., Heft 4, S. 387-389.

**Schaltegger, Christoph A. / Weder, Martin (2009):** Fiskalpolitik als antizyklisches Instrument? In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., Heft 2, S. 146-177.

**Schemmel, Lothar / Borell, Rolf (1992):** Verfassungsgrenzen für Steuerstaat und Staatshaushalt. Ein Beitrag zur Reform der Finanzverfassung. Karl-Bräuer-Institut des Bundes der Steuerzahler, Wiesbaden.

**Schiller, Bettina / Tytko Dagma (2001):** Risikomanagement im Kreditgeschäft: Grundlagen, neuere Entwicklungen und Anwendungsbeispiele. Schäffer-Poeschel, Stuttgart.

**Schinasi, Garry J. (2004):** Defining Financial Stability. IMF Working Paper Nr. 187, vom Oktober 2004.

**Schmidt, André (2008):** Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes: Missglücktes Konstrukt und /oder Politikversagen? Vorläufige Fassung, vom 02. April 2008. URL: [http://www.wipo.uni-freiburg.de/dateien/tagungen/reformen/swpandre\\_schmidt\\_freiburg\\_2008.pdf](http://www.wipo.uni-freiburg.de/dateien/tagungen/reformen/swpandre_schmidt_freiburg_2008.pdf). Stand: 01. Februar 2012.

**Schorkopf, Frank (2011):** Innehalten ist geboten. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 149, vom 30. Juni 2011.

**Schuknecht, Ludger (2005):** Stability and Growth Pact: issues and lessons from political economy. In: International Economics and Economic Policy, 2. Jg., Heft 1, S. 65-89.

**Schularick, Moritz / Taylor, Alan M. (2009):** Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crisis, 1870-2008. Working Paper Nr. 15512, National Bureau of Economic Research, Cambridge, vom November 2009.

**Schulz, Bettina (2008):** Turbulenzen um Hypothekenfinanzierer. Hoffen auf die Staatsgarantie. In: FAZ Online, vom 14. Juli 2008. URL: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/turbulenzen-um-hypothekenfinanzierer-hoffen-auf-die-staatsgarantie-1228307.html>. Stand: 21. März 2012.

**Sell, Friedrich L. / Hartung, Thomas (2010):** Das neue Aufgabenspektrum der Notenbanken nach der Finanzkrise: Sinnvolle Erweiterung oder Überforderung? In: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, 36. Jg., Heft 3, S. 216-235.

**Shadnam, Masoud / Lawrence, Thomas B. (2011):** The Study of Misconduct in Organisations. In: Business Ethics Quarterly, 21. Jg., Heft 3, S. 379-407.

**Shin, Hyun S. (2011):** Die Geldpolitik muss die Risikoneigung beeinflussen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 92, vom 19. April 2011.

**Simmons, Beth A. (2001):** The International Politics of Harmonization: The Case of Capital Market Regulation. In: International Organization, 55. Jg., Heft 3, S. 589-620.

**Simon, Hermann (2010):** Nur der langfristige Gewinn zählt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 230, vom 04. Oktober 2010.

**Sinn, Hans-Werner (1997):** Der Staat im Bankwesen. Zur Rolle der Landesbanken in Deutschland. Beck, München.

**Sinn, Hans-Werner (2005):** Die Basar-Ökonomie. Econ, Berlin.

**Sinn, Hans-Werner (2008):** Das grüne Paradoxon: Warum man das Angebot bei der Klimapolitik nicht vergessen darf. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 9. Jg., Sonderheft 4, S. 109-142.

**Sinn, Hans-Werner (2009a):** Denkanstöße – 100 Thesen aus dem ifo Institut. Ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München.

**Sinn, Hans-Werner (2009b):** Risk-Taking, Limited Liability, and the Banking Crisis. Ifo Institut für Wirtschaftsforschung, München.

**Sinn, Hans-Werner (2009c):** Falsches Geschäftsmodell. In: Wirtschaftswoche, Nr. 26, vom 22. Juni 2009.

**Sinn, Hans-Werner (2009d):** Kasino-Kapitalismus. Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist. 2. überarbeitete Auflage, Econ, Berlin.

