

Mildner, Stormy; Knothe, Danko

Research Report

Abschied vom Benign Neglect? Auf dem Weg zu einer neuen Finanzmarktordnung in den USA

SWP-Studie, No. S 20/2009

Provided in Cooperation with:

Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), German Institute for International and Security Affairs, Berlin

Suggested Citation: Mildner, Stormy; Knothe, Danko (2009) : Abschied vom Benign Neglect? Auf dem Weg zu einer neuen Finanzmarktordnung in den USA, SWP-Studie, No. S 20/2009, Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP), Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/252715>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

SWP-Studie

Stiftung Wissenschaft und Politik
Deutsches Institut für Internationale
Politik und Sicherheit

Stormy Mildner / Danko Knothe

Abschied vom Benign Neglect?

Auf dem Weg zu einer neuen
Finanzmarktordnung in den USA

S 20
August 2009
Berlin

Alle Rechte vorbehalten.

Abdruck oder vergleichbare
Verwendung von Arbeiten
der Stiftung Wissenschaft
und Politik ist auch in Aus-
zügen nur mit vorheriger
schriftlicher Genehmigung
gestattet.

Die Studie gibt ausschließ-
lich die persönliche Auf-
fassung der Autoren wieder

© Stiftung Wissenschaft und
Politik, 2009

SWP

Stiftung Wissenschaft und
Politik
Deutsches Institut für
Internationale Politik und
Sicherheit

Ludwigkirchplatz 3-4
10719 Berlin
Telefon +49 30 880 07-0
Fax +49 30 880 07-100
www.swp-berlin.org
swp@swp-berlin.org

ISSN 1611-6372

Inhalt

5	Problemstellung und Empfehlungen
7	Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise
7	Expansive Geldpolitik und globale Ungleichgewichte
8	Zentrum der Krise: Der Verbriefungsmarkt
10	Die Rolle der Ratingagenturen
10	Krisenauslöser und das Problem der Fair-Value-Bilanzierung
11	Probleme der nationalen Finanzmarktaufsicht
13	Fehlanreize durch Fannie Mae und Freddie Mac
14	Too Big to Fail
16	Nationale Krisenprävention: Reformen und Re-Regulierung
17	Reform der Finanzmarktaufsicht
18	<i>White Paper »Financial Regulatory Reform«</i>
19	Re-Regulierungen im amerikanischen Finanzsektor
19	<i>Strengere Aufsicht für Ratingagenturen</i>
20	<i>Schließung von Aufsichtslücken: Registrierung der Hedgefonds</i>
21	<i>Clearingstelle für Derivate</i>
21	<i>Verbriefungsgeschäft</i>
21	<i>Narrow Banking</i>
22	<i>Lockerung der Fair-Value-Bilanzierung</i>
22	<i>Eigenkapitaldeckung</i>
23	<i>Vorgehen gegen Steueroasen</i>
24	<i>Konsumentenschutz</i>
25	Umsetzungschancen der Reformvorschläge
26	Internationale Finanzmarktgovernance
26	Internationale Kooperation
28	Eine neue Rolle für den IWF
29	Abbau der globalen makroökonomischen Ungleichgewichte?
30	Fazit und Empfehlungen
31	Anhang
31	Tabellen
35	Abkürzungen
35	Literaturhinweise

*Dr. Stormy Mildner ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der
SWP-Forschungsgruppe Amerika*

*Dr. Danko Knothe ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am
Lehrstuhl für Internationale Beziehungen und deutsche
Außenpolitik der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg*

**Abschied vom Benign Neglect?
Auf dem Weg zu einer neuen Finanzmarktordnung
in den USA**

In der schwersten Rezession der Nachkriegszeit stehen die USA vor tiefgreifenden Veränderungen ihrer Finanzmarktarchitektur. Die bisherigen Entscheidungen und die vorliegenden Reformvorschläge lassen erwarten, dass sich die Rolle des Staates, der ordnungspolitische Rahmen für die Finanzmarktakteure und der Fokus staatlicher Regulierung nachhaltig verändern werden. In diesen Entwicklungen spiegeln sich Erfahrungen aus der Finanzkrise und veränderte politische Prioritäten wider. Der in den letzten Jahren vorherrschende und auch von der Bush-Administration ausdrücklich unterstützte Ansatz eines *Benign Neglect* (einer »wohlwollenden Vernachlässigung«), bei dem im Vertrauen auf die Marktakteure eine konsequente Überwachung neuer Finanzinstrumente und bestimmter Risikosektoren bewusst unterblieb, findet kaum noch Befürworter. Die bislang vernachlässigten Risiken haben sich als zu groß erwiesen, eine ökonomische Abwärtsdynamik in Gang gesetzt und massive Interventionen des Staates notwendig gemacht. Im Zuge der Bankenrettung ist die US-Regierung zum wichtigsten Taktgeber der Finanzmärkte und der amerikanischen Wirtschaft geworden.

Die beiden zentralen Fragen der Studie lauten daher: Welche Erfahrungen haben die USA in der Finanz- und Wirtschaftskrise gemacht? Und lassen die derzeit diskutierten Vorschläge einen Paradigmenwandel hinsichtlich der Finanzmarktregulierung erkennen? Der erste Teil der Studie befasst sich mit den Ursachen der Finanzkrise und geht dabei auf folgende Faktoren ein:

- ▶ *Verfehlte Geldpolitik und hohe Kapitalzuflüsse*: Den Nährboden für die Krise schufen die lockere Geldpolitik der US-Notenbank und die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte der vergangenen Jahre.
- ▶ *Sekundärmarkt für Hypothekenkredite*: Dass die kreditgebenden Institute die Möglichkeit hatten, mit Hypotheken verbundene Ausfallrisiken durch Verbriefung weiterzugeben, förderte – zusammen mit steigenden Immobilienpreisen – eine Lockerung der Kreditvergabestandards.
- ▶ *Gründung von Zweckgesellschaften*: Als Käufer der mit Hypotheken unterlegten Wertpapiere dienten zu meist von den Finanzinstituten gegründete und

kaum regulierte außerbilanzielle Finanzierungszweckgesellschaften. Sinkende Transparenz und deutlich erschwerte Bedingungen für die Aufsichtsbehörden waren die Folge.

- ▶ *Falsche Risikobewertung*: Dass sich die mit Hypotheken unterlegten Wertpapiere überhaupt handeln ließen, hatte unter anderem damit zu tun, dass die ihnen anhaftenden Risiken von Ratingagenturen systematisch unterschätzt wurden.
- ▶ *Veraltete Regulierungsstruktur*: Die sich anbahnende Krise wurde viel zu spät erkannt und bekämpft. Dies lag zum einen an den Unzulänglichkeiten der Regulierungsstruktur in den USA, zum anderen an der Politik der »wohlwollenden Vernachlässigung« gegenüber dem Finanzsektor.
- ▶ *Falsche Anreizstrukturen im Immobiliensektor*: Verursacht wurde die Krise aber auch durch gezielte politische Interventionen am Hypothekenmarkt, die verteilungspolitischen Zwecken dienen.

Der zweite Teil der Studie kommt zu dem Ergebnis, dass in den USA auf nationaler Ebene nunmehr eine Regulierung aller Finanzmarktaktivitäten und -akteure von potentieller Systemrelevanz angestrebt wird, um die Finanzmärkte krisenresistenter zu machen. Investmentbanken, Hypothekenvermittler und Hedgefonds, die bislang einer laxeren Aufsicht unterliegen als normale Banken, sollen stärker reguliert, Ratingagenturen darauf geprüft werden, ob es mögliche Interessenkonflikte mit den Unternehmen gibt, für die sie Bewertungen erstellen. Wichtigster Ausgangspunkt für die in den nächsten Monaten zu erwartenden Diskussionen ist das *White Paper »Financial Regulatory Reform«*, das Präsident Barack Obama und Finanzminister Timothy Geithner Mitte Juni vorgelegt haben. Allerdings sind einige Krisenfaktoren in den Reformvorschlägen bisher nur unzureichend thematisiert worden – etwa die aus den Finanzierungsdefiziten der USA erwachsenden globalen Ungleichgewichte oder die durch politische Förderprogramme verursachten Fehlanreize im amerikanischen Immobiliensektor. Offenbar fehlt es in diesen Bereichen an Handlungswille und -möglichkeiten. Gleichwohl lässt sich in der amerikanischen Debatte eine erhöhte Sensibilität für die globale Vernetzung der Finanzmärkte und deren Krisenanfälligkeit feststellen.

Mit der Rolle der USA bei den internationalen Anstrengungen zur Krisenbewältigung beschäftigt sich der dritte Teil der Studie. Auf den G7- und G20-Gipfeln der vergangenen Monate zeigte Washington eine hohe Kooperationsbereitschaft. Die USA haben nicht nur ihren Widerstand gegen mehr Regulierung

aufgegeben, sondern drängen nun selbst verstärkt auf eine wirkungsvolle Re-Regulierung – sie haben die teure Erfahrung gemacht, dass systemische Risiken bei inadäquater Finanzaufsicht schwere Schäden verursachen können. Zudem ist ihnen bewusst, dass sie Verantwortung für die Krise tragen und daher zur Wiederherstellung eines funktionierenden Weltfinanzsystems beitragen müssen. Darüber hinaus scheint sich die Erkenntnis durchgesetzt zu haben, dass nur eine aktive Rolle im internationalen Reformprozess Einfluss- und Mitgestaltungsmöglichkeiten sichert. Allerdings steht Amerikas Unterstützung für die internationalen Bemühungen unter drei Vorbehalten. Erstens muss zunächst der in den USA selbst eingeleitete Reformprozess abgeschlossen werden. Dabei hat die Obama-Administration den Finanzmarktakteuren die bittere, aber unverzichtbare Medizin einer schärferen Regulierung schmackhaft zu machen. Zweitens ist fraglich, ob Obama tatsächlich bereit sein wird, einer internationalen Regulierungsinstanz das Recht zuzubilligen, in nationale Angelegenheiten einzugreifen. Zu vermuten ist eher, dass ein drohender Souveränitätsverlust nach wie vor eine rote Linie für Washington markiert. Drittens werden die USA ihre generelle Marktorientierung und ihren wirtschaftspolitischen Pragmatismus sicherlich auch unter Obama nicht aufgeben. Trotz der hohen Bereitschaft zu Straffung und Re-Regulierung der fragmentierten nationalen Finanzaufsicht dürfte es daher Grenzen bei der Kooperation der USA auf internationaler Ebene geben.

Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise

Die Ursachen der Krise sind vielfältig. Mangelnde Ordnungsstrukturen und laxer, mitunter völlig unzureichende Regulierungen sind für die aktuelle Lage ebenso verantwortlich wie Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten. Vor allem wurden Risiken von Wertpapieren, die mit Hypotheken unterlegt sind, drastisch unterschätzt; Verwerfungen ignorierte man viel zu lange. Zwei Faktoren schufen den Nährboden für diese Entwicklungen: Zum einen betrieb die amerikanische Federal Reserve Bank eine expansive Geldpolitik; zum anderen förderte die Regierung falsche Anreizstrukturen im Immobiliensektor. Im Ergebnis erreichte der Finanzsektor – inklusive des Schattenbanksystems – einen historisch beispiellosen Anteil an der nationalen Wirtschaftsleistung der USA. Darüber hinaus trugen auch die globalen makroökonomischen Ungleichgewichte maßgeblich zur Krise bei.

Expansive Geldpolitik und globale Ungleichgewichte

Im Jahr 2000 bereitete der dramatische Absturz der Hochtechnologiewerte auf den Aktienmärkten einer seit fast zehn Jahren anhaltenden Wachstumsphase ein jähes Ende. Das Platzen der Spekulationsblase erschütterte das Vertrauen der Anleger nachhaltig. Die Terroranschläge vom 11. September 2001 versetzten der ohnehin schon kriselnden Wirtschaft einen weiteren schweren Schlag. Angesichts der Rezession und der Zerstörung riesiger Vermögenswerte bestand für die USA die Gefahr, dass die ohnehin schon sehr niedrige Inflationsrate unter null fallen würde. Um eine Deflation nach dem Muster Japans zu verhindern – nach Platzen der Vermögensblase Anfang der neunziger Jahre hatte die japanische Wirtschaft eine ausgeprägte Wachstumsschwäche gezeigt –, senkte die Federal Reserve den Leitzins zwischen Januar 2001 und Juni 2003 auf 1,0 Prozent. Ein ähnlich niedriges Zinsniveau hatte es das letzte Mal während der Amtszeit von Präsident Dwight D. Eisenhower in den fünfziger Jahren gegeben. Die Geldpolitik trug nun maßgeblich dazu bei, dass die USA nicht in eine langanhaltende Rezession ab-

glitten.¹ Allerdings hielt die Notenbank an ihrem unterstützenden Kurs weiter fest, als die wirtschaftlichen Unsicherheiten bereits überwunden waren; auf diese Weise beförderte sie den Immobilienboom. Angesichts des zeitweise sogar negativen kurzfristigen Realzinssatzes ist es nicht überraschend, dass die Kreditvergabe expandierte.²

Gleichzeitig nahm der Erwerb amerikanischer Anleihen durch asiatische Zentralbanken immer massivere Formen an, was überzogene Preisanstiege auf den US-Bondmärkten verursachte. Bis Ende 2006 häuften die Vereinigten Staaten Schulden von netto mehr als drei Billionen Dollar an – knapp ein Viertel des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP).³ Die USA sind damit das weltweit größte Nettoschuldnerland. Gerade die langsam wachsenden Volkswirtschaften Deutschland und Japan, die vom Rohstoff-Preisboom profitierenden ölproduzierenden Länder des Nahen und Mittleren Ostens und zahlreiche asiatische Staaten – darunter China – legten ihr Kapital in den USA an.

Dank niedriger Zinsen, dem einfachen Zugang zu Fremdkapital und den vielfältigen Möglichkeiten des aus wenig regulierten Zweckgesellschaften bestehenden Schattenbanksystems konnten Banken und Private-Equity-Firmen immer größere Geschäfte mit immer geringerem Eigenkapitaleinsatz tätigen – es kam zu einem *Leverage*-Effekt (Hebelwirkung).⁴ Zudem wurden für breite Schichten der Bevölkerung sowohl der kurzfristige Konsum auf Pump als auch der Kauf

¹ Vgl. Stephan Bierling, »Die US-Wirtschaft unter George W. Bush«, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, B45/2004, S. 33–39; Jens van Scherpenberg, *Der geborgte Aufschwung. Die wirtschaftspolitische Bilanz der Regierung Bush 2001–2004*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Oktober 2004 (SWP-Studie 40/2004), S. 40.

² Vgl. Adalbert Winkler, *Geld- oder Finanzsektorpolitik: Wer trägt die Hauptschuld an der Krise?*, Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung, November 2008 (WISO direkt. Analysen und Konzepte zur Wirtschafts- und Sozialpolitik), S. 2.

³ Vgl. Bernhard Gräf, *US-Leistungsbilanzdefizit: Keine Panik!*, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 389, Juni 2007, S. 3.

⁴ Vgl. Government Accountability Office, *Financial Market Regulation, Financial Crisis Highlights Need to Improve Oversight of Leverage at Financial Institutions and across System*, GAO-09-739, 2009.

bzw. die Beleihung von Eigenheimen überaus attraktiv. Von August 2001 bis August 2004 fielen die Zinsen für variable Hypothekendarlehen um vier Prozentpunkte, die Sätze für langfristige Hypothekendarlehen mit einer Zinsbindung von 30 Jahren um 2,2 Punkte. In der Folge bildete sich auf dem amerikanischen Immobilienmarkt eine Kreditblase. Allein in den Jahren von 2000 bis 2003 stieg das Volumen neu bewilligter Hypotheken explosionsartig von rund einer Billion auf fast vier Billionen Dollar.⁵ Die Zunahme des Kreditvolumens schlug sich in einem kontinuierlichen Anstieg der Immobilienpreise nieder: Von Januar 2000 bis Januar 2007 erhöhten sich die Preise für Immobilien durchschnittlich um 76 Prozent.⁶ In einigen Bundesstaaten (wie Florida und Kalifornien) lag der Anstieg sogar bei über 140 Prozent.⁷

Mit dem Immobilienboom und den anziehenden Immobilienpreisen war eine »gefühlte« Vermögenssteigerung der privaten Haushalte verbunden – dies förderte den privaten Konsum und das Wirtschaftswachstum, aber eben auch die private Verschuldung. Viele amerikanische Haushalte lebten jahrelang über ihre Verhältnisse, indem sie die Hauspreissteigerungen durch Erhöhung ihrer Hypotheken direkt in Konsumausgaben umwandelten. Mittlerweile sind die Privathaushalte mit durchschnittlich über 130 Prozent des verfügbaren Einkommens verschuldet. Infolge des wachsenden Immobilienbesitzes der privaten Verbraucher verschob sich deren Vermögens- und Schuldenstruktur zugunsten von Immobilienwerten und Hypotheken.⁸ Entsprechend negativ wirkte sich 2007/2008 die Schwäche am Immobilienmarkt auf die Vermögen der privaten Haushalte aus.⁹ Eine weitere Konsequenz des Booms war das steigende Leistungs-bilanzdefizit der USA, denn die Nachfrage konnte nicht allein durch die inländische Produktion bedient werden. Im Jahr 2006 erreichte das Leistungsbilanz-

defizit ein Rekordhoch von 811 Milliarden Dollar; die Handelsbilanz schloss mit einem Minus von 838 Milliarden Dollar, was rund 6,3 Prozent des amerikanischen BIP entsprach.¹⁰ Damit entfielen etwa drei Viertel der global aggregierten Leistungs-bilanzdefizite auf die USA.

Zentrum der Krise: Der Verbriefungsmarkt

Die größten Probleme erwachsen allerdings nicht aus der Ausweitung des Kreditvolumens, sondern aus der Fehleinschätzung drohender Ausfallrisiken durch fast alle Marktakteure.¹¹ Risiken wurden kollektiv ignoriert oder zu niedrig bepreist. In der Erwartung kontinuierlich steigender Immobilienpreise bildete man zu geringe Rückstellungen für mögliche Kreditausfälle. Auch bei vielen neu entwickelten Kreditderivaten waren die bei sinkenden Immobilienpreisen drohenden Gefahren für viele Marktteilnehmer nur schwer erkennbar.

