

Berlin
24. September 2008

Tagungsbericht

Globaler Finanzmarkt – globale Verantwortung?



Von links nach rechts: Prof. Dr. Michael Eilfort, Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Angela Wefers, Prof. Dr. Jürgen Stark, Oliver Bäte, Dr. Benno Freiherr von Canstein.

1 Dr. Benno Freiherr von Canstein
Leiter Allianz SE Repräsentanz Berlin

2 Prof. Dr. Michael Eilfort
Vorstand der Stiftung Marktwirtschaft

3 Prof. Dr. Jürgen Stark
*Direktoriumsmitglied,
Europäische Zentralbank*

4 Prof. Dr. Rüdiger von Rosen
*Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Deutsches Aktieninstitut*

5 Oliver Bäte
Vorstandsmitglied Allianz SE

6 Diskussion

Wie können wir erreichen, dass Teilnehmer und Betroffene auf den globalen Finanzmärkten verantwortlich handeln? Welche Rahmenbedingungen sind nötig, um gefährlichen Entwicklungen frühzeitig und besser begegnen zu können? Wer könnte ein weltweites Frühwarnsystem implementieren und betreiben?

Dr. Benno Freiherr von Canstein, Leiter der Allianz SE Repräsentanz am Pariser Platz in Berlin, eröffnete mit diesen Fragen ein politisches Fachgespräch unter Beteiligung von Prof. Dr. Jürgen Stark, Direktoriumsmitglied und Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, Prof. Dr. Rüdiger von Rosen, Vorstandsmitglied des Deutschen Aktieninstituts sowie Oliver Bäte, Chief Operation Officer der Allianz SE. Wie stark die globalen Finanzmärkte zusammengewachsen sind, zeige sich deutlich an den aktuellen Turbulenzen, so von Canstein. Das Gefahrenpotential reiche bis hin zur nachhaltigen Schwächung der Realwirtschaft. Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden stünden, trotz zunehmender Vernetzung, angesichts immer komplexerer Produkte und wachsender grenzüberschreitender Aktivitäten vor ständig neuen Herausforderungen. Von Canstein betonte, notwendig sei letztlich eine effiziente und kluge Ordnungspolitik.

Marktwirtschaft als sittliches Konzept



Prof. Dr. Michael Eilfort

*Vorstand der Stiftung
Marktwirtschaft*

Prof. Dr. Michael Eilfort, Vorstand der Stiftung Marktwirtschaft, unterstrich in seiner Einführung von Cansteins Analyse. Die Antwort auf die tiefgreifende Finanzmarktkrise dürfe nicht im scheinbaren Allheilmittel „mehr Staat“ gesucht werden. Sicher bedürfe es zukünftig einer effizienteren wie internationaler aufgestellten Regulierung und möglicherweise auch einem Mehr an staatlicher Aufsicht. Doch könne der Staat nicht gleichzeitig Regulierer, Aufseher und Spieler sein. Wurde der Staat in Gestalt mancher Landesbank nicht selbst „als Akteur und Beteiligter von der Gier getrieben?“, gab Eilfort zu bedenken. Bei der Suche nach Lehren aus der Finanzmarktkrise sei eine vor-

schnelle Schuldzuweisung an „die“ Marktwirtschaft zurückzuweisen. Worauf es nun ankommen werde, seien Transparenz und Maß auf allen Seiten – auch bei den Renditeerwartungen. Globale Verantwortung bedeute, die Marktwirtschaft im Sinne Wilhelm Röpkes „wieder als sittliches Konzept zu verstehen, in dessen Rahmen Schwache geschützt, Zügellose im Zaum gehalten und die Spielregeln überwacht werden“. Globale Finanzmärkte sollten daher zuvorderst durchschaubare Märkte mit klaren Rahmenbedingungen sein, „mit allen Risiken und damit Sanktionsmöglichkeiten“.

Eilfort machte sich für eine konsequente Ordnungspolitik stark, die gerade in Krisenzeiten keinesfalls über den „Kurzfrist-Pragmatismus“ vergessen werden dürfe. Ordnungspolitik trage zur Verhinderung von Krisen bei; langfristig hülfe klare Rahmenbedingungen und ein Staat, der als Schiedsrichter und nicht als Mitspieler agiere. Maß und Mäßigung seien auf allen Seiten unverzichtbar.