**Sinn, Hans-Werner (2010):** Ein proper Land. In: Wirtschaftswoche, Nr. 52, vom 24. Dezember 2010.

**Sinn, Hans-Werner (2011a):** Neue Abgründe. In: Wirtschaftswoche, Nr. 8, vom 21. Februar 2011.

**Sinn, Hans-Werner (2011b):** Italien lässt Geld drucken. In: Handelsblatt, Nr. 209, vom 29. Oktober 2011.

**Smaghi, Lorenzo B. (2009):** Conflicts of Interest and the Financial Crisis. In: International Finance, 12. Jg., Heft 1, S. 93-106.

**SMF (2008):** Tillich berichtet über Prüfungsergebnisse zu Sachsen LB. Pressemitteilung 029/2008, Dresden, vom 11. März 2008.

**Smith, Adam (1776):** Der Wohlstand der Nationen: eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen. Nach der 5. Auflage übersetzt von Horst C. Recktenwald, Deutscher Taschenbuch-Verlag, München, 1993.

**Sollte, Dirk (2009):** Weltfinanzsystem in Balance: Die Krise als Chance für eine nachhaltige Zukunft. Terra Media, Berlin.

**Solms, Hermann O. (2011):** Nicht erpressen lassen! In: Handelsblatt, Nr. 19, vom 27. Januar 2011.

**Sommer, Rainer (2011):** „Monetary financing“ durch nationale EZB-Mitgliedsbanken. In: Heise Online, vom 14. Februar 2011. URL: <http://www.heise.de/tp/artikel/34/34187/1.html>. Stand: 03. Februar 2012.

**Sowell, Thomas (2009):** The Housing Boom and Bust. Basic Books, New York.

**Spengel, Christoph / Heckemeyer, Jost H. (2008):** Ausmaß der Gewinnverlagerung multinationaler Unternehmen – empirische Evidenz und Implikationen für die deutsche Steuerpolitik. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 9. Jg., Heft 1, S. 37-61.

**Speyer, Bernhard / Walter, Norbert (2007):** Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht. In: EU-Monitor 48, Finanzmarkt Spezial, Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main, vom 18. Oktober 2007.

**Spremann, Klaus (1990):** Asymmetrische Information. In: ZfB Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 60. Jg., Heft 5/6, S. 561-586.

**Sprinz, Detlef F. (2003):** Internationale Regime und Institutionen. In: Hellmann, Gunther / Wolf, Klaus D. / Zürn, Michael (Hrsg.): Die neuen internationalen Beziehungen – Forschungsstand und Perspektiven in Deutschland. Nomos, Baden-Baden, S. 251-273.

**Standard and Poor´s (2009):** S&P/Case-Shiller Home Price Indices 2008, A Year in Review, vom 13. Januar 2009. URL: <http://www.standardandpoors.com/indices/index-research/en/us/?type=All&category=Economic>. Stand: 20. Februar 2012.

**Starbatty, Joachim (2008):** Die Subprime-Krise als Folge von Fehlanreizen. Was Friedrich A. von Hayek zu Notenbanken sagen könnte. In: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 15, vom 19./20. Januar 2008.

**Starbatty, Joachim (2011):** Es gibt keine Haftung und keine Finanztransfers. Ein Rückblick auf Helmut Kohls und andere Euro-Versprechen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 49, vom 28. Februar 2011.

**Stark, Jürgen (2004):** Das internationale Finanzsystem – Widerstandsfähigkeit und Risiken. Festvortrag zum Jubiläum „25 Jahre Internationale Volkswirtschaftslehre“, vom 21. Oktober 2004. URL: <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2004/20041021stark.php>. Stand: 31. Januar 2012.

**Stiglitz, Joseph (2008):** Die Chancen der Globalisierung. Pantheon, München.

**Stiglitz, Joseph E. / Weiss, Andrew (1981):** Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. In: American Economic Review, 71. Jg., Heft 3, S. 393-410.