Es entstand ein Sekundärmarkt für Hypothekenkredite, auf dem die kreditgebenden Institute die Möglichkeit hatten, das mit Hypotheken verbundene Ausfallrisiko durch Verbriefung weiterzugeben. Dieser Faktor förderte – zusammen mit den steigenden Immobilienpreisen – die Vergabe von Darlehen auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität (*Subprime Mortgages*) und eine Aufweichung der Kreditvergabe-standards. Im Jahr 2004 lockerte die Börsenaufsicht SEC zudem die Eigenkapitalregulierung für große Investmentbanken; infolgedessen konnten die Institute ihren Verschuldungsgrad deutlich erhöhen.¹² Auf diese Weise kamen auch solche Haushalte in den Genuss zweitklassiger Hypothekendarlehen, denen unter normalen Umständen der Zugang zu Krediten verwehrt geblieben wäre. Diese Darlehen waren zwar teurer als herkömmliche, boten aber besonders niedrige Startzinssätze. Und nicht selten wurde für sie nicht einmal Eigenkapital verlangt. Bei manchen dieser zweitklassigen Darlehen bestand die Sicherheit

5 Vgl. Steven Gjerstad/Vernon L. Smith, »From Bubble to Depression?«, in: *The Wall Street Journal*, 6.4.2009, <www.cato.org/pub_display.php?pub_id=10103>.

6 Vgl. Manfred Jäger/Michael Voigtländer, *Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise*, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Trends 3/2008, S. 4.

7 Vgl. Robert J. Shiller, *The Subprime Solution, How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do about It*, Princeton und Oxford 2008, S. 34–38.

8 US Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States 2008* <www.census.gov/compendia/statab/2008/2008edition.html>.

9 Vgl. Henrik Enderlein/Stormy Mildner, *Angstscenario US-Rezession. Was die Wirtschaftskrise in den USA für den Präsidentschaftswahlkampf und die Weltwirtschaft bedeutet*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, Februar 2008 (SWP-Aktuell 17/2008).

10 Vgl. Bureau of Economic Analysis, *International Economic Accounts*, <www.bea.gov/international/index.htm#bop>.

11 Vgl. Kristofer Gerardi/Andreas Lehnert/Shane Sherlund/Paul Willen, *Making Sense of the Subprime Crisis*, Brookings Papers on Economic Activity 2008, <www.brookings.edu/economics/bpea/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2008_fall_bpea_papers/2008_fall_bpea_gerardi_sherlund_lehnert_willen.pdf>.

12 Vgl. Stephen Labaton, »Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt«, in: *New York Times*, 3.10.2008.

allein darin, dass die Kreditnehmer ihre Schulden mit dem Hauswert würden refinanzieren können, nicht jedoch in einer davon unabhängigen Rückzahlungsfähigkeit. Banken vergaben also überaus risikobehaftete Hypothekenkredite.¹³ Von 2001 bis 2006 stieg das neu ausgegebene Kreditvolumen im Subprime-Bereich von 216 auf 600 Milliarden Dollar, im Segment mit mittlerer Ausfallwahrscheinlichkeit von 68 auf 400 Milliarden Dollar.¹⁴ Neue Kunden wurden unter anderem mit Zinsrabatten und Tilgungsaussetzungen gelockt. Während es in den USA auch früher nicht ungewöhnlich war, eine Immobilie zu 100 Prozent über Kredit zu finanzieren, schlossen die Banken – im Vertrauen auf steigende Immobilienpreise – jetzt mitunter auch Hypotheken ab, die über dem Wert des Objekts lagen.

Die Lockerung der Kreditvergabestandards trug zu einer kollektiven Sorglosigkeit der Verbraucher bei. Risiken im Finanzsektor gerieten aber auch deshalb zunehmend aus dem Blick, weil Kredite immer seltener in den Bilanzen der kreditgebenden Banken belasten wurden. Im Zentrum des Immobilien- und Hypothekenbooms stand somit der Verbriefungsmarkt – jener Markt, auf dem Kredite und isolierte Kreditrisiken gebündelt, strukturiert und als forderungsbesicherte Wertpapiere (*Asset Backed Securities, ABS*) weiterverkauft werden. Der Prozess lief – vereinfacht dargestellt – wie folgt ab: Der ursprüngliche Geber der Darlehen (*Originator*) bündelte die Hypothekenkredite und verkaufte sie als hypothekarisch gesicherte Wertpapiere an Hedgefonds, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften oder auch Banken. Im Gegenzug dafür, dass die Anleger das Risiko ganz oder teilweise übernahmen, erhielten sie einen Anspruch auf die Erträge aus den Hypothekenkrediten. Das die Forderung verkaufende Unternehmen wiederum bekam frisches Kapital. Vor Ausbruch der Krise wurde mehr als die Hälfte der Immobilienkredite in den USA verbrieft – noch vor 30 Jahren blieb ein Kredit während seiner gesamten Laufzeit in der Bilanz der kreditgebenden Bank.¹⁵

Die Bündelung von bonitätsschwachen (*subprime*) und erstklassigen Hypothekendarlehen wurde nach Ausfallrisiko mathematisch optimiert. Ausgehend von

der ermittelten Ausfallwahrscheinlichkeit wurden diese ABS in verschiedene Risikokategorien unterteilt, von sehr hoch (»Ramsch«) bis sehr niedrig (AAA). Die riskanteren Tranchen wurden zumeist von Investmentbanken und Hedgefonds gekauft, die solideren Positionen von Banken sowie Pensions- und Investmentfonds. Aufgrund der hohen Komplexität von ABS waren Händler und Käufer allerdings kaum noch in der Lage, das Risiko und den Wert des jeweiligen Papiers selbst zu bestimmen – sie verließen sich auf das Urteil von Ratingagenturen. Banken fühlten sich auch deswegen nicht mehr für die Überwachung und Sicherung der Kreditqualität verantwortlich, weil sie die Kredite und deren Risiken scheinbar auf zahlreiche andere Akteure übertragen konnten. Dass zwischen den ursprünglichen Kreditgebern und den Haltern der strukturierten Wertpapiere eine asymmetrische Informationsverteilung über deren Qualität bestand, trug maßgeblich zur Krise auf dem sekundären Hypothekenmarkt bei.

Als Käufer der ABS dienten zumeist von den Instituten gegründete Finanzierungszweckgesellschaften, sogenannte *Structured Investment Vehicles (SIV)*. Diese Zweckgesellschaften sind so konstruiert, dass die Institute sie nicht in ihrer Bilanz aufführen, also auch die Risiken nicht in ihre Bücher nehmen mussten. Grund für die Verlagerung der Risiken in SIVs waren unter anderem die Eigenkapitalrichtlinien Basel I und Basel II: Diese schreiben vor, dass Banken ständig ein Minimum an Eigenkapital – acht Prozent ihrer risikogewichteten Vermögenswerte – halten müssen. Um die »Basel«-Vorschriften zu umgehen, lagerten viele Banken Risikogeschäfte in Zweckgesellschaften aus. Die Konsequenz dieser Risikoverschiebung waren sinkende Transparenz und deutlich erschwerte Bedingungen für die Aufsichtsbehörden.¹⁶

Die SIVs refinanzierten die angekauften Forderungen, indem sie die ABS erneut zu Portfolios bündelten und eigene ABCP (*Asset Backed Commercial Papers*) mit kurzer Laufzeit emittierten. Dieser Vorgang wurde mehrmals wiederholt. Es entstand eine Kette von ABS, die alle von der Performance der ursprünglichen Kredite abhängig waren, was die Unübersichtlichkeit und Komplexität des Marktes wachsen ließ. Die dem Geschäftsmodell der Zweckgesellschaften inhärenten Risiken wurden weitgehend vernachlässigt. Zusammengefasst verhielt es sich so, dass die SIVs sich kurz-

¹³ Vgl. Europa Rapid, *Kommissionsmitteilung zur Finanzmarktstabilität – häufig gestellte Fragen*, 27.2.2008, <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/08/123&format=HTML&aged=0&language=DE&guiLanguage=en>>.

¹⁴ Vgl. Jäger/Voigtländer, *Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise* [wie Fn. 6], S. 4.

¹⁵ Ebd.

¹⁶ Vgl. Barry Eichengreen, »Ten Questions about the Subprime Crisis«, in: *Financial Stability Review – Special issue on Liquidity*, 11 (2008), S. 19–28 (21).

fristig Geld liehen und gleichzeitig langfristige Zahlungsverpflichtungen eingingen. Der Gewinn lag in der Zinsdifferenz – angesichts der sprudelnden Liquidität an den Kreditmärkten ein vermeintlich risikoarmes Geschäft. Es war aber gerade die Notwendigkeit einer stetigen kurzfristigen Refinanzierung, die die SIVs besonders anfällig gegenüber plötzlichen finanziellen Verwerfungen machte. In der Krise zeigten sich die schwersten Störungen daher auch weniger auf dem Immobilienmarkt als vielmehr auf dem Hypothekenwertpapiermarkt.

Die Rolle der Ratingagenturen

Dass sich die mit derlei Hypothekenkrediten unterlegten Wertpapiere überhaupt handeln ließen, lag unter anderem daran, dass die ihnen anhaftenden Risiken von Ratingagenturen systematisch unterschätzt wurden. Sie beurteilten das Kreditausfallrisiko anhand von erwarteten Verlusten bzw. Ausfallwahrscheinlichkeiten (Kreditrisiko). Markt- und Liquiditätsrisiken,¹⁷ die erheblichen Einfluss auf den Wert eines strukturierten Finanzprodukts haben und stark miteinander korrelieren können, wurden von den Agenturen hingegen nicht ausreichend berücksichtigt. Sowohl die Expansion des Subprime-Marktes als auch die zunehmend laxe Kreditvergabe und die geschilderten Anreizprobleme wurden falsch eingeschätzt. Obwohl sich die Risiken tranchierter Instrumente deutlich von denen traditioneller Anleihen unterscheiden, verwendete man für beide die gleiche Ratingskala, da für Erstere keine ausreichenden historischen Erfahrungswerte zur Verfügung standen.¹⁸ Hinzu kommt, dass die Vergütungsstruktur teilweise gravierende Interessenkonflikte entstehen ließ, denn die Banken bezahlten die Agenturen für deren Ratingdienste. Zudem waren Ratingagenturen nicht nur bewertend,

¹⁷ Der Begriff Liquiditätsrisiko zielt zum einen auf die Möglichkeit, dass Unternehmen ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können. Im Kapitalmarktbereich bezieht er sich zum anderen darauf, ob Wertpapierkäufe und -verkäufe ohne Beeinflussung der herrschenden Kurse durchgeführt werden können. Das Marktrisiko entsteht aus der Veränderbarkeit von Marktpreisen beispielsweise für Immobilien. Vgl. Michael Schröder, *Messung des Marktrisikos*, 2.11.2009, <www.finanz-betrieb.de/psfb/fn/fb/sfn/bp/SH/0/cn/doc/bstruc/72/bt/0/ID/990383A/index.html>.

¹⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, *Finanzstabilitätsbericht 2007*, Frankfurt a.M. 2007, <www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/finanzstabilitaetsberichte/finanzstabilitaetsbericht2007.pdf>.

sondern auch beratend tätig: Sie berieten ihre Kunden bei der Schaffung jener komplexen Finanzprodukte, die sie später bewerteten. Auch individuelle Interessenkonflikte traten auf, da die Beschäftigten von Ratingagenturen teilweise an den zu bewertenden Unternehmen beteiligt waren. In einem funktionierenden Markt hätten die Agenturen ein starkes Eigeninteresse an qualitativ hochwertigen Ratings gehabt. Wegen der oligopolistischen Struktur des Rating-Marktes – der von den drei großen Unternehmen Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings dominiert wird – sowie der fehlenden Haftung der Agenturen für ihre Ratingurteile waren die Marktkräfte in diesem Segment jedoch eingeschränkt.

Krisenauslöser und das Problem der Fair-Value-Bilanzierung

Als im Sommer 2006 nach der Zinserhöhung der Fed – sie hatte Mitte 2005 begonnen, die Leitzätze wieder anzuheben – auch die Hypothekenzinsen erneut stiegen und gleichzeitig die Immobilienpreise wegen der schwächer werdenden Nachfrage sanken, gerieten immer mehr Hausbesitzer in Zahlungsrückstand. Ein zentraler Grund bestand darin, dass ein Großteil der Immobiliendarlehen in den USA einen flexiblen Zinssatz hat. Für Subprime-Darlehen lag der Anstieg bei über drei Prozentpunkten. Immer mehr Immobilien hatten plötzlich einen geringeren Wert als die Hypothek, die auf ihr lastete. Die Zahlungsausfälle am Hypothekenmarkt vermehrten sich rasant: Wiesen zwischen 2003 und 2006 stets weniger als zwei Prozent der Hypothekendarlehen einen Zahlungsrückstand von mehr als 30 Tagen auf, so stieg dieser Anteil im ersten Quartal 2008 auf 3,5 Prozent. Während der Subprimesektor nur 12 Prozent der Hypotheken ausmachte, waren hier bis zu 50 Prozent der Kredite von Zwangsvollstreckungen betroffen.¹⁹

Im Sommer 2007 spitzte sich die Krise merklich zu: Weil es immer öfter zu Zwangsvollstreckungen kam, wurde eine Neubewertung der Risiken auf dem Markt für zweitklassige Hypothekenkredite vorgenommen, die umfangreiche Rating-Herabstufungen bei Verbriefungsinstrumenten nach sich zog. Dies löste einen globalen Vertrauensschock aus, zumal zur selben Zeit die finanzielle Schieflage von zwei namhaften Hedge-

¹⁹ Vgl. Michael Voigtländer, *Lehren aus der Subprime-Krise*, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Immobilien-Monitor, Nr. 2/2008.

fonds bekannt wurde. Unerfahrenheit mit verbrieften Finanzprodukten und mangelnde Kenntnis darüber, wie sich die *Asset Backed Securities* eigentlich zusammensetzten, ließen die Nachfrage nach ABS rasant sinken und deren Wert schließlich verfallen. Die Papiere konnten in einem ausgetrockneten Markt kaum noch veräußert werden und galten zunehmend als »toxisch«. Die Zweckgesellschaften gerieten in Refinanzierungsschwierigkeiten, da sie ihre ABCP nicht mehr verkaufen konnten, während die von ihnen gehaltenen ABS täglich an Wert verloren. Einige SIVs mussten unerwartet Liquiditätslinien von Finanzinstituten in Anspruch nehmen, so dass die daraus resultierenden Risiken zu diesem Zeitpunkt wieder (ebenso unerwartet) auf die Bankbilanzen zurückfielen.

Verstärkt wurde die Krise durch die *Fair-Value*-Bilanzierung. Bei diesem Verfahren müssen Finanzinstitute bei der Bewertung von Aktiva den Marktpreis eines Finanzinstruments und nicht dessen Anschaffungskosten einsetzen. Wird ein Vermögensgegenstand auf Basis aktuell geltender Kurswerte oder Marktpreise neu evaluiert, schlägt sich dies in der Bilanz des Finanzinstituts sofort nieder. Denn bei der reinen Marktbewertung werden an jedem Bilanzstichtag die Finanzinstrumente einzeln mit ihren tatsächlichen Börsen- oder Marktwerten in der Bilanz erfasst. Eine Wertänderung wird also unmittelbar verbucht – unabhängig davon, ob sie dauerhaft oder nur vorübergehender Natur ist – und beeinflusst damit die Bonität des Finanzinstituts. Ursprünglich war diese *Mark-to-Market*-Bilanzierung von den Finanzmarktakteuren gefordert worden, damit sich in der Phase der Kreditexpansion Gewinne schneller ausweisen ließen. Höhere Gewinne trieben nicht nur die Unternehmensbewertung an den Aktienmärkten nach oben; sie bildeten auch die Grundlage der Sonderversorgungssysteme in Finanzinstituten – je besser die Gewinnentwicklung, desto höher die Boni, egal wie nachhaltig die ausgewiesenen Profite waren.

Problematisch wird das *Fair-Value*-Bilanzierungsprinzip dann, wenn es keinen Markt mehr für bestimmte Finanzinstrumente gibt, weil die Nachfrage nach ihnen wegbricht und zu viele Investoren durch dieselbe Tür den Markt verlassen wollen.²⁰ Die Preise fallen dann ins Bodenlose; die in den Bilanzen zu verzeichnenden Verluste steigen. Genau dies geschah im Fall der ABS: Sie waren kaum noch handelbar und ver-

loren an Wert – und dies betraf nicht nur die unteren (risikoreichen) Tranchen der ABS, die besonders viele *Subprime*-Hypotheken enthielten. Weil es einen generellen Vertrauensverlust gegenüber mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren gab, sank auch die Nachfrage nach den »sicheren« Tranchen dieses Finanzmarktinstrumentes. Dadurch erlitten auch eigentlich solide Forderungen plötzlich Wertminderungen, was sich in den Aktivposten der Finanzinstitute unmittelbar niederschlug. Die Konsequenz: Banken wie Citi Group, Bausparkassen wie Washington Mutual und Versicherer wie AIG hatten mit Abschreibungen in Milliardenhöhe zu kämpfen. Durch Rückkopplungen verstärkte das *Fair-Value*-Prinzip also die Turbulenzen an den Finanzmärkten. Es wurde, in der Phase der Kreditexpansion ebenso wie im Abschwung, zu einem prozyklischen Katalysator.