Der Leiter der Allianz SE Repräsentanz, Dr. Benno Freiherr von Canstein, plädierte in seiner Begrüßungsrede für eine effiziente Ordnungspolitik.

Schafft Regulierung mehr Stabilität?

In seiner Analyse der Verwerfungen auf dem weltweiten Finanzmarkt zeigt sich Prof. Dr. Jürgen Stark von der Europäischen Zentralbank zunächst überrascht von dem Ausmaß der Korrekturen. Man erlebe das Verschwinden wichtiger Namen der Finanzindustrie und das Ende des Geschäftsmodells der Investmentbank. Damit gehe zwangsläufig eine Schrumpfung des Finanzsektors einher. Ebenso werden einige Finanzinnovationen aus einem von Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte geprägten Umfeld der letzten Jahre „einfacher werden“ oder sogar wieder verschwinden. Diese Finanzmarktinstrumente seien zu komplex geworden, so dass die Risiken nicht verstanden oder nicht richtig gehandhabt wurden. Nun sehe man eine notwendige Korrektur, die auch ihre Spuren in der Realwirtschaft, nicht nur in den USA, hinterlassen dürfte.

In der Ursachenanalyse nannte Stark zudem ein Umfeld mit niedrigen Zinsen und niedriger Inflation, welches „zu einer gewissen Sorglosigkeit bei den Finanzmarktteilnehmern“ geführt habe. Falsch eingeschätzte Risiken schlugen nun in einem veränderten makroökonomischen Umfeld umbarmherzig zurück. Ursprünglicher Auslöser sei das Vergeben von Hypotheken ohne Bonitätsprüfung an Einwohner der Vereinigten Staaten, die sich eigentlich gar kein Haus leisten konnten. Mit dem Weiterverkauf von verbrieften Krediten im Rahmen neuer Produkte, welche verschiedenste Bonitäten zusammenfassten, seien die Risiken weitergegeben worden. Am Ende der Kette hätten dann Abnehmer gestanden, die mit dem „toxischen Gemisch“ an Finanzprodukten nicht umgehen konnten. Auch in Europa hätten sich Banken auf der Jagd nach Rendite auf diese Risiken eingelassen. Eine interne Risikoanalyse



Prof. Dr. Jürgen Stark

*Direktoriumsmitglied,
Europäische Zentralbank*

sei dabei teilweise gar nicht erfolgt, vielerorts habe man sich auf den „Triple-A-Stempel“ der Ratingagenturen verlassen.

In der Prävention hätten letztlich alle Ebenen versagt, so Stark. Das betreffe in allererster Linie das interne Risikomanagement der Banken sowie die Aufsichtsräte. Wirtschaftsprüfer hätten genau prüfen müssen, was hinter einer Kreditlinie stehe, auch wenn „Triple A“ darauf stehe. Eine große Verantwortung trügen zudem die Ratingagenturen und die Bankenaufsicht.

Mit Blick auf mögliche Ansatzpunkte als Reaktion auf die Krise nannte Stark die Rechnungslegungsvorschriften. Eine stärkere Eigenkapitalunterlegung, insbesondere für komplexe Produkte, sei zu Recht in der Diskussion. Hinzu kommen müsse eine genauere Beaufsichtigung der Bilanzierungsregeln, um zu erfassen, „was außerhalb der Bilanz laufe“. Mehr Regulierung dürfe jedoch nicht zu Überregulierung führen. Der Finanzsektor habe in den letzten Jahrzehnten einen wichtigen Beitrag zu Wachstum und Wohlstand erbracht. Dies dürfe auch in turbulenten Zeiten nicht gefährdet werden, indem man jegliche Finanzinnovation in der Zukunft verhindere oder übermäßig erschwere.

Orientierung am langfristigen Erfolg

Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

*Geschäftsführendes Vorstandsmitglied
Deutsches Aktieninstitut*

Als Vertreter des Deutschen Aktieninstituts Frankfurt verwies Prof. Dr. Rüdiger von Rosen zunächst auf die Dynamik der Finanzkrise. So habe der Internationale Währungsfonds im Februar dieses Jahres von einem gefährdeten Finanzvolumen von etwa 1.000 Mrd. Dollar gesprochen. Im Vergleich zu den aktuellen Zahlen müsse dies nun als ein „Minibeben“ auf den Finanzmärkten bezeichnet werden. Mit dem Verschwinden des Geschäftsmodells der Investmentbanken sehe man derzeit das Untergehen eines ganzen Bankensektors.