**Storbeck, Olaf (2011a):** Die selbst gemachte Krise. Wie die Deregulierung der Finanzmärkte in den 90er-Jahren US-Immobilienblase und Weltrezession möglich gemacht haben. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 11, vom 17. Januar 2011.

**Storbeck, Olaf (2011b):** Große Banken, große Subventionen. In: Handelsblatt, Nr. 24, vom 03. Februar 2011.

**Storbeck, Olaf (2011c):** Wenn Banken gefährlicher werden. In: Handelsblatt, Nr. 104, vom 30. Mai 2011.

**Suchanek, Andreas (1993):** Der homo oeconomicus als Heuristik. Diskussionsbeiträge der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt der Katholischen Universität Eichstätt, Nr. 38.

**Suchanek, Andreas (2001):** Ökonomische Ethik. Mohr/Siebeck, Tübingen.

**Suchanek, Andreas / Waldkirch, Rüdiger (2002):** The Task of Business Ethics. Diskussionsbeiträge der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt der Katholischen Universität Eichstätt, Nr. 159, vom April 2002.

**Suchanek, Andreas / Lin-Hi, Nick (2006):** Eine Konzeption unternehmerischer Verantwortung. Diskussionspapier Nr. 7, Wittenberg-Zentrum für globale Ethik (Hrsg.), Lutherstadt Wittenberg.

**Taylor, John B. (1993):** Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, Stanford University, Stanford, S. 195-214.

**Tichy, Gunther (2010):** War die Finanzkrise vorhersehbar? In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., Heft 4, S. 356-382.

**Töller, Annette E. (2009):** Freiwillige Regulierung zwischen Staat und Markt: Der Deutsche Corporate Governance-Kodex (DCGK). In: DMS Der Moderne Staat, Heft 2, S. 293-313.

**Tol, Richard S.J. (2010):** The Economic Impact of Climate Change. In: PWP Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 11. Jg., Sonderheft 1, S. 13-37.

**TU Darmstadt (2009):** Ein integrierter Ansatz zur Vermeidung von Risikoverlagerung. Beitrag zum Postbank Finance Award 2009. URL: [http://www.welt.de/multimedia/archiv/01403/wissAusarbeitung\\_D\\_1403462a.pdf](http://www.welt.de/multimedia/archiv/01403/wissAusarbeitung_D_1403462a.pdf). Stand: 17. März 2012.

**Uhlig, Harald (2002):** One money, but many fiscal policies in Europe: What are the consequences? CEPR Discussion Paper Nr. 3296, vom April 2002.

**Ulrich, Peter (2008):** Integrative Wirtschaftsethik. Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie. 4. Auflage, Haupt, Bern.

**UN Global Compact Office (2011):** Corporate Sustainability in the World Economy. URL: [http://www.unglobalcompact.org/docs/news\\_events/8.1/GC\\_brochure\\_FINAL.pdf](http://www.unglobalcompact.org/docs/news_events/8.1/GC_brochure_FINAL.pdf). Stand: 11. Februar 2012.

**US Census Bureau (o. J.):** Housing Vacancies and Homeownership (CPS/HVS). Historical Tables, Table 14. URL: <http://www.census.gov>. Stand: 25. März 2012.

**United States Senate (2011):** Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. Majority and Minority Staff Report, Permanent Subcommittee on Investigations. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/fc7d55c8-661a-11e0-9d40-00144feab49a.pdf>. Stand: 27. Februar 2012.

**Unterreiner, Viktor (2011):** Wertpapierhändler vermisst Millionen. In: Die WELT, vom 2. November 2011.

**Varian, Hal R. (2007):** Grundzüge der Mikroökonomik. 7. überarbeitete und erweiterte Auflage, Oldenburg, München/Wien.

**Vergne, Clémence (2009):** Democracy, Elections and Allocation of Public Expenditures in Developing Countries. In: European Journal of Political Economy, 25. Jg., Heft 1, S. 63-77.

**Vollmer, Gerhard (1995):** Was ist Naturalismus? In: Vollmer, Gerhard (Hrsg.): Auf der Suche nach der Ordnung: Beiträge zu einem naturalistischen Welt- und Menschenbild. Hirzel, Stuttgart, S. 21-42.