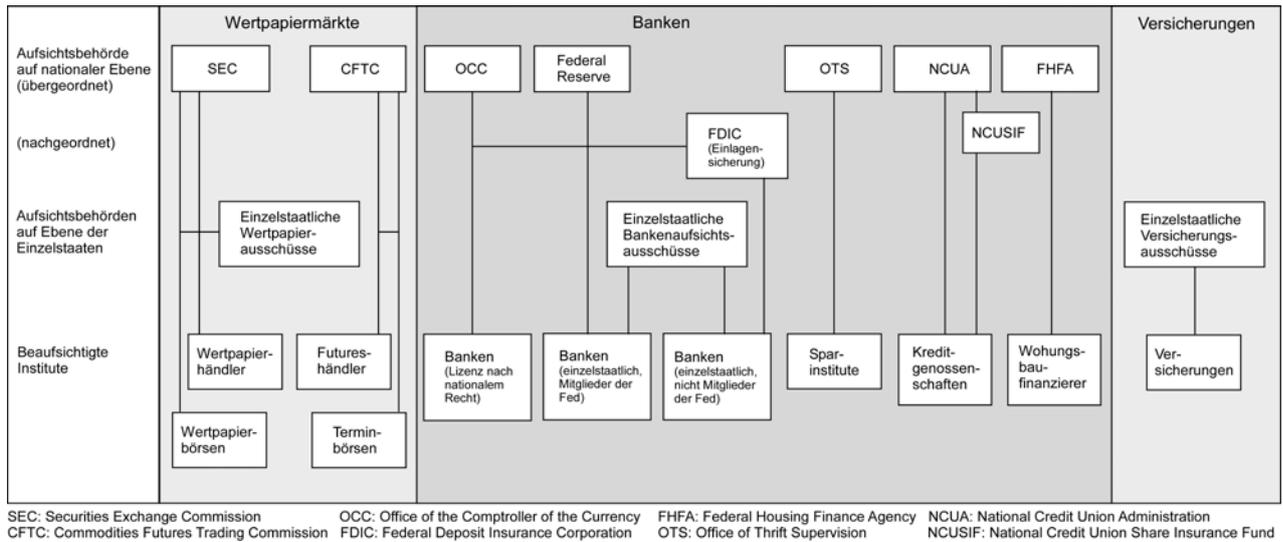
Probleme der nationalen Finanzmarktaufsicht

Dass die sich anbahnende Krise nicht viel früher erkannt und bekämpft wurde, lag zum einen an den Unzulänglichkeiten der Regulierungsstruktur in den USA, zum anderen an einer Politik des *Benign Neglect*. Durch politische Weichenstellungen wurden die Möglichkeiten der Finanzmarktakteure sukzessive erweitert, ohne dass man zugleich neue Aufsichtsbehörden geschaffen oder die Kompetenzen der bestehenden adäquat erweitert hätte. Zugleich wurde die Kreativität vieler Finanzmarktakteure – die sich etwa in der Auslagerung oder Verpackung von Risiken zeigte – eher als Ausdruck der Innovationskraft des US-Finanzsektors denn als neues Regulierungserfordernis interpretiert. Das Vertrauen der Politik in die bestehenden Aufsichtsstrukturen war groß, und das Risikomanagement der Finanzinstitutionen galt als vorbildlich. Wiederholt wurden Deregulierungsakte (sowohl von der Clinton- als auch von der Bush-Administration) öffentlich als Beitrag zur Stärkung der US-Finanzindustrie im internationalen Wettbewerb inszeniert.²¹ Es gab breite Unterstützung für eine affirmative, finanzmarktfreundliche Regulierungspolitik: Alle Vorsitzenden der für den Finanzsektor maßgeblichen Kongressausschüsse und das Finanzministerium lehnten vor der Krise grundlegende Reformen der Finanzmarktaufsicht ab.

²⁰ Vgl. George Cooper, *The Origin of Financial Crises. Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, New York 2008, S. 100f.

²¹ Vgl. Paul Krugman, *Die neue Weltwirtschaftskrise*, Frankfurt a.M. 2009, S. 190ff.

Überblick zur bisherigen Aufsichtsstruktur in den USA



In Anlehnung an: Christopher Axarlis, *Finanzmarktregulierung in den USA: Theorie und Praxis*, EU-Monitor Nr. 16, 11.8.2004

Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen unterlagen verschiedenen Aufsichtsbehörden auf nationaler und einzelstaatlicher Ebene. Ein Großteil dieses Regulierungssystems war infolge der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren entwickelt und später – stets als Reaktion auf Marktinnovationen oder Krisen – schrittweise erweitert und modifiziert worden. Zu den wichtigsten Gesetzen gehörten dabei der *McFadden Act* von 1927 und der *Glass-Steagall Act* von 1933. Ersterer beschränkte jahrzehntlang die Gründung von Bankfilialen über Bundesstaatsgrenzen hinaus; dies sollte das Überleben kleiner regionaler Banken sichern, die sonst durch mächtige Großbanken aus dem Wettbewerb gedrängt worden wären. Erst 1994 wurde die geographische Beschränkung durch den *Riegle-Neal Act* aufgehoben und die Filialfreiheit eingeführt. Der als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise verabschiedete *Glass-Steagall Act* schrieb die Trennung von Geschäftsfeldern vor: Banken mussten sich auf das Einlagen- und Kreditgeschäft (*Commercial Banks*), auf das Wertpapiergeschäft (*Investment Banks*) oder auf Spareinlagen und Hypotheken (*Thrift Institutions*) spezialisieren. Eine Universalbank, die alle Interessen ihrer Kunden abdeckt – wie man dies in Deutschland kennt –, war untersagt. Damit sollten Interessenkonflikte innerhalb der Banken vermieden werden. Erst 1999 erlaubte der *Gramm-Leach-Bliley Act* eine Zusammenführung der Geschäftsbereiche unter einem Dach.

Je nach Satzung können Banken von der Federal Reserve, dem *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* – der ältesten Bankenaufsichtsbehörde der USA – oder von Behörden auf Ebene der Einzelstaaten beaufsichtigt werden. Die *National Banks* (Banken mit nationaler Lizenz) werden vom OCC zugelassen und überwacht, die *State Banks* (Banken mit Einzelstaatenlizenzen) durch einzelstaatliche Behörden. Eine Ausnahme stellen diejenigen Banken dar, die Mitglieder des *Federal Reserve System* sind – sie werden zudem noch von der Zentralbank beaufsichtigt. Dagegen unterliegen die Sparinstitute dem *Office of Thrift Supervision (OTS)*, einer besonderen Aufsichtsbehörde des Finanzministeriums. Da Banken und Sparinstitute Einlagen halten, die auf nationaler Ebene gesichert sind, fallen beide unter die Aufsicht der *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*. Die *Federal Credit Unions* (Kreditgenossenschaften) haben wiederum ihre eigene Aufsichtsbehörde, die *National Credit Union Administration (NCUA)*; ihre Einlagen werden durch den *National Credit Union Share Insurance Fund (NCUSIF)* versichert. Die *Federal Housing Finance Agency* ist für Wohnungsbaufinanzierer verantwortlich, darunter die beiden Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac. Die Investmentbanken schließlich wurden vor der Finanzkrise durch die *Securities and Exchange Commission (SEC)* überwacht – mittlerweile haben sie sich freiwillig der strengeren Kontrolle der Federal Reserve unterworfen.

Die genannten Aufsichtsbehörden verfolgen unterschiedliche Interessen. Die Federal Reserve fungiert als Währungshüterin; für die FDIC steht die Sicherung der Einlagen im Vordergrund, was auch zur Schließung insolventer Institute führen kann. Das OCC wiederum überwacht den Wettbewerb. Die SEC, die neben Investmentbanken für Wertpapiere und Börsen wie die *New York Stock Exchange* zuständig ist, wacht über die Einhaltung der Wertpapiergesetze an den Börsen. Sie soll die Kapitalanleger schützen und funktionsfähige, effiziente Kapitalmärkte gewährleisten.²²

Zahlreiche Finanzinstitute nutzten den ihnen gebotenen Spielraum aus, indem sie »ihre« Aufsichtsbehörde selbst auswählten. Sie konnten beispielsweise von einer einzelstaatlichen zu einer nationalen Satzung wechseln (und umgekehrt), Mitglied der Zentralbank werden oder ihre Fed-Mitgliedschaft aufkündigen. Seit dem Jahr 2000 änderten rund 240 Banken ihre Regulierungslizenz.²³ Als besonders problematisch hat sich die fragmentierte Finanzaufsicht bei großen Bankkonglomeraten (*Conglomerate Banking Institutions*) erwiesen, die Kredite über ihre verschiedenen Tochterunternehmen vergeben können. Je nachdem, ob es sich dabei um eine Geschäftsbank, eine Investmentbank oder eine Maklerfirma handelt, ist eine andere Aufsichtsbehörde zuständig. Der Versicherungskonzern AIG etwa konnte trotz seiner Größe, Komplexität und systemischen Bedeutung den im Vergleich zur Fed oder SEC deutlich schwächeren Regulierer OTS wählen, da ihm neben zahlreichen Versicherungen auch ein Sparinstitut gehörte.

Insgesamt hat die Fragmentierung der Finanzaufsicht deren Effektivität eindeutig gemindert. Vor allem systemische Risiken konnten im Vorfeld der Krise nur unzureichend identifiziert werden. Auch die mit Hypothekenderivaten oder Kreditausfallversicherungen verbundenen Bilanzrisiken wurden häufig übersehen. Dabei ist es auch mit der weitgehenden Interessenkonvergenz von Wall-Street-Firmen und politischen Entscheidungsträgern zu erklären, dass die Zersplitterung und die Komplexität der Finanzmarktaufsicht lange Zeit nicht als problematisch eingeschätzt wurden. Oftmals wechselten Verantwortliche aus Politik und Aufsichtsbehörden in den Finanzsektor (und umgekehrt) – dieser »Drehtüreffekt« dürfte

zu einer wohlwollenden Interpretation der Aufsichtserefordernisse beigetragen haben.²⁴

Eine wichtige Rolle spielt hier auch die Struktur des amerikanischen Notenbanksystems. Das *Federal Reserve System* besteht aus einem Netz von zwölf formal selbstständigen, aber untereinander korrespondierenden Zentralbanken (*Federal Reserve Banks*). Diese FRBs gehören den einzelnen Mitgliedsbanken (*Member Banks*) in den verschiedenen Zentralbankdistrikten; geleitet werden sie jeweils von einem neunköpfigen Direktorium, in dem A-, B- und C-Direktoren vertreten sind. Drei A-Direktoren repräsentieren Geschäftsbanken, jeweils drei weitere Direktoren (B und C) das öffentliche Interesse aus den Bereichen Industrie, Arbeit, Landwirtschaft und Konsumenten. A- und B-Direktoren – zwei Drittel des jeweiligen Führungsgremiums – werden von den Mitgliedsbanken gewählt. Darüber hinaus zeigt sich die enge Verbindung zwischen der Fed und der Privatwirtschaft auch daran, dass immer wieder Beamte der Notenbank auf gutdotierte Posten bei privaten Instituten wechseln.

Das Vertrauen der amerikanischen Öffentlichkeit in das Regulierungssystem hat aber nicht nur unter der Vielzahl an Aufsichtsbehörden bzw. fehlender Kompetenzabgrenzung gelitten, sondern auch darunter, dass die Aufsicht mangelhaft erfolgte. Viele Schieflagen in den Bilanzen blieben lange unentdeckt; Bernard Madoffs milliardenschwerer Anlagebetrug – der größte in der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte – trug dabei in besonderer Weise zum Ansehensverlust der Aufsichtsbehörden bei.

Fehlanreize durch Fannie Mae und Freddie Mac

Die Krise wurde jedoch nicht nur durch falsche und unzureichende Regulierung verursacht, sondern auch durch gezielte politische Intervention am Markt für Hypothekarkredite. Die Hypothekenbanken *Federal National Mortgage Association* (kurz Fannie Mae) und *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac) kauften im großen Stil Hypotheken von regulären Banken und Kreditanbietern auf, bündelten sie und verkauften sie als Wertpapiere weltweit an Investoren. Gemeinsam emittierten sie Anleihen und Hypotheken-

²² Vgl. Securities and Exchange Commission, *The Investor's Advocate: How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation*, <www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>.

²³ Vgl. Eric Dinallo, »Marriage, not Dating, is Key to Healthy Regulation«, in: *Financial Times*, 27.4.2009.

²⁴ Vgl. Simon Johnson, »Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions«, Washington 21.4.2009, <www.petersoninstitute.org/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1187>.

papiere in Höhe von rund 5 Billionen Dollar, einen Teil davon hielten sie selbst. Damit entfielen rund 40 Prozent des 12 Billionen Dollar schweren US-Hypothekenmarktes auf diese beiden Unternehmen. Allein zwischen 2004 und 2006 investierten sie 434 Milliarden Dollar im Subprime-Segment.²⁵ Durch die Verbriefung von Hypothekendarlehen trugen Fannie Mae und Freddie Mac erheblich zum Wachstum des Hypothekensekundärmarktes bei.

Dabei sind Fannie Mae und Freddie Mac sogenannte *Government Sponsored Enterprises* (GSE), die sich insofern von regulären privaten Unternehmen unterscheiden, als sie unter einer staatlichen Lizenz arbeiten. Zwar wurden die Hypotheken weder durch den amerikanischen Staat garantiert noch refinanziert, doch genossen die GSE Zugang zu besonderen Kreditlinien des Finanzministeriums, was ihnen vor der Krise eine exzellente Bonität sicherte und den Vorteil niedrigerer Zinsraten zur Refinanzierung barg. Die Ratingagenturen bestätigten die Bonität von Anleihen der beiden Hypothekenbanken denn auch mit Topnoten.

Der Staat nutzte Fannie Mae und Freddie Mac, um über Wohneigentum verteilungspolitische Ziele zu erreichen – das private Eigenheim ist schließlich Teil des American Dream.²⁶ Von der staatlich geförderten Expansion der beiden Banken in das Segment der geringen Einkommen erhoffte man sich Wohlfahrtseffekte. Gerade Angehörige von Minderheiten und sozialen Randgruppen sollten sich den Traum vom eigenen Haus erfüllen können. Dahinter stand das sozialpolitische Modell der »Hausbesitzerdemokratie«, das in den USA breite Unterstützung fand.²⁷ Kongress und Präsident förderten das Anliegen mit dem *American Dream Downpayment Act* sowie dem *Community Reinvestment Act* (und dessen Novellierungen). Der 2003 verabschiedete *American Dream Downpayment Act* enthielt konkrete Zielvorgaben: Bis 2010 sollte 5,5 Millionen Angehörigen von Minderheiten der Zugang zum Hypothekenmarkt und damit erstmalig der Erwerb von Immobilieneigentum ermöglicht werden. Die Dokumentationspflichten sollten dabei ausdrücklich

gelockert werden. Für die Haushaltsjahre 2004 bis 2007 stellte die *American-Dream-Initiative* jährlich 200 Millionen Dollar bereit, um Familien aus Minderheitengruppen und solchen ohne Einkommen die Anzahlung für ein Eigenheim zu finanzieren.²⁸ Der *Community Reinvestment Act* (CRA) von 1977 sollte verhindern, dass Kreditangebote auf wohlhabende Wohngenden bzw. Gesellschaftsschichten beschränkt bleiben.²⁹ Er ermöglichte es einkommensschwachen Familien, einen Kredit zu bekommen, wenn die finanzierte Immobilie in einem strukturschwachen Wohngebiet lag.

Too Big to Fail

Die Krise hatte auch deshalb so gravierende Folgen, weil es keine Regeln für eine geordnete Abwicklung besonders großer Finanzinstitute gab. Vielmehr wurde in Krisensituationen jeweils ad hoc entschieden. Im Frühjahr 2008 unterstützte die Fed die Übernahme der Investmentbank Bear Stearns durch JPMorgan Chase, indem sie schwer verkäufliche Wertpapiere von Bear Stearns als Sicherheit für einen Kredit akzeptierte. Dies verhinderte zwar den kompletten Zusammenbruch der Bank, doch war dieser *bail-out* alles andere als unumstritten. Denn durch eine solche Rettungsaktion wird der Bestrafungsmechanismus des Marktes ausgehebelt; dies lädt zu ähnlichem Fehlverhalten in der Zukunft ein, lässt also ein *moral-hazard*-Problem entstehen. Den Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers dagegen stufte die Bush-Regierung trotz der Größe des Unternehmens nicht als übermäßig problematisch für die Märkte ein – eine fatale Fehleinschätzung. Die Regierung wollte dabei auch dem Eindruck entgegenreten, sie würde nun alle Institute vor dem Bankrott retten. Zu einer Übernahme von Lehman ohne entsprechende Staatsgarantie, wie im Fall von Bear Stearns, war keine private Bank bereit. Die Insolvenz erfolgte weitgehend unvorbereitet und erschütterte nachhaltig das Vertrauen der Finanzmärkte.

Unter dem Eindruck des drohenden Marktkollapses entschied sich die Regierung im Fall von AIG dann für eine Rettung. Wegen seiner internationalen Verflechtungen in mehr als 100 Ländern wurde der Versicherungskonzern als »too big to fail« eingestuft; für den

²⁵ Vgl. Carol Leonnig, »How HUD Mortgage Policy Fed The Crisis«, in: *Washington Post*, 10.6.2008, <www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/06/09/AR2008060902626.html>.

²⁶ Vgl. Norbert Wagner, »USA«, in: Gerhard Wahlers (Hg.), *Die Finanzmarktkrise. Internationale Perspektive. Berichte und Analysen aus 24 Ländern*, Sankt Augustin/Berlin: Konrad-Adenauer-Stiftung, November 2008, S. 115–119 (115).

²⁷ Vgl. Niall Ferguson, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, London 2008, S. 266f.

²⁸ Vgl. US Department of Housing and Urban Development, *American Dream Downpayment Initiative*, <www.hud.gov/offices/cpd/affordablehousing/programs/home/addi>.

²⁹ Vgl. Federal Reserve System, *Community Reinvestment Act*, <www.federalreserve.gov/dcca/cra>.