Die Auswirkung der ursprünglich US-amerikanischen Krise müsse sich in Europa vor allem im Regulierungsbereich niederschlagen. Hier sei das Schließen von Schlupflöchern durch die Überarbeitung der Basel-II-Vorschriften, die Erhöhung der Transparenz sowie eine bessere Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden zu nennen. Bei der Regulierung der Ratingagenturen könne man sich am aktuellen Papier der Europäischen Kommission orientieren, welches einen transparenteren Ratingprozess sowie eine Offenlegung der Interessenkonflikte vorsehe.

Ein Mehr an Regulierung bedeute jedoch nicht zwangsläufig auch mehr Stabilität. Er sei sicher, so von Rosen,



dass ein zu enger aufsichtsrechtlicher Rahmen die Kreativität für neue Produkte hemme. Mit Blick auf die Stützung von Bankinstituten sprach er sich gegen eine „Sozialisierung der Verluste“ aus. Auch Landesbanken müssten zukünftig das Motiv der Mäßigung aufgreifen. Hier sei insbesondere auch über die Vergütungsstrukturen und Boni-Systeme zu reden. So seien die Boni der Vorstände der Deutschen Industriebank IKB von Aufsichtsräten, also auch von Politikern, angewiesen worden. Die Vergütung in Unternehmen müsse wieder stärker den langfristigen Erfolg widerspiegeln. Eine generelle staatliche Regulierung von Vorstandsgehältern nannte von Rosen allerdings einen Irrweg. Insgesamt bräuchte man auch nach der Finanzkrise keine neuen Vorschriften aus Brüssel oder Berlin. Risikogerechte Vergütungsstrukturen sollten der Selbstregulierung durch die Marktteilnehmer überlassen bleiben.



Risikoabsicherung im Stresstest



Oliver Bäte

Vorstandsmitglied Allianz SE

Aus Sicht eines Praktikers der Finanzdienstleistungsindustrie sprach Oliver Bäte, Vorstandsmitglied der Allianz SE. Zu den Missständen auf den Kreditmärkten gehöre zunächst der Mangel an Transparenz. Seit Jahren habe man keinen Überblick mehr, welcher Teilnehmer zu welchem Zeitpunkt welchen Verschuldungsgrad mit welcher Struktur habe. Vielmehr gebe es ein „Schattenbankensystem“, in dem mit unbekanntem Verschuldungsgraden gehandelt werde. Insbesondere Hedge Fonds und Private Equity Firmen könnten sich in einem weit höheren Maße verschulden als jedes andere Institut. Dies sei keine finanzielle Innovation, sondern ein Rückschritt, denn schon seit dem 14. Jahrhundert wisse man, dass das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital bei Kreditgebern von zentraler Bedeutung für die Stabilität des gesamten Finanzsystems ist. Heute könne man teilweise nicht ermessen, über wie viele Kreditlinien ein Marktteilnehmer verfügt und wie kurzfristig die Verbindlichkeiten sind. Dennoch würden solche Kredite wiederum weitergegeben.

Hinsichtlich der aktuellen Finanzmarktkrise sagte Bäte, man könne „kein schwarzes Schaf“ zur Verantwortung ziehen, sondern habe es mit einer Verkettung von Umständen zu tun. Nun komme es in gleichem Maße, wie zu-

vor Verschuldungsgrade erzeugt worden seien, zu Entschuldungsprozessen. Diese gingen teilweise mit Überreaktionen des Marktes einher und vollzögen sich in einer bisher nicht vorstellbaren Geschwindigkeit. Man sehe nun, wie wenig die Risikoabsicherungsinstrumente im Stresstest wirklich funktionieren.

Bäte nahm Bezug auf die derzeitige Debatte zur Finanzmarktregulierung. Zunächst sei es falsch zu glauben, dass sich der Umgang mit Risiken nur allein dadurch verbessere, wenn diese in die Bilanzen aufzunehmen seien. Dafür gebe es zum einen noch kein wirklich zuverlässiges Messverfahren, zudem gefährde dies den Unternehmenserfolg im Wettbewerb, da das Eingehen von bestimmten Risiken immer auch etwas mit unternehmerischer Strategie zu tun habe.

Ein weiterer Aspekt in den Debatten sei die Risiko-Modellierung, die in den letzten zehn Jahren regulatorisch stark gefördert worden ist. Dadurch habe sich jedoch der Irrglaube verbreitet, dass Risiken nicht mehr vorhanden seien, sobald diese mathematisch modelliert sind. Eine wirkungsvollere Absicherung sei es, Krisen mit den Mitarbeitern von Finanzunternehmen konkret zu simulieren. Man könne so feststellen, wie sich Unternehmen in der Krise verhalten und was tatsächlich auf menschliches Entscheidungsverhalten wirke.

Abschließend betonte Bäte, es werde auch in Zukunft noch weiterhin Krisen geben. Seine Erfahrung sei es, dass in der Vergangenheit stets die gleichen Fehler im Kreditbereich gemacht wurden, allerdings jeweils auf höherem technischen Niveau. Um dies in Zukunft zu verhindern, müsse man immer wieder zu den Fundamentalfaktoren für einen funktionierenden Markt zurückkehren.

Diskussion

In der Diskussion mit dem Auditorium wurden zunächst die vielfältigen Ursachen der Finanzmarktkrise thematisiert. Stark nannte hier einerseits die Makrosituation mit einem globalen Überschuss an Liquidität bei niedrigem Zinsniveau und Inflation. Andererseits gebe es Missstände im Mikrobereich: Hier seien aufgrund zu kurzfristiger Ergebnisorientierung durch bonusbasierte Vergütungsstrukturen viel zu hohe Risiken eingegangen worden.

Ergänzend stellte Ludwig Stiegler MdB (SPD) fest, in den USA sei das Regulierungssystem schlichtweg defekt, insbesondere im Bereich der Investmentbanken. Die Dramatik der Lage zeige sich auch daran, dass diese „nicht einmal eine Schamfrist“ abgewartet hätten, um als Geschäftsbanken in die Deckung der Federal Reserve zu gelangen. Mit Blick auf die Kreditverbriefung sagte Stiegler, „die ganze Kette war korrupt“. Durch bessere Regulierung müsse nun Vertrauen wieder hergestellt werden. Das deutsche Banking könne als Vorbild dienen. Stark sprach sich in diesem Zusammenhang dafür aus, Kreditgebern vorzuschreiben, einen Teil der Kredite in ihren Büchern zu belassen.



Ludwig Stiegler MdB (SPD): „Die ganze Kette war korrupt.“

Bäte lenkte den Blick auf den Themenbereich Bilanzbuchhaltung, welche sich nun unter Stressbedingungen beweisen müsse. Es zeige sich, dass die Bilanzierung zu Marktpreisen im Rahmen des Fair Value Accounting schwierig sei, wenn ein jeweils aktueller Preis gefunden werden müsse. Eine genauere Definition des „geeigneten





Angela Wefers von der Börsen-Zeitung moderierte die Expertenrunde.

Marktpreises“ sei sehr zu wünschen. Eine normale Bank habe zudem keine Überlebenschance, wenn sie plötzlich zu Abschreibungen in großem Stil gezwungen sei. Von Rosen verwies in diesem Zusammenhang auf den langen Abstimmungsprozess im International Accounting Standards Board (IASB). Stark bemerkte zum Fair Value Accounting, dieses sei auf Druck der Finanzindustrie durch das private IASB eingeführt worden. Es habe prozyklisch gewirkt und die aktuelle Krise verstärkt.