**Volz, Ulrich (2009):** The Global Financial Crisis and International Financial Institutions: Governance Perspectives for Developing Countries. Deutsches Institut für Entwicklungspolitik, International Policy-Dialogue vom 8.-9. März 2009.

**Vriesenga, David A. (2002):** The Moody's approach to rating funds – Rating ist nicht gleich Rating. In: Hehn, Elisabeth (Hrsg.): Asset Management in Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften. Gabler, Wiesbaden.

**Wagenknecht, Claus-Rainer / Reinhard, Karsten R. (2007):** Anforderungen an eine moderne Verbriefungsstrategie aus Sicht einer Großbank. In: Zfbf Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 57, S. 82-94.

**Walsh, Carl E. (2003):** Monetary Theory and Policy. 2. Auflage, MIT Press, Cambridge.

**Weber, Axel A. (2005):** Vorwort des Präsidenten der Deutschen Bundesbank. In: Finanzstabilitätsbericht November 2005, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.

**Weber, Axel A. (2009):** Geldpolitik in Zeiten der Finanzkrise. Rede bei den Münsteraner Bankentagen 2009 – „Die Neuordnung des Finanzsystems“, vom 03. November 2009. URL: [http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2009/20091103\\_weber.pdf](http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2009/20091103_weber.pdf). Stand: 31. Januar 2012.

**Webster's New World Finance and Investment Dictionary (2010):** Stichwort: Speculative bubble. URL: <http://invest.yourdictionary.com/speculative-bubble>. Stand: 25. Februar 2012.

**Weimann, Joachim (2009):** Wirtschaftspolitik – Allokation und kollektive Entscheidung. 5. überarbeitete Auflage, Springer, Berlin/Heidelberg.

**Weizsäcker, Carl C. von (1999):** Logik der Globalisierung. Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen.

**Weizsäcker, Robert K. von (2009):** Repräsentative Demokratie und öffentliche Verschuldung: Ein strategisches Verhängnis. Technische Universität München, vom Juli 2009. URL: <http://www.vwl.wi.tum.de/forschung/repräsentative-demokratie-und-offentliche-verschuldung-juli-2009-neu.pdf>. Stand: 21. März 2012.

**Welfens, Paul J. J. (2011):** From the transatlantic banking crisis to the euro crisis? In: International Economics and Economic Policy, 8. Jg., Heft 1, S. 15-29.

**Westermann, Frank (2004):** From credit-boom to credit-crunch: facts and explanations of the Japanese boom-bust cycle. Habilitationsschrift, München, vom April 2004.

**White, Michelle J. (2009):** Bankruptcy: Past Puzzles, Recent Reforms, and the Mortgage Crisis. In: American Law and Economic Review, 11. Jg., Heft 1, S. 1-23.

**White, William R. (2006):** Is price stability enough? BIS Working Paper Nr. 205, vom April 2006.

**Wiesener, Axel (2011):** Staatsaufsicht und „toxische Wertpapiere“. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 15, vom 19. Januar 2011.

**Wolf, Klaus D. / Schwindenhammer, Sandra (2011):** Vom Business Case zum Public Case? Der Beitrag privater Selbstregulierung zu Global Governance. In: Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik, 12. Jg., Heft 1, S. 10-28.

**Woodford, Michael (1995):** Price Level Determinacy without Control of Monetary Aggregate. NBER-Working Paper Nr. 5204, vom August 1995.

**Wyplosz, Charles (1991):** Monetary Union and Fiscal Policy Discipline. CEPR Discussion Paper Nr. 488, vom Januar 1991.

**Zeitler, Franz-Christoph (2008):** Geldpolitik und Bankenaufsicht – Erfahrungen aus den Finanzmarkturbulenzen. Rede des Vizepräsidenten der Deutschen Bundesbank in Düsseldorf, vom 30. Januar 2008. URL: <http://www.bundesbank.de/download/presse/reden/2008/20080130.zeitler.pdf>. Stand: 25. Februar 2012.

**Zürn, Michael (1992):** Interessen und Institutionen in der internationalen Politik: Grundlegung und Anwendung des situationsstrukturellen Ansatzes. Leske/Budrich, Opladen.