Überblick: Problemfelder und ihr Krisenbeitrag

Problemfeld	Krisenbeitrag
<i>Liquidität:</i> niedrige Zinsen in den USA und hohe Liquiditätszufuhr aus dem Ausland	Finanzinstitute konnten Kreditexpansion mit immer geringerem Eigenkapitaleinsatz forcieren (Leverage-Effekt). Die nationale Sparquote sank, der Konsum stieg; die private Verschuldung nahm zu (u.a. durch die Beleihung von Eigenheimen).
<i>Immobilienmarkt:</i> Lockerung der Kreditvergabe-standards; »Benign Neglect« der Aufsichtsbehörden gegenüber riskanten Geschäftspraktiken	Die Folge war eine exzessive Vergabe von Darlehen auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität (Subprime Mortgages); Risiken von Hypothekenfinanzierungen für viele Individuen nicht transparent; Entstehen einer Immobilienpreisblase
<i>Sekundärmarkt für Hypotheken (Verbriefungsmarkt):</i> Möglichkeit der kreditgebenden Institute, das mit Hypotheken verbundene Ausfallrisiko durch Verbriefung weiterzugeben	Die Möglichkeit, Wertpapiere weiterzuverkaufen, führte zusammen mit den guten Ratingnoten der Papiere zu einer kollektiven Sorglosigkeit der Verbraucher. Die strukturierten Produkte wurden zunehmend komplexer und intransparenter.
<i>Staatliche Fehlanreize (u.a. durch American Dream Downpayment Act, Community Reinvestment Act):</i> Der Anteil neuer hypothekarischer Darlehen an Schuldner mit geringerem Einkommen als dem Medianeinkommen sollte in bestimmten Wohngebieten deutlich gesteigert werden.	Die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac kauften Hypotheken von regulären Banken und Kreditanbietern auf, bündelten sie und verkauften sie als Wertpapiere weltweit an Investoren, womit sie zu einer Verbreitung der Risiken beitrugen. Es gab eine implizite Staatsgarantie für besonders riskante Hypothekenkredite.
<i>Ratingagenturen:</i> unzureichende Risikomodelle und vielfache Interessenkonflikte	Fehleinschätzung der Ausfallrisiken von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren; Sicherheitsillusion
<i>Schattenbankensystem:</i> Risikoverlagerung in außerbilanzielle Finanzierungszweckgesellschaften (SIV), schwach regulierte Handelsaktivitäten (u.a. CDS)	Aufsichtslücken entstanden, die die Stabilität des Finanzsystems gefährdeten. Das Schattenbankensystem war zwischenzeitlich ebenso groß wie der »offizielle« US-Finanzsektor.
<i>Unzureichende Internationale Regulierung u.a. unter den Eigenkapitalrichtlinien Basel I und II</i>	Grund für die Verlagerung der Risiken in – kaum regulierte – SIVs waren u.a. die Eigenkapitalrichtlinien Basel I und Basel II.

Fall einer Pleite erwartete man katastrophale Auswirkungen. AIG wurde durch Verstaatlichung vor dem Konkurs gerettet und konnte so seine für die Systemstabilität als wichtig eingeschätzten vertraglichen Verpflichtungen weiterhin erfüllen, vor allem im Bereich der Kreditausfallversicherungen (*Credit Default Swap*). CDS ähneln einer Kreditversicherung; sie ermöglichen eine Trennung des Kreditrisikos von der zugrundeliegenden Kreditbeziehung und damit den separaten Handel dieses Risikos. Der Markt für CDS ist in den letzten Jahren rapide gewachsen. Prinzipiell kann eine breitere Verteilung von Kreditrisiken die Fähigkeit eines Finanzsystems verbessern, Schocks zu absorbieren.³⁰ In der aktuellen Krise jedoch hat die Entwick-

lung der CDS-Märkte durch Ansteckungseffekte erheblich zur Verschärfung der Situation beigetragen.

Die AIG-Rettung verhinderte schwerwiegende Markturbulenzen, brachte es aber auch mit sich, dass die Regierung in einem der am wenigsten regulierten Bereiche des Finanzmarkts eine sehr aktive Rolle übernahm. Die Rettungsaktion verdeutlicht exemplarisch die gefährliche Pfadabhängigkeit des »too big to fail«-Denkens, das den Staat bei Marktversagen in die Pflicht nimmt. Weil angesichts der Bilanzvolumen eine Übernahme von Kriseninstituten durch andere Marktteilnehmer weitgehend ausgeschlossen war oder mit staatlichen Garantien unterstützt werden musste, zugleich aber kein geordnetes Insolvenzverfahren für Finanzriesen existierte, entschieden letztlich opportunistische Kalküle in Washington darüber, ob (und durch wen) Stützungsmaßnahmen erfolgten.

³⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht Dezember 2004*, S. 43 <www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2004/200412mba_cds.pdf>.

Nationale Krisenprävention: Reformen und Re-Regulierung

Auch wenn sich zukünftige Krisen kaum allein durch schärfere Vorschriften und effektivere Aufsicht verhindern lassen, müssen auf nationaler wie internationaler Ebene Systemmängel behoben werden. Nur auf diese Weise ist es möglich, die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems, insbesondere das Vertrauen in die Solvenz der Marktteilnehmer, wiederherzustellen und die Basis für nachhaltiges Wirtschaften zu legen. Das haben auch die USA erkannt. Die hier diskutierten Reformvorschläge liegen im globalen Trend, setzen aber eigene Akzente. Zunächst haben sowohl die Regierung als auch der Kongress eine schonungslose Analyse der Krisenursachen gefordert. Anfang Mai 2009 wurde eine Untersuchungskommission des Kongresses eingesetzt, die sich mit Vorgeschichte und Wirkung der Finanzkrise befassen soll. Ihr Vorbild ist die Pecora-Kommission, die Anfang der dreißiger Jahre unter Präsident Roosevelt die Börsenspekulation und die Folgen des Crashes für die amerikanische Volkswirtschaft untersuchte. Damit trug sie maßgeblich zum *Banking Act* von 1933 und zur Entstehung des Trennbankensystems bei. Ihre Nachfolgerin soll mit der Aufarbeitung der aktuellen Krise – wobei auch die Deregulierungs-Agenda des Kongresses in den vergangenen beiden Dekaden nicht ausgespart bleiben dürfte – die Basis für nachhaltige Entscheidungen schaffen.

Die Neustrukturierung der Finanzmärkte und ihrer Aufsicht ist ein umkämpfter Prozess, gibt es in den USA doch einen besonders starken Einfluss der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft – und enge Verbindungen zwischen Wall Street einerseits und Finanzministerium, Federal Reserve und SEC andererseits. Das kleinere Problem dürfte darin bestehen, dass bei der Straffung der Aufsichtsbehörden ein erhebliches Kompetenzgerangel droht. Deutlich schwieriger als der administrativ-bürokratische Neuzuschnitt wird die Antwort auf die beiden politischen Grundsatfragen sein: welche Rolle der Finanzsektor in Zukunft spielen soll und wie stark die Wünsche seiner Akteure die Regulierungs-Agenda der Politik bestimmen sollen. Der Finanzsektor ist nach der Marktpanik im Herbst 2008 durch direkte Staatshilfen, Maßnahmen der Notenbank und indirekte Hilfe bei der Rekapitalisierung massiv gestützt worden. Gleichwohl wird es wahrscheinlich noch einige Zeit dauern, bis die in

der Vergangenheit entstandenen Kreditblasen abgearbeitet sind. Zunächst ist von reduzierter Kreditvergabe bzw. strengeren Vergabestandards auszugehen. Eine sich verstärkende Kreditkontraktion wird die Politik aber um jeden Preis zu vermeiden suchen. Die zweite Herausforderung besteht darin, die Unterstützung der Finanzmarktakteure für eine schärfere Regulierung zu gewinnen, um sie nicht an andere Finanzstandorte zu verlieren. Dies scheint nur dann erfolgversprechend, wenn die nationalen Re-Regulierungsbemühungen von Maßnahmen auf internationaler Ebene flankiert werden. Nur ein wirksamer multilateraler Rahmen von Regulierungsvorgaben würde nach Auffassung amerikanischer Finanzpolitiker die Anreize zur Standortarbitrage³¹ hinreichend vermindern. Gleichzeitig müssten die Rahmenvorgaben, um in Washington Unterstützung zu finden, den amerikanischen Vorstellungen recht nahe kommen und den USA genügend Flexibilität bei der Umsetzung belassen.

Die Regierung befindet sich mittlerweile in einer hybriden Position. Einerseits ist sie durch direkte Beteiligungen an Finanzinstituten oder entsprechende Bürgschaften als größter Einzelinvestor stark auf dem amerikanischen Finanzmarkt exponiert. Auch wenn die Staatsbeteiligungen nach einhelliger Auffassung perspektivisch wieder zurückgefahren werden sollen, wären massive Verluste der Bevölkerung kaum zu vermitteln. Nur ein schon bald wieder prosperierender Finanzsektor eröffnet der Regierung also eine glaubwürdige Ausstiegsperspektive. Andererseits entstehen durch die direkten Eingriffs- und Kontrollmöglichkeiten gegenüber vielen US-Finanzinstituten auch politische Steuerungsoptionen. Die Regierung könnte versucht sein, Tätigkeitsfelder und Kreditvergabe der

³¹ Mit Arbitrage werden Geschäfte bezeichnet, die von Preisunterschieden zwischen verschiedenen Märkten profitieren. Da die Erfüllung von Standards für die Finanzmarktakteure mit Kosten verbunden ist, haben solche Institute einen Vorteil, deren Sitz sich in Ländern mit niedrigeren Standards befindet. Bei Regulierungsarbitrage handelt es sich also um Geschäfte, deren Teilnehmer von Unterschieden zwischen regulatorischen Bestimmungen profitieren. Vgl. Allianz, *Der Finanzkrisenglossar*, <www.allianz.com/de/presse/newsdossiers/finanzmarktkrise/hintergruende/gerd_glossar_de.html>.

Institute zu beeinflussen – besonders dann, wenn diese weiter Kreditzurückhaltung üben sollten. Im Spannungsfeld zwischen Marktstabilisierung, Regulierungsoptimierung und Kreditstimulierung setzt die Obama-Administration die stärksten Akzente allerdings bei den Regulierungsreformen.

Reform der Finanzmarktaufsicht

Präsident Obama ist einer der entschiedensten Befürworter einer umfassenden Neuregulierung des Finanzsektors, macht er doch ein veraltetes und mangelhaftes Regulierungssystem für die Schwere der Krise verantwortlich. Die Deregulierungspolitik der *Reaganomics*, die nicht nur die Präsidentschaft George W. Bushs, sondern auch die Ära Clinton prägte, will er nicht fortsetzen. Obama kündigte daher einen Bruch mit dem *Benign Neglect* und ein transparenteres Aufsichtssystem an. Investmentbanken, Hypothekervermittler und Hedgefonds, die bislang einer laxeren Aufsicht unterliegen als normale Banken, sollen stärker reguliert, Ratingagenturen darauf geprüft werden, ob es mögliche Interessenkonflikte mit den Unternehmen gibt, für die sie Bewertungen erstellen. »Die Wahl, die wir haben, ist nicht die zwischen einer unterdrückenden, regierungsbestimmten Wirtschaft und einem chaotischen und gnadenlosen Kapitalismus«, so der US-Präsident. Starke Finanzmärkte benötigen klare Regeln, »nicht um sie zu ersticken, sondern um Konkurrenz, Wachstum und Gedeihen zu fördern«.³²

Lückenhafte und widersprüchliche Regulierungsaufgaben sollen nach Möglichkeit vermieden werden. Um regulatorische Arbitrage zu unterbinden, will man vor allem das in der Krise offenbar gewordene Problem beheben, dass Finanzkonzerne sich im Dickicht der Regulierungsbehörden die jeweils »freundlichste« herausuchen können.³³ Fed-Chef Ben Bernanke sagte in einer Rede vor dem *Council on Foreign Relations*: »Wir brauchen eine Strategie, die das Finanzsystem in einer umfassenden Weise reguliert, nicht

nur einzelne Aspekte.«³⁴ In den zahlreichen Vorschlägen zur Aufsichtsreform, darunter den Empfehlungen der *Group of Thirty* unter Leitung von Paul Volcker³⁵ und dem Reformplan von Finanzminister Geithner,³⁶ finden sich immer wieder vier Aspekte: Eine besondere Kontrolle großer Finanzfirmen (zusammen mit strengen Kapitalvorschriften), eine verbesserte Infrastruktur der Finanzmärkte (um eine transparentere Geschäftsabwicklung sicherzustellen), die Verhinderung prozyklischer Regulierung und die Schaffung einer Behörde zur Überwachung systemischer Risiken.

Uneinigkeit besteht dagegen in der Frage, ob Regulierungsbehörden zusammengelegt werden und welche der insgesamt acht Institutionen davon betroffen sein sollten. Ebenso strittig ist, welche Behörde die zentrale Rolle bei der Aufsicht über das amerikanische Finanzsystem spielen und mit weiteren Befugnissen ausgestattet werden soll. Bereits im Sommer 2008 forderte Bernanke: »Als Teil einer größeren Reform sollte der Kongress erwägen, der Fed weitreichende Kompetenzen zur Überwachung systemisch wichtiger Zahlungs- und Verrechnungssysteme einzuräumen.«³⁷ Auf diese Weise solle es der Notenbank ermöglicht werden, die Stabilität des Finanzsystems und der Wirtschaft insgesamt zu gewährleisten. Die Handlungsfähigkeit der Fed hänge davon ab, so Bernanke, wie der Kongress die neuen Verantwortlichkeiten definiere und ob er die Zentralbank mit den notwendigen Ressourcen und der erforderlichen Expertise ausstatte.³⁸ Nicht alle jedoch teilen die Meinung, dass die Federal Reserve für diese Aufgabe gewappnet sei. Die Senatorin Susan Collins etwa forderte in dem von ihr Ende März 2009 vorgelegten *Financial System Stabilization and Reform Act of 2009* – dem ersten

³⁴ Vgl. Ben S. Bernanke, *Financial Reform to Address Systemic Risk, Prepared Remarks before the Council on Foreign Relations*, 10.3.2009, S. 3, <www.cfr.org/content/publications/attachments/031009_CFR.pdf> (Übersetzung englischer Zitate durch die Autoren).

³⁵ Vgl. Group of Thirty, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, 2009, <www.group30.org/pubs/reformreport.pdf>.

³⁶ Vgl. Congressional Quarterly Today, *Administration Seeks Regulatory Power to Avert Systemic Risk*, 24.3.2009.

³⁷ Vgl. Ben S. Bernanke, *Reducing Systemic Risk*, Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 22.8.2008, <www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20080822a.htm>.

³⁸ Ben S. Bernanke, *Financial Reform to Address Systemic Risk*, Speech at the Council of Foreign Relations, Washington D.C. 10.3.2009 <www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm>.

³² Zitiert nach »Obama fordert schärfere Finanzmarkt-Regulierung«, in: *Wirtschaft*, 26.2.2009, <www.wirtschaft.ch/Obama+fordert+schaerfere+Finanzmarkt+Regulierung/374837/detail.htm>.

³³ Vgl. »Top Watchdog: Should the Fed Take up the Cudgel as America's Regulator-in-Chief?«, in: *The Economist*, 19.3.2009, S. 85.

Geithner und Summers.⁴⁵ Geschäfte mit Derivaten, die derzeit noch überwiegend OTC-Geschäfte sind (d.h. nicht an einer Börse, sondern direkt »über den Schalter« – *over the counter* – getätigt werden, also direkt zwischen den Marktteilnehmern und nicht in standardisierter Weise), sollen fortan über eine noch einzurichtende Clearingstelle abgewickelt und stärker harmonisiert werden.

Die bisherige Sparkassenaufsichtsbehörde OTS beim Finanzministerium soll aufgelöst werden. Dafür sind zwei neue Regulierungsbehörden zur Bankenaufsicht geplant. Zum einen soll die *Consumer Financial Protection Agency* (Behörde für Verbraucherschutz) Finanzprodukte wie Kreditkarten und Hypotheken stärker kontrollieren und sich dabei am Konsumentenschutz orientieren. Zum anderen soll ein *National Bank Supervisor* (NBS) als Unterbehörde des Finanzministeriums für alle auf Bundesebene aktiven Institute mit Spareinlagen zuständig sein. Außerdem will man mit dem *Financial Services Oversight Council* (FSOC) einen zwischenbehördlichen Ausschuss gründen (als Ersatz für die *President's Working Group on Financial Markets*), um Koordination, Kooperation und Informationsaustausch zwischen den Regulierungsbehörden zu fördern. Der Rat soll im gesamten System die Risiken beobachten und damit einen Frühwarnschutz gewährleisten. Geleitet werden soll das Gremium vom Finanzminister; als weitere Mitglieder vorgesehen sind der Notenbankpräsident sowie die Vorsitzenden der neuen nationalen Aufsicht, der neuen Verbraucherschutzbehörde, der Börsenaufsicht SEC, der FDIC und der Behörde für Wohnungsbaufinanzierung.

Re-Regulierungen im amerikanischen Finanzsektor

Die Zahl der Reformvorschläge und Gesetzesinitiativen ist hoch. Im Folgenden wird cursorisch auf ausgewählte Entwürfe und Debattenbeiträge zur Reform der Finanzmarktregulierung in den USA eingegangen.

Strengere Aufsicht für Ratingagenturen

Nach Meinung der neuen SEC-Vorsitzenden Mary Schapiro sollte eine stärkere Aufsicht für die Ratingagenturen bei einer Reform der Finanzarchitektur ganz oben auf der Prioritätenliste stehen. »Bei allem, was die SEC bereits getan hat, bleibt noch viel zu tun«, betonte Schapiro. »Der Status quo ist nicht genug.«⁴⁶ Die Regeln für die Bonitätseinstufung durch Ratingagenturen müssten deutlich verbessert werden, so die Chefin der US-Börsenaufsicht.