Mit der Frage, wie man zukünftig „systemischen Risiken“ begegnen könne, thematisierte Carl Ludwig Thiele MdB (FDP) die Eigenkapitalvorschriften für Banken. Sei „alles okay“, wenn auch die USA die Basel-II-Vorschriften installiert hätten? Thiele warnte davor, in diesem Bereich nun regulatorisch zu überziehen. Stark reagierte mit dem Hinweis, dass die Eigenkapitalunterlegung im Zuge von Basel-II ein klarer Fortschritt sei. Er rate, darüber hinausgehende Unterlegungsvorschriften zu erlassen. Systemische Risiken würden vom Bankenmanagement in der Regel nicht gesehen, so Stark. Dies sei ein Governance-Problem, denn auch das interne Risikomanagement sei häufig kaum beachtet worden. Das Management habe sich vielmehr auf den „Triple A“-Status von Ratingagenturen verlassen.

Bäte sagte, eine Herausforderung sei zudem die Kreditvergabe im Schattensystem von Banken und Nicht-Banken. Dies müsse international thematisiert werden. Auch der Aktionärsbereich bedürfe mehr Transparenz. Insbesondere Anteilseigner aus dem Ausland drängten häufig auf kurzfristigen Erfolg. Das Ergebnis sei eine gefährliche Quartalsorientierung der Unternehmensleitungen.

Prof. Dr. Sigrid Müller, Humboldt-Universität Berlin, sagte, der Forderung nach mehr Transparenz müsse entgegen gehalten werden, dass nicht alle Risiken aufgedeckt werden könnten. Mit Blick auf die Käuferseite gelte stets die Regel, dass eine hohe Rendite mit einem hohen Risiko verbunden sei. Christian Ahrendt MdB (FDP) warnte sogar davor, Risiken zu regulieren. Zum Markt gehöre immer auch der Exitus.

Peter Jungen fragte, ob das Finanzsystem nicht zwangsläufig zu Krisen neige. Sollten sich die Bundesbank und die Europäische Zentralbank stärker in die Regulierung einschalten? Er verwies in diesem Kontext auf ein empfehlenswertes Papier der Europäischen Volkspartei EVP.



Willi Stächele (CDU), Finanzminister von Baden-Württemberg, folgt den Ausführungen von Carl Ludwig Thiele MdB (FDP).



Christian Ahrendt MdB (FDP) warnt vor der Überregulierung von Risiken.

Welche Änderungen im Finanzsystem drängen am meisten? Auf diese Frage antwortete von Rosen, es müsse bessere Kooperationen zwischen den verschiedenen Aufsichtsbehörden geben. Zu prüfen sei die langfristige Installation einer europäischen Aufsicht. Zudem könne über die Verstaatlichung des IASB nachgedacht werden. Eingebunden werden müssten dann die EU-Kommission sowie die US Securities Exchange Commission (SEC).

Stark nannte zunächst die Verbesserung der Risikosteuerung in den einzelnen Instituten. Verschärft werden müssten die Vorschriften für komplexe Kapitalmarktinstrumente sowie die Eigenkapitalvorschriften für Banken mit Verbindlichkeiten gegenüber Zweckgesellschaften. Gegenüber dem IASB müsse politischer Druck aufgebaut werden, um mehr Transparenz in der Banken-Rechnungslegung für Aktivitäten außerhalb der Bilanz zu erreichen. Eine bessere Regulierung der Ratingagenturen sei weder aus Berlin noch aus Brüssel zu leisten, da die drei großen Agenturen ihren Sitz in den USA hätten. Hier müsse ein Dialog mit dem amerikanischen Gesetzgeber aufgebaut

werden. Zur Bankenaufsicht sagte Stark, der Internationale Währungsfonds habe fälschlicherweise zu wenig auf die USA geschaut. Es gebe mittlerweile eine gute Zusammenarbeit mit den europäischen Aufsichten, doch sei diese noch zu verstärken. Die Argumente zugunsten einer europäischen Aufsichtsbehörde hätten sich zuletzt deutlich verstärkt.

Stark schloss mit dem Hinweis, schon der Nationalökonom Ludwig von Mises habe die exzessive Kreditvergabe als zentralen Krisenauslöser im Finanzbereich ausgemacht. Dies bestätige sich nun ein weiteres Mal und sei eine Lehre für die Zukunft. Bäte fügte als ergänzende Anregung an, die Politik möge die Experten aus Bundesbank, Europäischer Zentralbank und Wirtschaft zu Beratungen an einen Tisch bringen.



Der designierte Finanzvorstand der Allianz SE, Oliver Bäte, verfolgt gespannt die Diskussion.

Impressum