**Zürn, Michael (1998):** Regieren jenseits des Nationalstaates: Globalisierung und Denationalisierung als Chance. Suhrkamp, Frankfurt am Main.

**Abbildungsverzeichnis:**

<b>Abb. 1:</b>	<b>Vernetzung der Dilemmastrukturen .....</b>	<b>32</b>
<b>Abb. 2:</b>	<b>Pyramidale Darstellung der Dilemmastrukturen .....</b>	<b>48</b>
<b>Abb. 3:</b>	<b>Schuldenentwicklung in Griechenland .....</b>	<b>93</b>
<b>Abb. 4:</b>	<b>Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP .....</b>	<b>103</b>
<b>Abb. 5:</b>	<b>Leitzinssatz in den USA (Federal Funds Rate).....</b>	<b>105</b>
<b>Abb. 6:</b>	<b>Die Schuldenrealität – Bruttoverschuldung in Prozent des jeweiligen BIP .....</b>	<b>118</b>
<b>Abb. 7:</b>	<b>Genese von Vermögenspreisblasen .....</b>	<b>128</b>
<b>Abb. 8:</b>	<b>Anteil der US-Haushalte mit Immobilienbesitz (1965-2008).....</b>	<b>131</b>
<b>Abb. 9:</b>	<b>Anzahl der abgeschlossenen Hypothekenkredite im Subprime- Markt (1998 bis 2008) .....</b>	<b>137</b>
<b>Abb. 10:</b>	<b>Starker und abrupter Wertverfall amerikanischer Immobilien ....</b>	<b>138</b>
<b>Abb. 11:</b>	<b>Haftung der Bürger der Euro-Länder bei Rettung (in Mrd. Euro) .....</b>	<b>160</b>
<b>Abb. 12:</b>	<b>Target-Salden der Euro-Länder (in Mrd. Euro) .....</b>	<b>166</b>
<b>Abb. 13:</b>	<b>Strukturskizze einer Forderungsverbriefung.....</b>	<b>192</b>
<b>Abb. 14:</b>	<b>Instrumente für den Risikotransfer einzelner Kredite und von Kreditportfolios .....</b>	<b>195</b>

**Tabellenverzeichnis:**

<b>Tab. 1:</b>	<b>Darstellung des Gefangenendilemmas anhand einer Pay-off Matrix .....</b>	<b>11</b>
<b>Tab. 2:</b>	<b>Abgrenzung öffentlicher Güter .....</b>	<b>68</b>
<b>Tab. 3:</b>	<b>Pay-off Matrix zum Deregulierungswettbewerb als Gefangenendilemma .....</b>	<b>98</b>
<b>Tab. 4:</b>	<b>Rangordnung der Präferenzen von Land A und Land B .....</b>	<b>98</b>
<b>Tab. 5:</b>	<b>Anreizstruktur im Gefangenendilemma eines Zwei- Staaten-Beispiels .....</b>	<b>173</b>

**Abkürzungsverzeichnis:**

ABS	-	Asset Backed Securities
AG	-	Aktiengesellschaft
AIG	-	American International Group
BaFin	-	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGBI	-	Bundesgesetzblatt
BIP	-	Bruttoinlandsprodukt
BIS	-	Bank for International Settlements
BIZ	-	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BMF	-	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	-	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
CBO	-	Collateralized Bond Obligation
CCC	-	Carlyle Capital Corporation
CDO	-	Collateralized Debt Obligation
CDS	-	Credit Default Swaps
CDU	-	Christlich Demokratische Union
CeGE	-	Center for Globalization and Europeanization of the Economy
CEO	-	Chief Executive Officer
CEPS	-	The Centre for European Policy Studies
CEPR	-	Centre for Economic Policy Research
CGFS	-	Committee on the Global Financial System
CLN	-	Credit Linked Note
CLO	-	Collateralized Loan Obligation