Mit dem *Credit Rating Agency Reform Act* hatte die SEC bereit seit 2006 die Befugnis, Ratingagenturen zu regulieren.⁴⁷ Mitte 2008 veröffentlichte sie einen Bericht, der erhebliche Schwächen in der Bewertungspraxis dokumentierte. Der damalige SEC-Vorsitzende Christopher Cox führte aus: »Wir haben bei diesen Unternehmen ernsthafte Defizite entdeckt, darunter fehlende Transparenz gegenüber Investoren und Öffentlichkeit, mangelhafte Praktiken und Methoden beim Management des Ratingprozesses und unzureichende Berücksichtigung von Interessenkonflikten.«⁴⁸ Daraufhin wurden Ende 2008 die Regeln für Ratingagenturen deutlich verschärft. Unter anderem wurde ihnen untersagt, Ratings für Investmentbanken durchzuführen, die sie gleichzeitig beraten. Mitte April 2009 schlug die SEC weitere Neuregelungen vor: Auftraggeber von Ratingagenturen sollten die gelieferten Daten fortan auch deren Konkurrenten zur Verfügung stellen; Ziel ist dabei, den Informationsfluss zwischen den Agenturen zu verbessern und für mehr Transparenz und Wettbewerb zu sorgen. Paul Volcker ging

⁴⁵ Zitiert nach »Obama will Aufsicht über Finanzmärkte umkrempeln«, in: *NZZ Online*, 17.6.2009, <www.nzz.ch/finanzen/nachrichten/umfassende_aufsicht_soll_finanzkrisen_verhindern_1.2758040.html>.

⁴⁶ *Speech by SEC Chairman: Statement at SEC Roundtable on Credit Rating Agencies*, 15.4.2009, <www.sec.gov/news/speech/2009/spch041509mls.htm>.

⁴⁷ »Do the SEC's New Rating Agency Rules Have Any Bite?«, 10.12.2008, <<http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2112>>.

⁴⁸ *SEC Examinations Find Shortcomings in Credit Rating Agencies' Practices and Disclosure to Investors*, 8.7.2008, <www.sec.gov/news/press/2008/2008-135.htm>.

mit seinem Vorschlag noch weiter. Er forderte, dass die Agenturen nicht mehr von den Emittenten der Wertpapiere, die sie benoten, bezahlt werden dürften. Ratingagenturen wären dann wieder eher sachverständige Dienstleister der Öffentlichkeit als von Klienten bezahlte Gutachter. Die Vorschläge der Obama-Administration sind allerdings weniger weitreichend und bleiben hinsichtlich der Ratingagenturen eher vage. Vorgesehen ist lediglich, die Agenturen umfassender zu regulieren, Interessenkonflikte zu vermeiden und Ratings bei der Bewertung von Derivaten zurückzudrängen. »Die SEC sollte mit ihren Anstrengungen fortfahren, Ratingagenturen strenger zu regulieren«, heißt es recht allgemein in Obamas Vorschlägen.⁴⁹

Schließung von Aufsichtslücken: Registrierung der Hedgefonds

Auch wenn sie kaum zur Krise beigetragen haben, sollen auch Hedgefonds künftig stärker reguliert werden. Vor der Krise hatte sich Washington stets gegen einen solchen Schritt gesperrt. Zwar galt auch in den USA eine Meldepflicht für Hedgefonds, doch sie konnte leicht umgangen werden. Fonds waren beispielsweise nicht zur Registrierung verpflichtet, wenn ihre Kunden ausschließlich erfahrene Investoren waren, d.h. über ein gewisses Vermögen, Einkommen oder in Wertpapieren angelegtes Kapital verfügten, und der Fonds nicht öffentlich vertrieben wurde. Der Fondsmanager in seiner Funktion als Anlageberater entging der Registrierung, wenn er während der vorangegangenen zwölf Monate weniger als 15 Kunden hatte, nicht öffentlich als Investitionsberater warb und kein Berater einer registrierten Investmentgesellschaft war. Bereits 2004 hatte die SEC versucht, die Meldeauflagen zu verschärfen: Investmentberater sollten generell verpflichtet werden, jeden einzelnen Anteilseigner und nicht mehr nur ganze Fonds oder Beteiligungsgesellschaften als Klienten zu zählen, so dass die Grenze von 15 Investoren viel eher erreicht worden wäre. Für viele Hedgefonds-Manager hätte das bedeutet, sich nachträglich registrieren lassen zu müssen. Dieser Vorstoß der SEC scheiterte jedoch in einem aufsehenerregenden Prozess vor dem Obersten Gerichtshof.

⁴⁹ Zitiert nach Sebastian Bräuer/Astrid Dörner, »Noch einmal davongekommen«, in: *Financial Times Deutschland*, 23.6.2009.

Angesichts der neuen Regulierungsbereitschaft in Washington sind die Chancen für schärfere Auflagen und Transparenzpflichten jedoch gestiegen. Selbst in der Finanzbranche wird gefordert, die Vorgehensweise der einzelnen Hedgefonds-Manager stärker zu kontrollieren. Als problematisch gelten insbesondere Leerverkaufsstrategien, die im Herbst 2008 als krisenverschärfend eingeschätzt wurden und infolgedessen vorübergehend untersagt waren. Hierbei handelt es sich um den Verkauf von Papieren (Wertpapieren, Devisen etc.), die sich noch nicht im Besitz des Verkäufers befinden. Dieser spekuliert vielmehr darauf, die Papiere zu einem späteren Zeitpunkt preiswerter erwerben zu können – er setzt somit auf sinkende Preise. Er verdient dann an der Differenz zwischen höherem Verkaufs- und geringerem Rückkaufswert.

Am weitesten geht bislang Paul Volckers Vorschlag, der im Kongress auch vom Vorsitzenden des Ausschusses für Finanzdienstleistungen, Barney Frank, favorisiert wird: Er zielt auf eine vollständige Kontrolle der Hedgefonds durch eine eigene Behörde ab. Ende Januar 2009 haben die Senatoren Charles Grassley und Carl Levin einen Gesetzentwurf zur Hedgefonds-Regulierung veröffentlicht.⁵⁰ Darin ist vorgesehen, Hedgefonds zur Registrierung bei der SEC zu zwingen. Ein ähnlicher Gesetzentwurf wurde von Grassley bereits vor zwei Jahren vorgelegt, fand damals aber nur wenig Zustimmung. Im Zuge der Finanzkrise hat der neue Entwurf möglicherweise eine Chance, zumal in Großbritannien vergleichbare Maßnahmen einer weichen Regulierung – Registrierung ist ein dehnbarer Begriff – von den dort ansässigen Hedgefonds offenbar akzeptiert werden.

Der Vorschlag von Finanzminister Geithner hingegen zielt darauf, nur große Hedgefonds von der SEC beaufsichtigen zu lassen. Gemäß dem Entwurf für den *Private Fund Investment Advisers Registration Act* sollen Finanzberater, die mehr als 30 Millionen Dollar verwalten, verpflichtet werden, sich bei der SEC zu registrieren. Zudem würden sie einer Berichterstattungs- und Offenbarungspflicht unterliegen. Die SEC soll beauftragt werden, große Hedgefonds periodisch darauf zu überprüfen, ob sie risikobehaftet sind und Einbrüche im Gesamtsystem hervorrufen könnten. Die genaue Größenordnung ist bisher aber nicht weiter spezifiziert worden. Auch hier will man sich wieder

⁵⁰ Vgl. Representative Charles E. Grassley, *Grassley and Levin Introduce Hedge Fund Transparency Bill*, 29.1.2009, <http://grassley.senate.gov/news/Article.cfm?customel_dataPageID_1502=19024>.

am Kriterium der Systemrelevanz orientieren.⁵¹ Dies kommt SEC-Chefin Schapiro entgegen, die warnte, dass die Registrierungspflicht allein nicht ausreiche. Vielmehr müsse die SEC mit neuen Kompetenzen ausgestattet werden: »Wir brauchen die Befugnis, Inspektionen und Untersuchungen durchzuführen.«⁵² Im *White Paper* der Administration ist diese Forderung allerdings nicht zu finden.

Clearingstelle für Derivate

Ein Gesetzesvorschlag zur Kontrolle von Derivatgeschäften wurde im Februar 2009 vom Vorsitzenden des Landwirtschaftsausschusses des Repräsentantenhauses, Collin Peterson, erstellt.⁵³ Demnach müssten alle OTC-Geschäfte fortan über eine Clearingstelle abgewickelt werden, die von der CFTC oder der SEC beaufsichtigt würde. Mitte April gelangte der Entwurf in den Ausschuss für Finanzdienstleistungen des Repräsentantenhauses,⁵⁴ der sich seit März umfassend mit dem Thema Finanzmarktreform beschäftigt. Im Reformvorschlag von Finanzminister Geithner und im *White Paper* ist ebenfalls eine vollständige Erfassung, Regulierung und zentrale Abwicklung von OTC-Geschäften vorgesehen. Außerdem sollen die Märkte für Wertpapierderivate und Futures vergleichbaren Standards unterliegen. Es gäbe mithin keine »weißen Flecken« bzw. eventuell systemgefährdenden Intransparenzen mehr. Offenbar besteht zwischen Kongress und Regierung weitgehend Einigkeit über eine umfassende Derivateregulierung.

⁵¹ Vgl. DIHK/BDI, *Washington News*, 23.7.2009; US Treasury, *Fact Sheet: Administration's Regulatory Reform Agenda Moves Forward: Legislation for the Registration of Hedge Funds Delivered to Capitol Hill*, 15.7.2009, <www.ustreas.gov/press/releases/tg214.htm>.

⁵² Zitiert nach »U.S. SEC Needs Authority over Hedge Funds: Shapiro«, Reuters, 28.4.2009, <www.reuters.com/article/GlobalFinancialRegulation09/idUSTRE53R78220090428>.

⁵³ Vgl. House Committee on Agriculture, *Section by section analysis of H.R. 977, The Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009*, <http://agriculture.house.gov/inside/Legislation/111/977_sbs.pdf>.

⁵⁴ Vgl. Congressional Quarterly Weekly, *CFTC Bill OK'd By One Panel, Heads to Another*, 15.2.2009; HR 977 *Derivatives Markets Transparency and Accountability Act of 2009*, <www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h111-977&tab=committees>.

Verbriefungsgeschäft

Diskutiert wird in diesem Zusammenhang auch über die Zukunft des Verbriefungsmarktes (*Securitization*), ohne dass hier bereits konkrete Vorschläge gemacht worden sind. Die Verbriefung ermöglicht Trennung, Tranchierung und Transfer von Risiken. Das Verfahren bescherte dem Finanzsektor hohe Erträge, förderte zugleich aber auch eine Entkopplung von Kreditgebern und Kreditnehmern, während Risiken entweder ignoriert oder verschleiert wurden. Den im Herbst 2008 nahezu kollabierten Verbriefungsmarkt wiederzubeleben ist ein wichtiges Ziel der US-Regierung, die damit die Bilanzen der Finanzinstitute stärken, die Kreditzinsen niedrig halten und die Kreditausleihungen fördern will. Bisher sind allerdings kaum Auflagen, Einschränkungen oder Zertifizierungspflichten geplant, mit denen die versteckten Risiken von Derivaten transparenter gemacht würden. Im *White Paper* wird lediglich angedeutet, dass man die Rolle der Ratingagenturen bei der Bewertung von Derivaten einschränken wolle. Vermutlich wird zwischen dem stabilen, aber ertragsarmen *Narrow Banking* und dem Verbriefungsgeschäft, auf dessen hohe Profitmargen global agierende Finanzmarktinstitute setzen, ein starkes Spannungsfeld bestehen bleiben.

Narrow Banking

Zur Debatte steht schließlich auch, ob Investment- und Geschäftsbanken wieder voneinander getrennt werden sollten, wie es in den dreißiger Jahren durch den *Glass-Steagall Act* geschah. Diese Option nimmt im politischen Diskurs bislang aber noch keine prominente Stellung ein, geht es derzeit doch eher darum, angeschlagene Finanzinstitute zu retten. Auch wenn es wahrscheinlich nicht zu einer kompletten Trennung von Investment- und Einlagengeschäft kommen dürfte, wird doch darüber diskutiert, die beiden Bereiche durch eine sogenannte *Firewall* voneinander abzusichern.⁵⁵ Gegenwärtig erscheint diese Diskussion besonders notwendig, weil alle großen Wall-Street-Investmentbanken innerhalb des letzten Jahres entweder mit anderen Finanzkonzernen fusioniert worden sind oder ihren Rechtsstatus geändert und sich dadurch in »klassische« Banken verwandelt haben.

⁵⁵ Vgl. Matthias Eberle, »Topökonomien fordern eine neue Finanzwelt«, in: *Handelsblatt*, 24.3.2009.

Lockerung der Fair-Value-Bilanzierung

Der Ausschuss für Finanzdienstleistungen beschäftigt sich ferner mit den Folgen der *Fair-Value*-Bilanzierungsregeln. Ausschussvorsitzender Frank vertritt allerdings generell die Ansicht, dass Bilanzierungsregeln nicht vom Kongress festgelegt werden sollten.⁵⁶ Anstöße zu entsprechenden Reformen sind auch von den Regulierungsbehörden nicht zu erwarten; weder Finanzminister Geithner noch SEC-Chefin Schapiro wollen etwas an den Buchhaltungsregeln ändern. Einerseits schreckt die Administration wohl vor der Tragweite einer solchen Reform zurück. Andererseits spielt sicherlich auch die Hoffnung eine Rolle, dass durch Maßnahmen wie das vom Finanzministerium aufgelegte *Private-Public Investment Program* (PPIP) die Liquidität in den Märkten für »toxische« Wertpapiere zurückkehrt und die Finanzinstitute bald wieder »angemessene« Preise in ihren Bilanzen ausweisen können. Eine SEC-Studie, die durch den *Emergency Economic Stabilization Act* (EESA) von 2008 in Auftrag gegeben worden war, stellte fest, dass die auf Marktpreisen basierende Buchhaltung keine große Bedeutung für die Finanzkrise gehabt habe und von vielen Investoren wegen ihrer höheren Transparenz für sinnvoll gehalten werde.⁵⁷ Mit dieser Studie hat der Handlungsdruck deutlich abgenommen. Auf die unerwünschte Anreizwirkung und die prozyklische Dynamik des Systems ging die Studie nicht ein.

Der Druck, die *Mark-to-Market*-Bilanzierungsregeln wegen ihres prozyklischen Effekts zu überarbeiten, ist auch deswegen vergleichsweise gering, weil sie in der Krise bereits mehrmals gelockert wurden. Grundsätzlich gelten drei Regeln für die Banken. Lässt sich ein Marktpreis ermitteln, muss er in der Bilanz angegeben werden. Gibt es diesen Preis nicht, so wird der Wert von einem vergleichbaren Produkt abgeleitet. Nur wenn der Markt nachweislich zusammengebrochen ist, wird eine alternative Bewertungsmethode angewandt. Die Werte können dann von den Banken durch eigene Modellrechnungen bestimmt werden. Als im März 2009 der Druck seitens des Kongresses deutlich zunahm, die Regeln zu lockern, um die anhaltende

Abschreibungswelle der Banken abzumildern,⁵⁸ nahm man diesen die aufwendige Beweislast ab. Sie konnten fortan davon ausgehen, dass die Märkte für strukturierte Finanzprodukte zusammengebrochen waren, und dementsprechend die Preise selbst bestimmen. Unter anderem als Reaktion auf die Lockerungen in den Bilanzvorschriften einiger EU-Staaten erleichterte das *Financial Accounting Standards Board* (FASB) dann im April 2009 erneut die Preisfindung für die schwerverkäuflichen Wertpapiere: Nun konnten die Finanzinstitute den Wert, zu dem sie illiquide Vermögenswerte bilanzieren, auch dann weitgehend selbst bestimmen, wenn sich der tatsächliche Preis über den Markt ermitteln ließe.⁵⁹ Damit sollte der Abschreibungsbedarf der Banken verringert werden. Dass diese die Möglichkeit haben, die Wertpapiere selbst zu bepreisen, eröffnet aber auch viel Spielraum für Missbrauch und Willkür. Zudem wird die Bewertung der Vermögens- und Ertragslage eines Unternehmens deutlich erschwert, während sich die Abschlüsse von Banken untereinander schlechter vergleichen lassen – mit dem Ergebnis, dass die Transparenz auf den Finanzmärkten sinkt.

Eigenkapitaldeckung

Auch eine Überarbeitung der Eigenkapitalvorschriften von Basel II steht auf der Agenda. Diese Vorschriften werden zunehmend kritisiert, weil sie wegen ihrer prozyklischen Wirkung die Probleme der Banken in der Krise noch verstärkt haben. Denn die Menge an Kapital, mit dem Kredite unterlegt werden müssen, richtet sich nach der Bonität der Schuldner. Steigt der Anteil der Schuldner mit schlechter Bonität während eines Abschwungs, müssen Banken mehr Eigenkapital halten – die Kreditvergabe sinkt infolgedessen. Bis heute haben die USA wesentliche Elemente von Basel II nicht eingeführt. Der Zeitplan sieht gegenwärtig vor, dass die rund 20 größten amerikanischen Institute spätestens ab April 2011 die neuen Regelungen anwenden. Finanzminister Geithner unterstrich zwar schon im Jahr 2005 die Vorteile von Basel II gegenüber Basel I.⁶⁰ Allerdings wird sich die Ratifizie-

⁵⁶ Vgl. »Update2 – US Financial Reform Push Reignited by Rep. Frank«, Reuters, 5.3.2009, <www.reuters.com/article/managementIssues/idUSN0531546520090305>.

⁵⁷ Vgl. Securities and Exchange Commission, *Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act of 2008: Study on Mark-To-Market Accounting*, 30.12.2008, <www.sec.gov/news/studies/2008/marktomarket123008.pdf>.

⁵⁸ Vgl. »USA erwägen Bilanzregel-Reform«, in: *Financial Times Deutschland*, 11.3.2009.

⁵⁹ Vgl. »Spin and Substance«, in: *Economist*, 11.4.2009, S. 67.

⁶⁰ Vgl. Timothy Geithner, »Remarks at the Bond Market Association's Annual Meeting in New York City«, 20.4.2005, <www.newyorkfed.org/newsevents/speeches_archive/2005/gei050420.html>.

Die Überprüfung der Eigenkapitalquote für Banken unter der Basel-II-Kapitalvereinbarung wahrscheinlich verspäten und lediglich große, international aktive Banken umfassen. Die meisten US-Banken, deren Geschäfte sich auf die Vereinigten Staaten beschränken, werden demnach unter den weiterentwickelten Basel-I-Regeln operieren.

Die Überprüfung der Eigenkapitaldecke bildete auch ein zentrales Anliegen der vom Finanzministerium durchgeführten Stresstests. Dabei untersuchte die US-Regierung konkret, wie groß der Kapitalbedarf von 19 Großbanken bei einer Verschärfung der Rezession ist. Viele Finanzinstitute haben ihr Eigenkapital in der Krise – nicht zuletzt wegen des Drucks vom Finanzministerium – ohnehin erhöhen müssen, um eine Insolvenz zu vermeiden. Es besteht also eine Sensibilität für das Thema; Markt und Politik zielen in dieselbe Richtung. Dass die Banken aber in zukünftigen Phasen der Kreditexpansion die engen Vorschriften weiterhin akzeptieren werden, muss man bezweifeln. Zu erwarten ist vielmehr, dass sie dann wieder auf eine Lockerung dringen und ihren (reformierten) Risikomodellen vertrauen werden. Geithner will dagegen diese prozyklische Behandlung des Themas durchbrechen und so die systemischen Risiken minimieren. Konkret ist für alle als systemrelevant eingestuften Finanzinstitute eine höhere Eigenkapitalausstattung und eine strengere Aufsicht über die Geschäftsrisiken vorgesehen. Vermutlich wird die Reform der Eigenkapitalvorschriften ihre eigentliche Belastungsprobe in künftigen Boom-Phasen erleben, wenn etwa das Kreditgeschäft nicht so rasant expandieren kann, weil die Regulierungsbehörden in anti-zyklischer Absicht das Eigenkapital gestärkt sehen wollen, während die Finanzinstitute eher ein höheres *Leverage*-Niveau bevorzugen dürften.

Vorgehen gegen Steueroasen

Finanzminister Geithner teilte dem Kongress im März 2009 mit, dass die USA eine neue Initiative auf den Weg bringen würden, die »Finanzaufsicht, Steueroasen und Geldwäsche in schwach regulierten Jurisdiktionen« zum Gegenstand habe.⁶¹ Die Obama-Administration unterstützt den von Senator Carl Levin im März 2009 vorgelegten Gesetzentwurf *Stop Tax Haven*

⁶¹ Zitiert nach Lucy Komisar, »Finance: Tax Havens in Spotlight at G20 Meet«, 6.5.2009, <<http://ipsnews.net/news.asp?idnews=46308>>.

Abuse Act zur Bekämpfung von Steuervermeidung und -flucht. Die bisherigen Steuergesetze, so der US-Präsident, seien voller Schlupflöcher. »Wir werden gegen Amerikaner vorgehen, die die Regeln überdehnen oder brechen«, kündigte er an. Ein ähnlicher Gesetzesvorschlag – mit dem damaligen Senator Obama als Ko-Sponsor – war 2007 am Widerstand der Bush-Administration gescheitert. Der jetzige Entwurf sieht unter anderem vor, dass Firmen, die von den USA aus geführt werden, im Bereich der Einkommensteuer künftig wie amerikanische Gesellschaften zu behandeln sind. Zudem sollen Lücken im Bereich Offshore-Steuer-Dividende geschlossen werden. Dem Gesetzentwurf zufolge soll dabei die Beweislast umgekehrt werden: Die Geschäftspartner müssten beim *Internal Revenue Service* (der US-Bundessteuerbehörde) den Nachweis erbringen, dass mit dem jeweiligen Transfer keine Steuerhinterziehung verbunden ist.⁶² Auf der im Gesetzentwurf enthaltenen Liste der 34 als Steueroasen identifizierten Staaten befinden sich unter anderem die Schweiz und Liechtenstein, Zypern, Malta, Luxemburg und die Niederlande. Die Aufstellung soll vom Finanzministerium regelmäßig aktualisiert werden. Auch die Strafen für Steuerhinterziehung will man verschärfen. Senator Levin reagierte mit dem Entwurf auf einen Bericht des amerikanischen Rechnungshofes (*Government Accountability Office*, GAO), der zeigt, dass von den 100 größten börsennotierten US-Unternehmen 82 über Tochtergesellschaften in Steueroasen verfügen.⁶³ Im Repräsentantenhaus wird zurzeit über einen ähnlichen Entwurf beraten.

Obamas Steuerplan sieht unter anderem vor, dass amerikanische Unternehmen ausländische Tochtergesellschaften in Steuerparadiesen künftig als eigenständige Firmen anmelden müssen. Allein davon verspricht sich die Administration Mehreinnahmen von rund 95 Milliarden Dollar. Dass die Chancen für ein solches Gesetz heute deutlich besser sind als noch vor zwei Jahren, liegt zum einen an der prekären Haushaltssituation, zum anderen am gestiegenen Umsetzungswillen der Politik. Das Finanzministerium erhofft sich von strengeren Steuergesetzen langfristig

⁶² Vgl. John Lillis/Jeremy Naylor, *Proposed US Stop Tax Haven Abuse Act Requires Disclosure of Tax Havens to IRS*, 10.3.2009, <www.whitecase.com/alert_tax_stop_haven_abuse_031009>.

⁶³ Vgl. GAO, *International Taxation: Large U.S. Corporations and Federal Contractors with Subsidiaries in Jurisdictions Listed as Tax Havens or Financial Privacy Jurisdictions*, GAO-09-157, 18.12.2008, <www.gao.gov/products/GAO-09-157>.

Mehreinnahmen von rund 200 Milliarden Dollar.⁶⁴ Die Regelung soll 2011 in Kraft treten. Gerade bei amerikanischen Großkonzernen stieß der Plan allerdings auf heftige Kritik. Ob es ihnen gelingen wird, die Besteuerungspläne zu verwässern, bleibt abzuwarten. Die steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten von Tochtergesellschaften im Ausland abzuschaffen ist jedenfalls seit langem ein Anliegen demokratischer Spitzenpolitiker; sie sehen in der bisherigen Praxis eine Benachteiligung von ausschließlich national agierenden Firmen.

Auffällig ist die Zurückhaltung der Obama-Administration gegenüber einheimischen Steueroasen. Einzelne Bundesstaaten – hervorzuheben sind Wyoming, Nevada oder Delaware – bieten nämlich vielfältige Möglichkeiten zur Steuervermeidung, was auch im Ausland schon wiederholt Kritik hervorrief. In diesen Staaten sind die Transparenzpflichten bei der Anmeldung von Firmen teilweise deutlich lockerer und die Volumen der dort registrierten Vermögenswerte höher als in den von Washington kritisierten ausländischen Steueroasen. Eine schnelle »Austrocknung« der inländischen Oasen erscheint angesichts der föderal beschränkten Eingriffsmöglichkeiten der nationalen Regierung jedoch wenig wahrscheinlich.

Konsumentenschutz

Am 7. Mai 2009 stimmte das Repräsentantenhaus mit 300 gegen 114 Stimmen für den *Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act*. Dem Gesetzentwurf zufolge soll künftig für alle Hypothekengeber eine Zulassungs- und Registrierungspflicht gelten. Außerdem soll eine Nachweispflicht über die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers eingeführt werden. Hypothekengeber sollen in Zukunft ihre Kredite nicht mehr zu 100 Prozent verbrieft und weiterreichen können, sondern fünf Prozent des Risikos in ihren Büchern belassen. Damit soll die Entscheidung, einen Kredit zu vergeben, wieder mit der Verantwortung für das damit verbundene Risiko verknüpft werden.

Am 19. Mai verabschiedete der Senat mit der großen Mehrheit von 90 Stimmen den *Credit Card Accountability Responsibility and Disclosure Act* zum Schutz von Kreditkartenkunden. Das Repräsentantenhaus billigte das Gesetz noch am selben Tag mit 279 zu 147 Stim-

men. 80 Prozent der amerikanischen Bürger haben Kreditkarten. Schätzungen zufolge sind in den USA derzeit mehr als 700 Millionen Karten in Umlauf; das sind im Schnitt mehr als zwei für jeden Einwohner. Die Notenbank schätzt die über Kreditkarten aufgenommenen Schulden auf 2,5 Billionen Dollar. Der größte US-Kreditkartenanbieter American Express erklärte jüngst, die Ausfallrate sei auf den Rekordwert von 8,8 Prozent gestiegen. Pro Jahr erheben Institute wie Visa oder American Express rund 15 Milliarden Dollar an Strafgebühren – etwa zehn Prozent des Branchenumsatzes. Obama kritisierte, einigen Menschen seien die Schulden »über den Kopf gewachsen, weil sie ihren Kopf nicht benutzt haben«. Viele Millionen Amerikaner kämen aber auch wegen des Verhaltens der Kreditkartenunternehmen nicht aus ihren Schulden heraus, so Obama.

Das Kreditkartengesetz, das durch strengere Regulierung vor allem dem Verbraucherschutz dient, war noch im vergangenen Jahr an der Ablehnung des Senats gescheitert. Angesichts der Rekordhöhe an Zahlungsrückständen und -ausfällen bei Kreditkartenschuldnern hatte inzwischen jedoch selbst die Finanzindustrie ihren Widerstand gegen eine bessere Aufklärung und schärfere Vorschriften aufgegeben. Die Obama-Administration kritisierte unter anderem die Praxis der Unternehmen, verwirrende Bedingungen im Kleingedruckten zu verstecken, unangekündigt Zahlungsfristen zu verändern und Kreditzinsen oder Zahlungsraten selbst dann zu erhöhen, wenn die Überweisungen pünktlich eingingen. Ebenso wurde bemängelt, dass mitunter nicht näher erklärte Gebühren auf den Rechnungen auftauchten.

Das Gesetz zum Schutz von Kreditnehmern sieht strengere Strafen für Kreditkartenfirmen bei Verstößen gegen geltende Regeln vor. Verträge müssen verständlich formuliert sein, die Kunden genau über Höhe und Grundlage von Gebühren informiert werden. Zudem sind willkürliche Anhebungen der Gebühren künftig ausgeschlossen, rückwirkende Erhöhungen nur in wenigen Fällen erlaubt. Kreditkarteninhaber müssen mindestens 45 Tage im Voraus gewarnt werden, wenn es aufgrund eines Zahlungsverzuges zu einer Zinserhöhung kommt; für die Begleichung der Kreditkartenrechnung sollen Kunden nun mindestens 21 Tage Zeit haben. Als zentrale Überwachungsinstanz soll nach Auffassung der Administration die geplante *Consumer Financial Protection Agency* fungieren.

⁶⁴ Vgl. »Obama will Steuerflucht bekämpfen«, in: *Focus Online*, 4.5.2009, <www.focus.de/politik/ausland/usa-obama-will-steuerflucht-bekaempfen_aid_396018.html>.

Umsetzungschancen der Reformvorschläge

Auch wenn die Vorschläge der Administration teilweise hinter den Erwartungen zurückbleiben – insbesondere was die Konsolidierung der Aufsichtsbehörden betrifft –, liefern sie doch eine umsetzungsfähige Blaupause für die größte Finanzmarktreform seit den dreißiger Jahren. Sie belegen die Entschlossenheit, gravierende Systemfehler und Aufsichtslücken zu beheben, spiegeln zugleich aber auch die Erkenntnis wider, dass sich bei der Finanzmarktregulierung nicht alle Probleme auf einmal angehen lassen.⁶⁵ Die geplante Reform würde für mehr Transparenz und eine stärkere Überwachung systemrelevanter Institute sorgen, Regeln für eine geordnete Abwicklung von Banken in der Krise etablieren und einen besseren Konsumentenschutz gewährleisten. Problematisch wäre indes, dass die Fragmentierung und die vielfachen Überlappungen in der Aufsicht nicht beseitigt würden – die Gefahr bliebe bestehen, dass wegen mangelnder Abstimmung der Aufsichtsbehörden und regulatorischer Arbitrage systemische Risiken übersehen werden.

Das Weiße Haus hofft, dass die Vorlage noch im Jahr 2009 Gesetz wird. Dieser Zeitplan wirkt ambitioniert; wahrscheinlich ist angesichts paralleler Gesetzgebungsverfahren – vor allem zur Gesundheitsreform und zum Klimaschutz – nur mit einer schrittweisen Abarbeitung der Themen (und etwa einer Aufspaltung von Marktregulierung und Aufsichtsreform) oder aber insgesamt mit einer späteren Umsetzung zu rechnen. Für die kommenden Monate sind intensive Verhandlungen und Vermittlungsprozesse zu erwarten, so dass sich Umfang und Stoßrichtung der Reformen noch erheblich verändern (und abschwächen) können. Die Republikaner im Kongress bemängeln, dass der Entwurf zu Lasten der Anleger und Verbraucher gehe und der Fed zu weitreichende Befugnisse zuspreche. Dabei sind sie nicht die einzigen, die die geplante Kompetenzerweiterung für die Notenbank kritisieren, war diese doch mit ihrer expansiven Geldpolitik seit 2001 maßgeblich daran beteiligt, den Nährboden für die Fehlentwicklungen im Finanzsystem zu schaffen. Zudem wird auf drohende Interessenkonflikte der Fed verwiesen.

Angesichts der Erfahrungen mit umfassenden institutionellen Reformen, die zu einer Neuverteilung von Kompetenzen führen, ist mit einem harten Wettstreit

zwischen den Behörden zu rechnen. Jede Aufsichtsstelle wird um eine Ausweitung ihrer Zuständigkeiten bemüht sein, eine Schwächung (oder gar Auflösung) dagegen kaum akzeptieren. Einzelne Institutionen – vor allem die SEC – dürften die Krise als Chance betrachten, in den letzten Jahren durchgeführte Personalkürzungen oder Kompetenzbeschneidungen wieder zu rückgängig zu machen. Da man bei der Reform in erster Linie auf die Fähigkeit einer Behörde achten wird, Gefahren rechtzeitig zu erkennen und gegebenenfalls schnell einzugreifen, dürfte die bisherige Monitoring-Bilanz eine Rolle spielen. Die Debatte über eine mögliche Auflösung des OTS liefert hier einen Fingerzeig. Zugleich sieht etwa Sheila Blair, die Chefin der FDIC, ihre Einrichtung angesichts der bisherigen Krisenerfahrung als gut gerüstet. Sie fordert für die Behörde eine Erweiterung der Kompetenzen, vor allem bei der geordneten Zwangsverwaltung großer, bankrottgegangener Finanzinstitute.

Mit einer schnellen Umsetzung der Reformvorhaben ist jedenfalls nicht zu rechnen. Barney Franks Sprecher räumte Ende April ein, dass es gegenüber der ursprünglichen Planung zu Verzögerungen kommen werde, beispielsweise bei der Regulierung von Finanzakteuren, die bisher nicht der FDIC unterliegen – darunter der Versicherungsriese AIG.⁶⁶ Grund dafür ist das anhaltende Kompetenzgerangel zwischen Finanzministerium, FDIC und Federal Reserve.

Am Ende aber – das lehrt die aktuelle Krise – geht es weniger um die Regulierungsdichte oder das Strukturdesign als vielmehr um die regulative Effektivität. Nicht Zahl und Kompetenz der Behörden werden ausschlaggebend sein, sondern ihre Fähigkeit, Risiken zu identifizieren und gegebenenfalls einzudämmen sowie Umgehungsmöglichkeiten zu verhindern. Die Obama-Administration hat mehrfach ihre Entschlossenheit signalisiert, auf eine effektive und umfassende Reform hinzuarbeiten, die keine Schlupflöcher belässt und in erster Linie systemische Risiken angeht. Die bisherigen Vorschläge bilden – auch wenn viele Krisenfaktoren, wie die »Too-big-to-fail«-Problematik oder die Rolle von Fannie Mae und Freddie Mac, außen vor blieben – eine belastbare Diskussionsgrundlage für die anstehenden Entscheidungsprozesse.

⁶⁵ Vgl. »New Foundations, Walls Intact«, in: *The Economist*, 20.6.2009, S. 69f.

⁶⁶ Vgl. Phil Mattingly, »Financial Regulatory Overhaul Slows in Congress«, in: *Congressional Quarterly, Daily*, 23.4.2009.

Internationale Finanzmarktgovernance

Internationale Kooperation

Eine der wichtigsten Lehren der amerikanischen Politik aus der Finanz- und Wirtschaftskrise dürfte darin bestehen, dass eine nationale Re-Regulierung einhergehen muss mit Reformen der internationalen Finanzmarktgovernance – damit die eigenen Bemühungen überhaupt effektiv sein können und die Attraktivität des Finanzstandorts USA gesichert wird. Schließlich entfaltet es Rückwirkungen für alle Staaten, wenn Regulierungslücken durch Akteure des Schattenbanksystems ausgenutzt werden und Verwerfungen auf den globalen Finanzmärkten entstehen. Auch die US-Administration ist der Auffassung, dass sich wirksame Regulierung nur durch eine internationale Zusammenarbeit erreichen lässt, die alle maßgeblichen Finanzplätze umfasst; nicht zuletzt deshalb, weil andernfalls eine Abwanderung von Finanzaktivitäten aus den Vereinigten Staaten droht. Dass systemischen Risiken im nationalen Regulierungsrahmen ein sehr viel höherer Stellenwert zugemessen wird, führt mit einer gewissen Zwangsläufigkeit zu einer größeren Bereitschaft, diesen Gefahren auch auf internationaler Ebene zu begegnen. Im Geithner-Plan wird dieser Zusammenhang zwischen heimischer und internationaler Regulierungsreform ausdrücklich festgehalten: »Wir müssen sicherstellen, dass internationale Vorgaben für Finanzregulierungen in Einklang stehen mit den hohen Standards, die wir in den USA durchsetzen werden.«⁶⁷ Vor allem bei den (kontinental-) europäischen Wirtschaftsmächten rennt die neue amerikanische Führung mit ihren Regulierungsvorstellungen offene Türen ein. Die Einigungschancen für weitreichende Strukturreformen waren jedenfalls selten so gut wie im Sommer 2009.

Aufgrund ihrer Abhängigkeit von Kapitalimporten – die krisenbedingt noch gewachsen ist und in den nächsten Jahren weiter anhalten dürfte – können die USA nicht aus einer Position der Stärke heraus agieren, sondern sind zu Rücksichtnahme und Abstimmung gezwungen. Dies zeigt sich besonders deutlich im

bilateralen Verhältnis zu China. Da die beträchtlichen chinesischen Währungsreserven und das US-Finanzierungsdefizit zwei Seiten einer Medaille sind, haben Pekings Überlegungen, den Dollar durch eine Aufwertung der IWF-Sonderziehungsrechte als Weltleitwährung abzulösen oder die eigenen Devisenreserven zu diversifizieren, die amerikanischen Finanzpolitiker hellhörig werden lassen. Noch zu Beginn des Jahres hatte die US-Regierung einen Konfrontationskurs angedeutet, indem sie China Währungsmanipulation vorwarf. Inzwischen hat Washington nicht nur diesen Vorwurf zurückgezogen,⁶⁸ sondern auch ausdrücklich auf die Notwendigkeit gemeinsamer Anstrengungen hingewiesen. Tatsächlich würden sich die Refinanzierungsbedingungen für die USA ohne die Bereitschaft Chinas zum Ankauf von amerikanischen Schuldtiteln erheblich eintrüben. Andererseits drohen die US-Defizite den Dollar unter Druck zu setzen, was wiederum zu einem Wertverfall der chinesischen Devisenreserven führen könnte. Die wechselseitige Abhängigkeit dürfte die Bedeutung der chinesisch-amerikanischen Beziehungen, vor allem der Finanzbeziehungen, anhaltend aufwerten. Noch überwiegt in dieser G2-Konstellation die Interessenkonvergenz.

Wegen der Wirtschafts- und Finanzkrise ist die Position der USA zwar geschwächt, doch angesichts ihrer nach wie vor dominanten Stellung in den multilateralen Institutionen bleibt eine Reform der internationalen Finanzmarktarchitektur ohne Washingtons Unterstützung undenkbar. In IWF und Weltbank etwa verfügen die USA mit einem Anteil von knapp 17 Prozent der Stimmen über eine Sperrminorität bei wichtigen Entscheidungen. Lange Zeit haben sich die Amerikaner einer Reform des IWF und einer Verschärfung multilateraler Regeln für die Finanzmärkte hartnäckig widersetzt. In schlechter Erinnerung ist den Europäern die amerikanische Ablehnungshaltung auf dem G8-Gipfel von Heiligendamm 2007 geblieben, als eine stärkere Regulierung von Hedgefonds weit oben auf der Agenda stand. Aufgrund der Finanzkrise hat

⁶⁷ Zitiert nach U.S. Department of the Treasury, *Treasury Outlines Framework For Regulatory Reform*, 26.3.2009, <www.ustreas.gov/press/releases/tg72.htm>.

⁶⁸ Vgl. »Geithner zieht China-Kritik zurück«, in: *FTD.de*, 16.4.2009, <www.ftd.de/politik/international/W%E4hrungsmanipulation-Geithner-zieht-China-Kritik-zur%FCck/500923.html>.

sich nun für Reformen, über die schon seit Jahren diskutiert wird, ein *Window of Opportunity* geöffnet.

Bereits beim Weltfinanzgipfel der G20 am 15. November 2008 in Washington stimmten die USA – noch unter Präsident Bush – einem Katalog von Maßnahmen zu. In einer gemeinsamen Erklärung wurden die wichtigsten langfristigen Ziele der G20 formuliert. Dazu gehört die Entwicklung eines hochwertigen globalen Bilanzierungsstandards, der für Transparenz in der Bewertung von komplexen Finanzinstrumenten sorgen soll. Angestrebt werden außerdem eine Verbesserung von Aufsichtsstrukturen und Risikomanagement, die Intensivierung der internationalen Kooperation und eine Reform der internationalen Finanzinstitutionen. Es spricht einiges dafür, dass die USA zahlreiche Punkte der G20-Deklaration umsetzen werden, denn viele der auf nationaler Ebene diskutierten Vorschläge zielen in die gleiche Richtung. Die USA haben nicht nur ihren Widerstand gegen Reformen aufgegeben, sondern drängen nun selbst auf eine umfassende Re-Regulierung. Sie haben die kostspielige Erfahrung gemacht, dass systemische Risiken bei inadäquater Finanzaufsicht schwere Schäden verursachen können. Die Obama-Administration, die die Kreditexzesse und die Deregulierungspolitik der Vergangenheit wiederholt kritisiert hat, ist sich bewusst, dass die USA Verantwortung für die Krise tragen und daher zur Wiederherstellung eines funktionierenden Weltfinanzsystems beitragen müssen. Zudem scheint sich die Erkenntnis durchgesetzt zu haben, dass die amerikanische Agenda im internationalen Reformprozess nur dann hinreichend berücksichtigt wird, wenn Washington dabei eine aktive Rolle einnimmt.

Auf dem Londoner G20-Gipfel Anfang April 2009 wurden die Eckpunkte und Zielvorstellungen für weitere internationale Finanzmarktreformen vereinbart.⁶⁹ Obwohl die Hoffnung der US-Regierung, andere Staaten ließen sich zu neuerlichen Konjunkturmaßnahmen bewegen, enttäuscht wurde, konnte man sich auf schärfere Regulierungsrichtlinien einigen. Dass die Amerikaner sich in London kompromissbereit zeigten, überrascht nicht, denn auch diese G20-Vereinbarungen zielen – allerdings unverbindlich formuliert – hinsichtlich der Regulierungsstandards in dieselbe Richtung wie die nationalen Reformvorhaben in den USA. Zwar ist auf internationaler Ebene nicht mit Implementierungsschritten zu rechnen, solange die Vereinigten Staaten ihren Reformprozess nicht abge-

schlossen haben. Dennoch handelt es sich bei dem »Londoner Konsens« um einen weitreichenden und konsistenten Regulierungsansatz. Unter anderem ist vorgesehen, Aufsichtslücken zu schließen und die systemrelevanten Finanzmarktakteure (Fonds, Banken und Versicherungen) einer vergleichbaren, strengen Finanzaufsicht zu unterwerfen. Dies hätte zur Folge, dass es kein legales Schattenbanksystem in nennenswertem Umfang mehr geben würde und alle großen Finanzinstitute, unabhängig von ihrer Rechtsform, ein vergleichbares Risikoprofil vorgeschrieben bekämen. Voraussetzung dafür wäre allerdings eine gleichgerichtete, konsistente Regulierung auf nationaler wie internationaler Ebene. Welche Akteure mit dem Siegel »systemrelevant« versehen werden, ist jedoch offen geblieben; ebenso unklar ist, über welche Überwachungs- und Eingriffsrechte das neu geschaffene *Financial Stability Board* verfügen soll, das als G20-Institution beim IWF angesiedelt sein wird. Weitere von der G20 vorgesehene Elemente sind einheitliche Bilanzierungsstandards, kontrazyklische Eigenkapitalanforderungen und (relative) Verschuldungsobergrenzen für den Finanzsektor. Kreditderivate sollen nur noch über zentrale Clearingstellen abgewickelt werden, wobei sich die US-Regierung ausdrücklich für eine globale Lösung einsetzt und regionale Institutionen, wie etwa die von der EU geschaffene Clearingstelle, ablehnt. Für Ratingagenturen wird eine Trennung von Bewertungs- und Beratungsgeschäft diskutiert; Steueroasen sollen auf einer von OECD-geführten Liste festgehalten werden.

Der US-Regierung kann attestiert werden, im Frühjahr 2009 insgesamt eine hohe Kooperationsbereitschaft gezeigt zu haben. Der Fokus der Regulierungsabsichten scheint sich in den sechs Monaten zwischen den beiden G20-Gipfeln deutlich verschoben zu haben. »Diese Märkte sind global, und wir wollen, dass die Lösungen global sind, nicht national oder regional«, erklärte Finanzminister Geithner im Vorfeld des Londoner Gipfels.⁷⁰ Darin spiegelt sich die Einsicht wider, dass die Arbitragemöglichkeiten der Finanzmarktakteure ohne Harmonisierung und global verabredete Regulierungsleitlinien kaum einzuschränken sind. Aus ihrer Fehleranalyse hat die Obama-Administration die Forderung abgeleitet, die Risiken auf den Finanzmärkten transparenter und vor allem politisch beherrschbarer zu machen. Multilaterale Kooperation wird dabei nicht als Hindernis, sondern ausdrücklich als Voraussetzung für einen Erfolg betrachtet.

⁶⁹ Vgl. G20, *The Global Plan for Recovery and Reform*, London 2.4.2009, <www.g20.org/Documents/final-communicue.pdf>.

⁷⁰ Zitiert nach »Wie die Märkte gezähmt werden sollen«, in: *Financial Times Deutschland*, 31.3.2009.

Washingtons Unterstützung für die internationalen Bemühungen spart jedoch bestimmte Problembereiche aus und steht unter drei Vorbehalten. Erstens muss zunächst der in den USA eingeleitete Reformprozess abgeschlossen werden. Die laufenden Gesetzgebungsverfahren in Washington werden sicherlich Einfluss auf globale Strukturreformen haben; umgekehrt erscheint das eher zweifelhaft. Zweitens ist wohl nicht damit zu rechnen, dass Obama bereit sein wird, einer internationalen Regulierungsinstanz Eingriffsrechte bei nationalen Angelegenheiten zuzubilligen. Wahrscheinlicher ist, dass er auf die Souveränität der USA pochen wird. Auch Äußerungen aus dem Kongress lassen erwarten, dass ein drohender Souveränitätsverlust noch immer eine rote Linie für die amerikanische Politik markiert.⁷¹ Zudem ist zweifelhaft, ob in Washington die Bereitschaft existiert, Rechte und Regulierungsvorschriften einzelner US-Bundesstaaten zu beschneiden oder abzuschaffen, etwa beim Thema Steuervermeidung. Und selbst wenn das nötige Maß an politischer Entschlossenheit vorhanden wäre, bestünde noch immer die Gefahr langwieriger juristischer Auseinandersetzungen. Drittens werden die USA ihre generelle Marktorientierung und ihren wirtschaftspolitischen Pragmatismus sicherlich nicht aufgeben. Solange der Finanzsektor als potentieller Wachstumstreiber gilt und die Interessen der US-Finanzinstitute stark berücksichtigt werden – was schon deshalb geschieht, weil die Regierung an vielen von ihnen beteiligt ist –, werden Gewinnorientierung und Stabilitätsinteressen ein regulatorisches Spannungsfeld erzeugen. Diese Konstellation wird auch unter Präsident Obama die Konzessionsbereitschaft und die Forderungen der USA gegenüber der internationalen Gemeinschaft in Finanzfragen bestimmen.

Der amerikanischen Kooperationswilligkeit auf internationaler Ebene sind daher trotz Finanzkrise Grenzen gesetzt. Bis zu einer umfassenden Neuregulierung der internationalen Finanzmärkte, wie sie vielen europäischen Regierungsvertretern vorschwebt, ist es noch ein weiter Weg, auch wenn vom Londoner Gipfel ermutigende Signale ausgegangen sind. Nur geringe Meinungsunterschiede gibt es bei dem Bemühen, für Transparenz zu sorgen, systemrelevante Akteure zu überwachen und regulatorische Arbitrage durch eine koordinierte Regulierungs- und Aufsichtspolitik zu vermindern. In der Grundsatzfrage des Verhältnisses

⁷¹ Vgl. Oliver Ziegler, *EU- und US-Pläne zur Finanzmarktreform. Europa hat die Nase vorn*, Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, März 2009 (SWP-Aktuell 11/2009), S. 4.

von Markt und Staat hingegen könnten noch ernsthafte Differenzen auftreten, denn nach wie vor ist offen, ob die strikten Regulierungspläne der US-Regierung, die den europäischen Vorstellungen entgegenkommen, im Kongress zustimmungsfähig sind.

Eine neue Rolle für den IWF

Kurz vor dem Jahrestreffen von IWF und Weltbank in Washington am 24./25. April setzte sich Obama explizit für eine Stärkung des Währungsfonds ein. In einem Schreiben an die demokratischen und republikanischen Kongressführer warb er für eine Kreditlinie über rund 100 Milliarden Dollar für den IWF, wobei er darauf hinwies, dass dieser Schritt »keine haushaltsmäßige Ausdehnung oder weitere Vergrößerung des Defizits bedeute«.⁷² Mit dem Vorstoß setzte Obama seine Zusage vom Londoner G20-Gipfel um. Dort hatten sich die Teilnehmer darauf geeinigt, die dem IWF für Kredite zur Verfügung stehenden Mittel um 500 auf 750 Milliarden Dollar aufzustocken. Außerdem ist eine Erhöhung der Sonderziehungsrechte im Volumen von bis zu 250 Milliarden geplant. Bei einer Umsetzung der Pläne würden sich die finanziellen Handlungsspielräume des Fonds beinahe vervierfachen.

Im Zuge der Finanzkrise erlebt der IWF damit ein erstaunliches Comeback. Einerseits hat der Bedarf an einer »Finanzfeuerwehr« durch die Turbulenzen und die gestiegene Risiko-Aversion der internationalen Finanzmärkte drastisch zugenommen. Viele Schwellen- und Transformationsländer (mit Island erstmals seit über dreißig Jahren aber auch eine entwickelte Industrienation) haben in den vergangenen Monaten IWF-Hilfe erhalten oder beantragt – eine Entwicklung, die den jahrelangen Trend rückläufiger IWF-Ausleihungen völlig umgekehrt hat. Andererseits erfolgten die jüngsten Kreditzusagen des Währungsfonds – auch das eine bemerkenswerte Neuerung – beinahe unkonkonditioniert, d.h. ohne die üblichen Vorgaben für die Fiskal- und Wirtschaftspolitik der Kreditnehmer. Stattdessen sind zum Beispiel für Polen und Mexiko Kreditlinien eingerichtet worden, die ohne (ansonsten meist strenge) Auflagen in Anspruch genommen werden können. Mit diesem nahezu restriktionsfreien Verfah-

⁷² Zitiert nach »Obama will IWF stärken«, in: *BörseGo.de*, 21.4.2009, <www.boerse-go.de/nachricht/Obama-will-IWF-staerken-Dow-Jones,a1216979.html>; Administration of Barack H. Obama, *Letter to Congressional Leaders on the New Arrangements to Borrow Fund*, 16.4.2009, <www.gpoaccess.gov/presdocs/2009/DCPD-200900276.pdf>.

ren soll den Kreditnehmern die Angst vor dem IWF genommen und dessen unmittelbare Kriseninterventionsfähigkeit gestärkt werden – in der Vergangenheit hatten viele Staaten ihr Hilfsbegehren sehr spät angemeldet und die als stigmatisierend und einengend empfundenen IWF-Kredite schnellstmöglich zurückgezahlt. Dank seiner neuen Politik konnte sich der Fonds nun aus dem funktionalen Abseits an die Spitze der multilateralen Krisenbekämpfung katapultieren.

Für die G20 hat Priorität, dass in der Krise die Handlungsfähigkeit des IWF gesichert ist. Deshalb wurde das Volumen für kurzfristige Liquiditätshilfen erheblich erhöht. Der IWF muss damit nicht mehr fürchten, dass ihm das Geld für Kreditzusagen ausgehen könnte, wenn zu viele Interessenten an seine Tür klopfen. Viel wichtiger aber scheint zu sein, dass sich die Anreizstrukturen im internationalen Finanzsystem auf lange Sicht verändern könnten. Wenn der IWF durch den Ausbau der Sonderziehungsrechte und eine quasi restriktionsfreie Kreditvergabe tatsächlich zu einem globalen »Lender of Last Resort« oder zu einer Liquiditätsrückversicherung werden sollte, könnte das die Motivation vieler – vor allem asiatischer – Schwellenländer dämpfen, sich durch den Aufbau massiver Währungsreserven selbst gegen Finanzkrisen abzusichern.⁷³ Langfristig könnte die Aufwertung des IWF so einen entscheidenden Beitrag zur Rückführung der globalen Ungleichgewichte leisten.

Mitte Juni 2009 billigten Repräsentantenhaus und Senat schließlich die von Obama erwünschte Kreditlinie im Rahmen des *Supplemental Appropriations Act*.⁷⁴ Washingtons aufgeschlossene Haltung gegenüber einer Erhöhung der Sonderziehungsrechte des IWF, die sich von der früheren Reserviertheit deutlich abhebt, ist allerdings auch damit zu erklären, dass keine substantiellen Reformen bei den Stimmgewichten vereinbart worden sind. Die USA behalten also ihren Einfluss im Währungsfonds. Das Wohlwollen der Obama-Administration dem IWF gegenüber wurde auch dadurch begünstigt, dass der Fonds bei den Konflikten mit Deutschland und Frankreich über das Volumen staatlicher Konjunkturpakete die USA unterstützte. Washington hatte vehement eine Erhöhung der Regierungsausgaben gefordert – wie auch der IWF.

⁷³ Vgl. »Briefing: The IMF – Mission: Possible«, in: *The Economist*, 8.4.2009, S. 63ff.

⁷⁴ Vgl. »Text of H.R. 2346: Supplemental Appropriations Act«, <www.govtrack.us/congress/billtext.xpd?bill=h111-2346>; »U.S. Congress Vote Marks Big Step For IMF Reform, Funding«, IMF Survey Magazine: In the News, 18.6.2009, <www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/NEW061809A.htm>.

Abbau der globalen makroökonomischen Ungleichgewichte?

Die wohl schwierigste Aufgabe, die es langfristig zu bewältigen gilt, ist der Abbau der globalen makroökonomischen Ungleichgewichte, sind diese doch fast einhellig als wesentliche Ursache der Finanzkrise identifiziert worden. Aber gerade hier hat man bislang am wenigsten erreicht – die Ungleichgewichte haben weder abgenommen noch an Brisanz verloren. Die Kapitalexporteure zeigen bis heute wenig Neigung, ihr Verhalten zu ändern, und die USA weisen ungeachtet der rasant steigenden Sparrate der Privathaushalte weiterhin einen hohen (wenn nicht sogar noch steigenden) Kapitalbedarf auf. Das Modell exportgestützten Wachstums wird in China, Japan oder Korea – aber auch in Deutschland – ökonomisch nicht grundsätzlich in Frage gestellt. Die Attraktivität amerikanischer Finanzprodukte, insbesondere von US-Staatsanleihen, scheint insgesamt auch nicht nachhaltig gelitten zu haben. Nach wie vor absorbieren die USA einen Großteil der globalen Ersparnisse, ohne den Kapitalexporturen höhere Zinsen zahlen zu müssen. Im Gegenzug versuchen ostasiatische Exportnationen (allen voran China) weiterhin, eine Währungsaufwertung gegenüber dem Dollar zu verhindern. Solange alle Beteiligten von diesem als »Bretton Woods II« bezeichneten System informell fixierter Wechselkurse und massiver Kapitaltransfers⁷⁵ zu profitieren glauben, ist eine institutionelle Regelung unwahrscheinlich. Der IWF ist in diesem Bereich bislang machtlos. Reformvorschläge, die eine Rückkehr zu einem globalen System fester Wechselkurse und Kapitalverkehrskontrollen vorsehen, dürften kaum durchsetzbar sein.

Ein Abbau der globalen Ungleichgewichte würde tiefe Einschnitte sowohl in den Defizitländern (allen voran den USA) als auch in den Überschussländern notwendig machen. Entsprechende Schritte sind vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise kaum zu erwarten. Es spricht daher einiges für die Annahme, dass sich an der mit nationalen Interessen begründeten Vernachlässigung der Themen Wechselkurse und Kapitaltransfers – auch dies eine Art von *Benign Neglect* – nichts ändern wird.

⁷⁵ Vgl. Michael P. Dooley/David Folkerts-Landau/Peter Garber, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, NBER Working Paper No. 9971, September 2003.

Fazit und Empfehlungen

Bei der Ursachenanalyse zur schwersten Finanz- und Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit hat sich in den USA ein breiter Konsens herausgebildet: Regulierungsdefizite, Aufsichtslücken und ein mangelndes Bewusstsein für systemische Risiken werden als Gründe für die Marktturbulenzen gesehen. Die Obama-Administration dringt, vom Kongress überwiegend unterstützt, vor allem auf eine Reduzierung der systemischen Risiken im Weltfinanzsystem. Erreicht werden soll dies durch eine konsistente, umfassende und gestraffte Kontrolle aller Finanzmarktsektoren, wobei man große Institute unter besondere Aufsicht stellen will. In diesem Kurs zeigt sich eine eindeutige Abkehr vom *Benign-Neglect*-Ansatz der vergangenen zwei Jahrzehnte.

Allerdings werden einige Krisenfaktoren in den Reformvorschlägen bisher nur unzureichend thematisiert, wie etwa die aus den amerikanischen Finanzierungsdefiziten erwachsenden globalen Ungleichgewichte oder die durch politische Förderprogramme verursachten Fehlanreize im US-Immobilienktor. Auch wenn sich in der amerikanischen Debatte eine erhöhte Sensibilität für die globale Vernetzung der Finanzmärkte und deren Krisenanfälligkeit feststellen lässt, fehlen in diesen Bereichen offenbar Handlungswille und -möglichkeiten. Zudem decken die diskutierten Reformvorschläge, von denen die meisten noch der Umsetzung harren, nur einen Teil der Probleme ab. Bei aller demonstrierten Regulierungsentschlossenheit könnten daher Aufsichtslücken verbleiben. Die Obama-Administration steht zudem vor der großen Herausforderung, die bittere, aber unverzichtbare Medizin einer schärferen Regulierung den Finanzmarktakteuren schmackhaft zu machen, ohne sie an andere Standorte zu verlieren. Das *Policy Window* für Reformen ist jedenfalls klein. Mit einer Abschwächung der Krise könnte sich die hohe Bereitschaft zu makropolitisch-koordination schon bald als flüchtig erweisen – die Innovationskraft des Finanzsektors und das kurze Gedächtnis seiner Teilnehmer dürften dazu beitragen. Und darin liegt eine weitere Herausforderung für die Administration: Angesichts des engen *Policy Window* besteht die Gefahr, dass übereilt Reformen forciert werden, die ungeahnte Kosten mit sich bringen, die Stabilität des Finanzsystems aber nicht

deutlich verbessern. Deshalb mahnen viele Analysten in den USA zu einer Verlangsamung des Reformtempos.

Trotz Washingtons gestiegener Kompromissbereitschaft wird die Kooperation mit den USA in Finanzregulierungsfragen kein Selbstläufer sein, sondern ein schwieriger Prozess bleiben – auch im transatlantischen Verhältnis. Bei der nun anstehenden Ausarbeitung neuer Regulierungen sollten sich die USA und die EU eng miteinander abstimmen, um ein Auseinanderdriften der jeweiligen Standards zu verhindern. Dies könnte im Rahmen des Transatlantischen Wirtschaftsrates (TEC) geschehen, der sich im vergangenen Jahr bereits zunehmend mit Finanzfragen beschäftigt hat. Gerade im Bereich der Bilanzierungsstandards ist darauf hinzuwirken, dass die Erfolge des Gremiums nicht durch Ad-hoc-Krisenmanagement und unterschiedliche Reformrichtungen zunichtegemacht werden. Aber auch bei der neuen Regulierung von Derivaten und anderen Finanzmarktinstrumenten sollte auf gemeinsame Standards hingearbeitet werden. Die Obama-Administration hat mehrfach ihre Bereitschaft bekundet, den transatlantischen Regulierungsdialo g weiterzuführen und zu intensivieren. Dabei gibt es in den zentralen Zielen der Finanzmarktregulierung einen weitgehenden Konsens zwischen den USA und Europa. Eine solche Chance sollte nicht ungenutzt bleiben, auch wenn über die geeigneten Mittel und Instrumente weiterhin Uneinigkeit bestehen dürfte.

Anhang

Tabellen

Tabelle 1
Regulierungsinstanzen in den USA und ihre Aufgaben

Name	Vorsitz	Regulierungsaufgaben
Federal Reserve System (Fed)	Ben Bernanke	Das 1914 gegründete Zentralbank-System (<i>Federal Reserve System</i>) fungiert als Währungshüter. Ihm obliegt die Sicherung der Stabilität des Bankensystems und die Begrenzung systemischer Risiken auf den Finanzmärkten. Die Fed überwacht die Banken, die Mitglieder des <i>Federal Reserve System</i> sind.
Securities and Exchange Commission (SEC)	Mary Schapiro	Die SEC wacht über die Einhaltung der Wertpapiergesetze an den Börsen; dadurch soll sie Kapitalanleger schützen und funktionsfähige, effiziente Kapitalmärkte gewährleisten. Alle Unternehmen, die den amerikanischen Kapitalmarkt nutzen, müssen sich bei der SEC registrieren lassen. Diese stellt zudem sicher, dass Anleger bzw. Investoren mittels regelmäßiger Geschäfts- und Finanzberichte über die wirtschaftliche Situation der Aktiengesellschaften korrekt informiert werden.
Commodities Futures Trading Commission (CFTC)	Gary Gensler	Die 1974 eingerichtete CFTC überwacht den Futures- und Optionsmarkt an den US-Warenterminbörsen (z.B. der <i>Chicago Mercantile Exchange</i>). Ziel ist, die Marktteilnehmer vor Manipulationen, Betrug und missbräuchlichen Handelspraktiken zu schützen. Um diese Aufgabe zu erfüllen, sammelt die CFTC laufend Informationen darüber, wer mit welchen Kontrakten handelt und in welchem Umfang dies geschieht. Von den großen Händlern und Handelshäusern erhält sie täglich Abrechnungen über deren Geschäftsaktivitäten, sofern diese die Berichtspflichtgrenzen überschreiten. Außerdem ist sie dafür zuständig, neue Kontrakte zum Handel zuzulassen. Jeder Marktteilnehmer, der in den USA Termingeschäfte tätigen will, muss bei der CFTC registriert sein.
Office of Thrift Supervision (OTS)	John Bowman	Sparinstitute unterliegen dem OTS, einer im Finanzministerium angesiedelten Aufsichtsbehörde. Sie überwacht zusätzlich die Dachgesellschaften, denen ein Sparinstitut angehört. Dadurch befinden sich auch große Geschäftsbanken (<i>Bank Holding Companies</i>) wie Morgan Stanley unter Aufsicht des OTS. Gegründet wurde es im Zuge der Umstrukturierung der Bankindustrie nach der Sparkassenkrise der achtziger Jahre.

Name	Vorsitz	Regulierungsaufgaben
Office of the Comptroller of the Currency (OCC)	John Dugan	Das OCC ist die älteste Bankenaufsichtsbehörde der USA. Es ist zuständig für die Überwachung und Zulassung der <i>National Banks</i> (Banken mit bundesstaatlicher Satzung). Das OCC gehört zum Finanzministerium und tritt für den Wettbewerbsgedanken ein.
Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)	Sheila Bair	Die 1933 gegründete FDIC ist die Einlagensicherung für Banken und Sparinstitute. Durch die Absicherung von Spareinlagen sorgt sie für Vertrauen und Stabilität im Bankensektor. Außerdem beaufsichtigt die FDIC ihre Mitgliedsbanken und übernimmt die Zwangsverwaltung, wenn eine Bank Konkurs anmeldet. Für Banken unter einzelstaatlicher Aufsicht ist sie die primäre nationale Aufsichtsbehörde.
National Credit Union Administration (NCUA)	Michael Fryzel	Die NCUA ist für die Kreditgenossenschaften zuständig. Sie wurde 1934 durch den <i>Federal Credit Union Act</i> gegründet und erfüllt Aufsichts- wie Versicherungsfunktion für Kreditgenossenschaften.
Financial Accounting Standards Board (FASB)	Robert Herz	Das 1973 gegründete FASB legt die <i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i> (US GAAP) fest – Regeln zur Rechnungsführung für den Privatsektor. Es hat sein Mandat von der SEC, ist aber eine private Organisation.
Federal Housing Finance Board (FHFB)	Ronald Rosenfeld	Das FHFB reguliert das <i>Federal Home Loan Bank</i> -System. Die FHL-Banken sind regional operierende genossenschaftliche Hypothekendarlehenbanken, bei denen lokale Banken Immobilienkredite günstig refinanzieren können. Das System wurde 1932 zur Förderung von privatem Wohneigentum begründet.

Tabelle 2
Finanzinstitute und ihre Regulierer

Finanzinstitut	Regulierungsbehörde
Bank mit einer bundesstaatlichen Lizenz	Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
Bank mit einer einzelstaatlichen Lizenz (Mitglied des Federal Reserve System)	Federal Reserve, einzelstaatlicher Regulierer
Bank mit einer einzelstaatlichen Lizenz (nicht Mitglied des Federal Reserve System)	Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), einzelstaatlicher Regulierer
Sparkasse mit bundesstaatlicher Linzenz	Office of the Comptroller of the Currency (OCC)
Sparkasse mit einzelstaatlicher Lizenz	Office of Thrift Supervision (OTS), einzelstaatlicher Regulierer
Kreditgenossenschaften	National Credit Union Administration (NCUA), National Credit Union Share Insurance Fund (NCUSIF)

Quelle: Government Accountability Office, *Financial Regulation: A Framework for Crafting and Assessing Proposals to Modernize the Outdated US Financial Regulatory System*, GAO-09-216, 2009.

Tabelle 3
Reformvorschläge

Urheber	Vorgeschlagene Maßnahmen zur Bewältigung systemischer Risiken
US-Finanzministerium	<p>Überwachung systemrelevanter Institute durch die Federal Reserve</p> <p>Gründung eines zwischenbehördlichen Ausschusses (<i>Financial Services Oversight Council</i>) zur Beobachtung des gesamten Systems und als Frühwarninstanz; Mitglieder: Fed, Finanzministerium, SEC, FDIC, CFTC u.a.</p> <p>strengere Eigenkapitalvorschriften für Banken und andere Marktakteure sowie Regulierung bisher unbeaufsichtigter Marktteilnehmer wie Hedgefonds</p> <p>Auflösung der Sparkassenaufsichtsbehörde OTS und Gründung einer <i>Consumer Financial Protection Agency</i>. Ein <i>National Bank Supervisor</i> als Unterbehörde des Finanzministeriums soll für alle auf Bundesebene aktiven Institute mit Spareinlagen zuständig sein.</p>
FDIC	<p>Schaffung eines systemischen Risikoausschusses (<i>Systemic Risk Council, SRC</i>); Mitglieder: Fed, Finanzministerium, FDIC u.a.</p> <p>Der SRC würde Standards wie Kapitalvorschriften setzen, um das Risiko zu verringern, und wäre den anderen Regulierungsbehörden übergeordnet.</p>
Federal Reserve	<p>Designierung einer (bereits bestehenden) Institution zur Überwachung des gesamten Finanzsystems</p> <p>strengere Standards für Risikomanagement, Kapitaldeckung und Liquidität</p>
SEC	<p>unterstützt Vorschlag eines <i>Systemic Risk Council</i> zur Überwachung großer Finanzinstitutionen; Mitglieder: Fed, Finanzministerium, SEC, FDIC</p> <p>Beibehaltung eines unabhängigen Kapitalmarktregulierers, der über die Einhaltung der Wertpapiergesetze an den Börsen wacht und den Konsumentenschutz sicherstellt</p> <p>Abwicklung aller OTC-Derivative über eine Clearingstelle sowie Überwachung von Derivaten und Hedgefonds durch eine Regulierungsbehörde</p>
Group of Thirty	<p>konsolidierte Aufsicht für alle systemrelevanten Institute</p> <p>Ratingagenturen dürften nicht mehr von den Emittenten der Wertpapiere, die sie benoten, bezahlt werden.</p> <p>Stärkung der Regulierungsstandards für Risikomanagement, Eigenkapital und Liquidität</p> <p>Verbesserung von Transparenz und Regulierung der Märkte für OTC-Derivate</p>
Congressional Oversight Panel	<p>Designierung einer (bereits bestehenden) Institution zur Überwachung des gesamten Finanzsystems</p> <p>Stärkung der Regulierungsstandards für Risikomanagement, Eigenkapital und Liquidität</p> <p>Verbesserung von Transparenz und Regulierung der Märkte für OTC-Derivate</p>

Quelle: Government Accountability Office, *Financial Market Regulation, Financial Crisis Highlights Need to Improve Oversight of Leverage at Financial Institutions and across System*, GAO-09-739, 2009.

Tabelle 4
In die Reformdebatte involvierte Ausschüsse im Kongress und ihre Vorsitzenden

<i>Ausschuss</i>	<i>Vorsitzender (jeweils Demokrat), Ranking Member (Republikaner)</i>
Senate Committee on Agriculture, Nutrition and Forestry	Tom Harkin (IA), Saxby Chambliss (GA)
Senate Committee on Appropriations	Daniel K. Inouye (HI), Thad Cochran (MS)
Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs	Christopher J. Dodd (CT), Richard C. Shelby (AL)
Senate Committee on Commerce, Science, and Transportation	John D. Rockefeller (WV), Kay Bailey Hutchison (TX)
Senate Committee on Finance	Max Baucus (MT), Chuck Grassley (IA)
Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs	Joseph I. Lieberman (CT), Susan M. Collins (ME)
House Committee on Agriculture	Collin C. Peterson (MN), Frank D. Lucas (OK)
House Committee on Appropriations	David Obey (WI), Jerry Lewis (CA)
House Committee on Energy and Commerce	Henry A. Waxman (CA), Joe Barton (TX)
House Committee on Financial Services	Barney Frank (MA), Spencer Bachus (AL)
House Committee on Oversight and Government Reform	Edolphus Towns (NY), Darrell Issa (CA)
House Committee on Ways and Means	Charles B. Rangel (NY), Dave Camp (MI)

Abkürzungen

ABCP	Asset Backed Commercial Papers
ABS	Asset Backed Securities
AIG	American International Group
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie
BIP	Bruttoinlandsprodukt
CDO	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CFPA	Consumer Financial Protection Agency
CFTC	Commodities Futures Trading Commission
CRA	Community Reinvestment Act
DIHK	Deutscher Industrie- und Handels- kammertag
EESA	Emergency Economic Stabilization Act
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FASB	Financial Accounting Standards Board
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FSOC	Financial Services Oversight Council
Fed	Federal Reserve System
FHFB	Federal Housing Finance Board
FRB	Federal Reserve Bank
Freddy Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
G20	Gruppe der 20 wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
G7 / G8	Gruppe der sieben bzw. acht führenden Industrienationen
GAO	Government Accountability Office
GSE	Government Sponsored Enterprise
IWF	Internationaler Währungsfonds
NBER	National Bureau of Economic Research
NBS	National Bank Supervisor
NCUA	National Credit Union Administration
NCUSIF	National Credit Union Share Insurance Fund
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OTC	Over-the-counter
OTS	Office of Thrift Supervision
PCAOB	Public Company Accounting Oversight Board
PIIP	Private-Public Investment Program
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicles
SRC	Systemic Risk Council
TEC	Transatlantic Economic Council
US FASB	US Financial Accounting Board
US GAAP	US Generally Accepted Accounting Principles

Literaturhinweise

Hanns Günther Hilpert / Stormy Mildner (Hg.)
**Globale Ordnungspolitik am Scheideweg.
Eine Analyse der aktuellen Finanzmarktkrise**
SWP-Studie 4/2009, Februar 2009
<[www.swp-berlin.org/common/
get_document.php?asset_id=5758](http://www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=5758)>

Sebastian Dullien / Daniela Schwarzer
**Die Eurozone braucht einen
außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt**
SWP-Aktuell 27/2009, Juni 2009
<[www.swp-berlin.org/common/
get_document.php?asset_id=6030](http://www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=6030)>

Kai-Olaf Lang / Daniela Schwarzer
**Krisen, Crashes und Hilfspakete. Die neuen EU-
Mitgliedsländer sind von der Finanzkrise
besonders betroffen**
SWP-Aktuell 12/2009, März 2009
<[www.swp-berlin.org/common/
get_document.php?asset_id=5843](http://www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=5843)>

Oliver Ziegler
**EU- und US-Pläne zur Finanzmarktreform.
Europa hat die Nase vorn**
SWP-Aktuell 11/2009, März 2009
<[www.swp-berlin.org/common/
get_document.php?asset_id=5835](http://www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=5835)>

Heribert Dieter
**Das Management der Finanzkrise:
Nutzt Europa seine Chance?**
SWP-Aktuell 6/2009, Februar 2009
<[www.swp-berlin.org/common/
get_document.php?asset_id=5723](http://www.swp-berlin.org/common/get_document.php?asset_id=5723)>