CMO	-	Collateralized Mortgage Obligation
CPS/HVS	-	Housing Vacancies and Homeownership
DBR	-	Deutsche Bank Research
DCGK	-	Deutsche Corporate Governance-Kodex
DIW	-	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
EBA	-	European Banking Authority
ECB	-	European Central Bank
EFSF	-	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EG	-	Europäische Gemeinschaft
EIOPA	-	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELA	-	Emergency Liquidity Assistance
ESM	-	Europäischer Stabilitätsmechanismus
ESMA	-	European Securities and Markets Authority
ESRB	-	European Systemic Risk Board
EU	-	Europäische Union
Eurostat	-	Statistische Amt der Europäischen Union
e.V.	-	eingetragener Verein
EWU	-	Europäische Währungsunion
EZB	-	Europäische Zentralbank
Fannie Mae	-	Federal National Mortgage Association
FAZ	-	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FDIC	-	Federal Deposit Insurance Corporation
FDP	-	Freie Demokratische Partei

Fed	-	Federal Reserve
FHA	-	Federal Housing Administration
FHLB	-	Federal Home Loan Bank
FHLMC	-	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FMSA	-	Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung
FNMA	-	Federal National Mortgage Association
Freddie Mac	-	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSB	-	Financial Stability Board
FSF	-	Financial Stability Forum
GDP	-	Gross Domestic Product
GSEs	-	The housing-related government-sponsored enterprises Fannie Mae and Freddie Mac.
G-7	-	Gruppe der Sieben
G-8	-	Gruppe der Acht
G-20	-	Gruppe der Zwanzig
HRE	-	Hypo Real Estate
Hrsg.	-	Herausgeber
ICC	-	International Criminal Court
IFRS	-	International Financial Reporting Standards
IIF	-	Institute of International Finance
IKB	-	IKB Deutsche Industriebank AG
ILO	-	International Labour Organization
IMF	-	International Monetary Fund

Indy Mac	-	Independent National Mortgage Corporation
IOSCO	-	International Organization of Securities Commissions
IWF	-	Internationaler Währungsfonds
JFSR	-	Journal of Financial Services Research
Jg.	-	Jahrgang
KfW	-	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KGV	-	Kurs-Gewinn-Verhältnis
LB	-	Landesbank
LBBW	-	Landesbank Baden Württemberg
LIBOR	-	London Interbank Offer Rate
LTCM	-	Long Term Capital Management
MBS	-	Mortgage Backed Securities
MICE	-	Muenster Institute for Computational Economics
Mio.	-	Million
MPRA	-	Munich Personal RePEc Archive
Mrd.	-	Milliarde
NBER	-	National Bureau of Economic Research
Nikkei	-	Nihon Keizai Shimbun
Ninja	-	“no income – no job”
NZZ	-	Neue Zürcher Zeitung
OECD	-	Organisation for Economic Co-operation and Development
OIS	-	Overnight Index Swap
o. J.	-	ohne Jahr

OTC	-	Over-the-counter
o.V.	-	ohne Verfasser
p. a.	-	per annum
PEG	-	Price-Earnings-to-Growth
PWP	-	Perspektiven der Wirtschaftspolitik
REGEM	-	Research Group on Equity Market Regulation
RGE	-	Roubini Global Economics
SEC	-	Securities and Exchange Commission
SIFI	-	Systematically Important Financial Institutions
SIV	-	Structured Investment Vehicle
SLBE	-	Sachsen LB Europe
SMF	-	Sächsisches Staatsministerium der Finanzen
Soffin	-	Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung
SPV	-	Special Purpose Vehicle
SZ	-	Süddeutsche Zeitung
S&P	-	Standard & Poor's
TRS	-	Total Return Swap
TU	-	Technische Universität
TV	-	Television
UBS	-	Union Bank of Switzerland
UN	-	United Nations
UNDP	-	United Nations Development Programme
UNO	-	United Nations Organization

URL	-	Uniform Resource Locator
US	-	United States
US-GAAP	-	United States Generally Accepted Accounting Principles
USA	-	United States of America
VorstAG	-	Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung
WEED	-	World Economy, Ecology and Development
WiSt	-	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WTO	-	World Trade Organization
Zfbf	-	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfWU	-	Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik