

HANS-JOACHIM MASSENBERG

Finanzmärkte in Turbulenzen: Erwächst aus der Krise auch eine Chance?

I. Einleitung

Die Bitburger Gespräche haben eine lange Tradition. Sie sind ein wichtiges Forum für die Diskussion aktueller und weitreichender rechtspolitischer Fragen. Für die Neuordnung der Finanzmärkte trifft beides zu – das Thema ist von hoher Aktualität und es bedarf nicht nur ökonomischer, sondern auch juristischer Antworten. Von daher gebührt diesem Thema auch aus diesem Blickwinkel ein herausgehobener Rang.

Ich freue mich sehr, dass ich heute Morgen – in Vertretung von Herrn *Müller*¹ – die Gelegenheit habe, mit meinem Vortrag den Auftakt für die Diskussion der nächsten eineinhalb Tage geben zu können. Dabei soll ich Sie herzlich von Herrn *Müller* grüßen, der es sehr bedauert, heute nicht hier sein zu können.

Das berühmte *Hölderlin*-Zitat „Wo Gefahr ist, wächst das Rettende auch“ ist zugebenermaßen schon etwas abgegriffen, trifft im Fall der internationalen Finanzkrise aber doch den Kern. *Hölderlin* verstand unter „das Rettende“ die Gabe, mit der von „Gott gewährten Einsicht“ in seine Offenbarungen, diese im jeweiligen Gesamtbild richtig zu deuten. Das ist ein hoher Anspruch.

Übertragen auf die aktuelle Lage an den Finanzmärkten heißt dies sinngemäß: Chancen werden sich aus der Finanzkrise nur dann ergeben, wenn es gelingt, ihre Ursachen im Gesamtzusammenhang zu verstehen. Erst dadurch wird der Boden für Lösungen bereitet, die eine Wiederholung der Krise ausschließen.

Trotz des vielstimmigen Chors an Prognosen zum Jahresbeginn scheinen die Prognostiker in einem einig:

Die Finanzmarktkrise und ihre Folgen werden noch längere Zeit virulent bleiben. Der Grund dafür liegt in der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers. Deren Zusammenbruch hat wegen der globalen Verflechtung dieser Bank im internationalen Finanzsystem Folgewirkungen ausgelöst, die selbst für erfahrene Banker jenseits ihres Vorstellungshorizonts lagen. Und seither steht die Bekämpfung der Finanzkrise auch für die Politik auf der Tagesordnung ganz oben, zumal die Krise danach auf andere Wirtschaftszweige übergreifen hat und eine globale Rezession droht.

¹ Anm. d. Red.: *Klaus-Peter Müller*, Präsident des Bundesvorstandes deutscher Banken.

Das schnelle Schnüren von staatlichen Hilfspaketen für die Banken war in dieser Situation zwingend geboten. Es diente einzig und allein der Stabilisierung unseres Finanzsystems und hielt damit die monetäre Infrastruktur aufrecht, die für das Funktionieren des Wirtschaftskreislaufes unabdingbar ist.

Ohne die staatlichen Rettungspakete wäre ein systemischer Zusammenbruch des Finanzsystems nicht auszuschließen gewesen – mit vermutlich verheerenden Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Ich will kein Schreckensgemälde zeichnen – aber selbst eine politische Radikalisierung wäre, ausgelöst durch steigende Arbeitslosigkeit und Unzufriedenheit, zu befürchten gewesen. Die Finanzkrise wäre spätestens dann zu einer Systemkrise der Marktwirtschaft insgesamt mutiert.

In der akuten Krisensituation wirkte insbesondere die Politik der Notenbanken – allen voran die der Fed und der EZB – vertrauensbildend. Durch liquiditätsstärkende Maßnahmen – letztlich durch die Übernahme der Rolle als „letzter Liquiditätsanbieter“ in einem durch Vertrauensverluste erschütterten Interbankenmarkt – gelang es, die ins Taumeln geratenen Finanzmärkte vorläufig zu stabilisieren.

Die Notenbanken können aber nicht auf Dauer einen funktionierenden Interbankenmarkt ersetzen. Zum einen widerspräche dies dem Verständnis der Zentralbanken selbst, zum anderen kann die andauernde Notenbank-Präsenz einem Finanzierungszuschluss letztlich nicht entgegenwirken.

Aufgabe der staatlichen Stützungsprogramme für den Finanzsektor war und ist es daher, durch die Zuführung von Eigenkapital und die Übernahme von Risiken die Vertrauensblockade unter den Banken selbst zu überwinden. Genau auf diese Aspekte zielt das in Rekordzeit erarbeitete und von den parlamentarischen Gremien verabschiedete Finanzmarktstabilisierungsgesetz, das die Grundlage für die Arbeit des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung – SoFFin – bildet. Nach anfänglichen Anlaufschwierigkeiten ist der SoFFin in den letzten Wochen auf diesem Weg zwar ein gutes Stück weiter gekommen, durchgreifende Erfolge stehen aber noch aus. Einige Nachjustierungen an diesem eilig und unter zeitlichem Hochdruck etablierten System bleiben erforderlich.

Dies betrifft vor allem die dritte Säule des SoFFin, den Ankauf schlechter Vermögenswerte. Da die Banken verpflichtet sind, diese Papiere nach drei Jahren zurückzunehmen, werden die Bankbilanzen nicht wirklich entlastet. Eine Nachfrage- und Marktnormalisierung kann sich ohne eine deutliche Fristverlängerung nicht einstellen. Der erfolgversprechendste Weg wäre allerdings die Errichtung einer „bad bank“, die die so genannten toxischen Papiere bis zur Endfälligkeit halten könnte. Dass am Ende einer solchen staatlichen Einrichtung sogar noch ein Gewinn für die Steuerzahler übrig bleiben kann, zeigt das schwedische Beispiel aus den neunziger Jahren. Auch wenn im Zusammenhang mit einer „bad bank“ noch viele technische Fragen zu klären sind, sollte sich die Politik gemeinsam mit der Kreditwirtschaft um eine entsprechende Lösung bemühen.

II. Ursachenanalyse

Es ist sicher noch zu früh, so fest von einer Beruhigung und der notwendigen Widerstandsfähigkeit der Marktteilnehmer und der Märkte auszugehen, dass nun bereits alle Kraft auf die mittel- und langfristigen Folgemaßnahmen verwandt werden kann. Gleichwohl wäre es fahrlässig, sich weiterhin ausschließlich auf das kurzfristige Krisenmanagement zu konzentrieren und nicht auch schon heute über die Grundlagen für die Schaffung einer neuen und stabilen Weltfinanzordnung nachzudenken. An deren Ausgangspunkt muss eine korrekte Ursachenanalyse stehen, was als Voraussetzung für eine erfolgreiche Bewältigung der Krise beileibe nicht trivial ist. Die ökonomische Auseinandersetzung mit den Ursachen der Weltwirtschaftskrise zu Beginn der 1930er Jahre erstreckte sich immerhin bis in die jüngste Zeit. Nur am Rande sei vermerkt, dass ein wichtiger Beitrag dazu unter anderem von *Ben Bernanke* kam, dem jetzigen Chairman der Fed.

Das alleine wäre heute nicht weiter erwähnenswert, hätte die falsche Ursachenanalyse der Finanzkrise des Jahres 1929 und die daraus gezogenen – dann zwangsläufig ebenfalls falschen – Schlüsse nicht die nachfolgende Weltwirtschaftskrise erst ausgelöst.

Das ist kein Plädoyer für einfaches Abwarten – damit lässt sich die aktuelle Krise sicher nicht überwinden.

Trotz aller Unsicherheit besteht die Notwendigkeit, über bestimmte grundlegende Weichenstellungen in den nächsten Wochen und Monaten entscheiden zu müssen.

Die verantwortlichen Institutionen müssen jetzt die Basis für eine neue Weltfinanzordnung legen.

Sie sollten sich allerdings der damit verbundenen Risiken und Fehleinschätzungen bewusst sein.

Eine solche Fehleinschätzung liegt in dem Umstand, dass in der aktuellen öffentlichen Debatte die Ursachen der Krise eindimensional in einem Versagen der Finanzindustrie gesehen werden. Daran gekoppelt ist meist der Ruf nach dauerhaften staatlichen Eingriffen in diesen Sektor. Wieder einmal soll vornehmlich der Staat in einer Phase Halt geben, in der die Menschen mit erhöhter Unsicherheit konfrontiert sind.

Das Paradigma der Überlegenheit staatlichen Handelns ist offenbar nicht aus den Köpfen der Menschen zu verbannen. Dabei liegt der Zusammenbruch der staatlich dominierten Wirtschaftssysteme doch schon zwei Jahrzehnte zurück – oder liegt gerade darin der Grund für die drohende Renaissance des Staates? Eine Notwendigkeit, das Verhältnis zwischen Markt und Staat in der Finanzwirtschaft in Gefolge der aktuellen Krise grundlegend neu auszutarieren, besteht jedenfalls nicht.

Fassen wir alles, was wir über die Finanzkrise bislang wissen, zusammen, so ist sicherlich richtig:

– Die Risikomanagementsysteme vieler Banken haben die Komplexität einer Reihe von Produkten und deren Risiken nicht adäquat erfasst,

- die für die Vergütung zuständigen Aufsichtsorgane in den Banken haben die Entgeltanreize falsch gesetzt,
- Banken und Aufsichtsinstitutionen haben zuviel auf Urteile Dritter, vor allem die der Rating-Agenturen vertraut und
- sie haben der symmetrischen Wirkung von Bilanzierungsstandards – also der Wirkungsweise des so genannten Fair Value-Prinzips über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg – nicht genügend Aufmerksamkeit gewidmet.

All diese Faktoren haben durch ihr Zusammenspiel die Krise entscheidend verstärkt. Aber waren die Banken – oder weiter gefasst: waren die Finanzmärkte – wirklich die alleinigen Verursacher?

Es mag für viele ungewohnt klingen, aber am Anfang der Krise stand der Ruf nach mehr sozialer Gerechtigkeit – jedenfalls in den USA, wo die Wurzeln der Krise liegen. Nach sozialer Gerechtigkeit in der typischen amerikanischen Form, den Traum vom eigenen Haus zu realisieren.

Die erforderlichen Zutaten waren:

- eine zu expansive Geldpolitik und
- Regulierungslücken, die eine ungehemmte Kreditvergabe an Wohnungsbauinteresenten unabhängig vom Einkommen erst ermöglichten.

Sie führten zu immensen globalen Ungleichgewichten, deren Brisanz von der Politik unterschätzt und folglich nicht energisch genug bekämpft worden ist. Möglicherweise sind politisch Verantwortliche auch dem Irrtum aufgesessen, man könne Probleme exportieren oder sich – umgekehrt betrachtet – von Schief lagen in anderen Ländern isolieren. Heute wissen wir: Dies ist in einer globalisierten Wirtschaft nicht mehr möglich.

Ausgelöst wurde die Krise also *auch* durch Politikversagen. Wenn aus der Krise Chancen für die Zukunft wirklich erwachsen sollen, dürfen wir diese Erkenntnis nicht ausblenden.

Ja, letztendlich hat Politikversagen auch zur Zuspitzung der Krise geführt, nämlich indem das Bankhaus Lehman Brothers nicht vor dem Zusammenbruch bewahrt wurde.

Und zu dem Politikversagen kamen Mängel in der Aufsicht der Finanzmärkte hinzu. Abgesehen von den völlig unzureichenden Kreditvergabestandards in den USA ist durch die Krise offensichtlich geworden, dass der institutionelle Rahmen der Aufsicht mit der Internationalisierung der Märkte in den letzten Jahren nicht Schritt gehalten hat.

Zwar hat es gelegentlich warnende Stimmen und Hinweise auf mögliche Gefahren gegeben. Aber weder in Frankfurt noch in New York oder in London haben Aufsichtsbehörden mit der notwendigen Schärfe darauf reagiert, dass es Geschäftsmodelle gab, die ein systemisches Risiko in sich trugen. Das gilt – nur am Rande – auch für den IWF, dem nun ja in der öffentlichen Diskussion eine zentrale Rolle als „Superaufsicht“ zuge dacht werden soll.

Man tat dies entweder nicht, weil man im Wettbewerb um die liberalste Regulierung Nachteile für den eigenen Finanzplatz befürchtete. Oder nicht, weil die Qualifikation des Personals nicht genügte, um das Gefahrenpotenzial richtig einzuordnen.

Zur Krise hat also auch das Versagen politischer und öffentlicher Entscheidungsträger beigetragen. Und die Blase an den Finanzmärkten wurde auch deshalb nicht rechtzeitig bekämpft, weil es zu viele Nutznießer gab, die gerne an das Perpetuum Mobile einer unendlichen Fortsetzung des Aufschwungs glauben wollten.

Ein höherer Wachstumspfad versprach auch dauerhaft höhere Steuereinnahmen und expandierende Finanzmärkte, erleichterte die Globalisierung und leistete damit zweifelsohne einen erwünschten Beitrag für eine weltweit sinkende Armut. Und viele Anleger, auch Kleinsparer, waren auf der Suche nach Rendite-Schnäppchen – bis hin nach Island.

Lassen Sie mich an dieser Stelle ein Zwischenfazit ziehen. Gravierende Fehler der Marktteilnehmer haben zusammen mit Politikversagen und unzulänglichen nationalen und internationalen Finanzmarktregulierungen die Krise verursacht. Nur wenn wir dieses teilweise komplexe Zusammenspiel verstehen, verfügen wir über eine ausreichende Basis, um über die künftige Gestaltung einer stabilen Weltfinanzordnung zu diskutieren.

Marktteilnehmer, Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Gesetzgeber müssen damit ein Arbeitsprogramm von gewaltigem Umfang bewältigen. Der Startschuss wurde mit dem G20-Gipfel bereits gegeben.

III. Fallstricke und falsche Lösungen

Das internationale Finanzsystem, wie wir es heute kennen, ist aus den Trümmern des Bretton-Woods Systems entstanden. In den 35 Jahren seit dessen Zusammenbruch hat es sich weiter entwickelt, allerdings ohne dass seine Struktur von irgendeiner Institution bewusst geplant worden wäre. Die Triebfeder der Entwicklung lag in den Märkten selbst.

Ich gehe dennoch, glaube ich, nicht zu weit, wenn ich sage, dass dieses System zu einem Segen für die Weltbevölkerung geworden ist. Denn durch den freien Kapital- und Warenverkehr wurde rund um den Globus das Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum stimuliert. Erst der freie Zugang zu Kapital ermöglichte in vielen Regionen der Welt die erfolgreiche Bekämpfung der Armut.

Durch die Finanzkrise wurde dieser Wohlstandsmotor beschädigt. Die Frage, die es nun zu beantworten gilt, lautet: Wie ernst ist dieser Schaden, und können wir den Motor wieder zum Laufen bringen? Die Antwort darauf liegt meines Erachtens nicht in den bisherigen Erkenntnissen über die Finanzkrise und ihre Folgen, sondern in dem, was wir noch nicht wissen.

Dazu gehört vor allem, wie gut die G20 zusammenarbeiten werden, um einerseits zielführende Regulierungen, andererseits aber auch nachhaltige Handels-, Geld- und Finanzpolitiken zu entwickeln – und diese dann auch tatsächlich weltweit zu implementieren.

Ein weiterer Aspekt: Die neuen Rahmenbedingungen für die Finanzmärkte werden deren Entwicklung auf lange Zeit hinaus bestimmen. Die gesetzgeberischen Schluss-

folgerungen, die im Verlauf der kommenden eineinhalb Jahre gezogen werden, werden mithin die Basis für Stabilität und Effizienz des Finanzsektors auf lange Zeit determinieren. Wir können allerdings nur sehr vage voraussehen, welche Folgen aus den neuen Regulierungen tatsächlich konkret erwachsen werden. Es ist weitgehend offen, wie eine neue Finanzordnung Globalisierung und Wirtschaftswachstum beeinflussen wird.

Fest steht derzeit nur, dass die Chancen einer Neuordnung verspielt würden, falls durch sie marktwirtschaftliche Prinzipien in Frage gestellt würden. Sie würden auch verspielt, wenn alte Fehler wiederholt würden, wenn wir beispielsweise in protektionistische Verhaltensweisen zurück fielen. Dies mag unwahrscheinlich klingen. Aber müssen wir in den Versuchen zur Stützung der Automobilindustrie nicht erste Anzeichen eines protektionistischen Politikwettlaufs befürchten?

Protektionistische Gefahren drohen vielleicht auch von anderer Seite: In den letzten Jahren haben viele Schwellenländer vom Wachstum der Finanzmärkte profitiert. Dies hat ihnen die Integration in die Weltwirtschaft erleichtert. Werden diese Länder auf protektionistische Maßnahmen zurückgreifen, wenn es darum geht, den erreichten Wohlstand zu verteidigen?

Eine schwere Verantwortung lastet also auf denjenigen, die derzeit über die richtigen nächsten Schritte befinden müssen.

Alle müssen sich dieser Verantwortung voll bewusst sein. Die weltweite wirtschaftliche Integration mit ihren positiven Auswirkungen auf den Wohlstand weiter Bevölkerungskreise sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern wird sich nur fortsetzen lassen, wenn das globale Finanzsystem nach seiner Neuordnung zur alten Dynamik zurückfindet.

IV. Lehren und Lösungen – die Weltfinanzordnung neu gestalten

Meine sicherlich unvollständige Skizze der vor uns liegenden Aufgaben zeigt zumindest eines: Die Neuordnung der Finanzmärkte ist eine Herkulesaufgabe. Sie erfordert den Einsatz aller verfügbaren Kräfte. Sie benötigt darüber hinaus vor allem Sachverstand.

Im Kern wird es darum gehen müssen, die erforderliche Marktberreinigung im Finanzsektor und der Realwirtschaft so zu gestalten, dass von der kreativen Zerstörung im Sinne *Schumpeters* nicht nur Zerstörung bleibt, sondern ein stabiler internationaler Finanzmarkt sowie eine langfristig wettbewerbsfähige Wirtschaft.

Mit anderen Worten, wir müssen ein Finanzsystem schaffen, das ähnlich innovativ wie das vergangene ist, bei allerdings deutlich verbesserter Stabilität. Dazu müssen ohne jeden Zweifel viele Fragen der Regulierung der Finanzmärkte neu beantwortet werden. Aber ich möchte mit Nachdruck darauf hinweisen: Ohne die Berücksichtigung wichtiger makroökonomischer Aspekte werden neue Regulierungen nur Stückwerk bleiben. Die Ursachen der Krise waren nicht eindimensional – daher kann auch die Kur sich nicht nur auf einen Teilaspekt beschränken.

Lassen Sie mich darauf näher eingehen. In den vergangenen Jahren haben sich in der Weltwirtschaft riesige Ungleichgewichte aufgebaut – ich erwähne nur das amerikanische Leistungsbilanzdefizit von knapp 800 Mrd. \$ sowie die korrespondierenden Währungsreserven bei asiatischen Notenbanken.

Für die friktionslose Beseitigung solcher Ungleichgewichte gibt es bislang keine überzeugenden Lösungsansätze. Besser wäre es deshalb, solche Ungleichgewichte erst gar nicht entstehen zu lassen. Wünschenswert wäre demnach ein international akzeptiertes Verfahren, mit dessen Hilfe die Früherkennung von Ungleichgewichten wirkungsvoll verbessert werden kann.

Um dies in Zukunft zu leisten, ist zunächst die Geldpolitik gefordert. Sie muss Fragen nach den richtigen Zielparametern sowie der Notwendigkeit einer internationalen Koordinierung beantworten. Ernsthaft diskutiert werden sollte ergänzend, inwieweit es sinnvoll ist, internationale Regeln zu etablieren, damit Blasen an den Finanzmärkten früher bekämpft werden können.

Zu diesem Zweck wird sowohl ein Frühwarnsystem als auch ein besseres internationales Krisenmanagement erforderlich sein. Die internationalen Organisationen, die dieses leisten können, bestehen bereits.

So könnte einerseits der IWF eine zentrale Rolle in einem Frühwarnsystem übernehmen. Als internationale Institution mit entsprechenden Kapazitäten und Erfahrungen ist er geeignet für umfassende Analysen und die Entwicklung von Empfehlungen aus übergeordneter Perspektive.

Ein Frühwarnsystem wäre andererseits aber erst dann wirkungsvoll, wenn es auch mit der Regulierungsseite verknüpft ist. Deshalb wäre eine politische Rückkoppelung mit der Bank für internationalen Zahlungsausgleich – insbesondere mit dem Forum für Finanzstabilität – wünschenswert. Der IWF mit seiner globalen Reichweite und das FSF mit seiner stabilitätspolitischen Bedeutung und Kompetenz ergänzen sich ideal.

Dies alles wird freilich nur funktionieren, wenn die IWF-Mitglieder bereit sind, den Empfehlungen des Fonds mehr Gewicht beizumessen als das bislang der Fall war. Zudem müssen alle bereit sein, die Finanzmarktstabilität als gemeinsames Ziel zu begreifen.

Und um die makroökonomischen Maßnahmen zur Krisenprävention abzurunden:

Ein wesentlicher Beitrag zur Verhinderung zukünftiger Krisen wird auch in Zukunft in einem freien Welthandel von Waren, Dienstleistungen und Kapital liegen.

Ein erfolgreicher Abschluss der Doha-Runde wäre mithin auch ein wichtiger Baustein für eine stabile Weltfinanzordnung.

Lassen Sie mich nun zu der Frage kommen, welche Art der Regulierung einen innovativen und stabilen Finanzmarkt künftig gewährleisten kann.

In diesem Kontext stellt sich vordringlich eine im weiteren Sinne institutionelle Aufgabe. Die Finanzindustrie – als der wohl am stärksten globalisierte Teil der Weltwirtschaft – ist längst über nationale Grenzen hinaus gewachsen, die Aufsicht der Finanzmärkte unterliegt aber der nationalen Souveränität, was wohl auch in Zukunft so bleiben wird.

In einem derart zersplitterten Umfeld werden regulatorische Alleingänge eher schaden als das dringend notwendige Vertrauen schaffen. Angesichts der Vielzahl aktueller nationaler und internationaler Vorschläge rückt die Frage in den Mittelpunkt, wie diese Vorstellungen in ein stimmiges Gesamtkonzept münden sollen. Um schädliche internationale Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, müssen alle neuen Regelungen auf multilateraler Basis in internationalen Gremien der Standardsetzer abgestimmt und dann einheitlich in den einzelnen Jurisdiktionen umgesetzt werden. Denn globale Märkte brauchen eine global möglichst einheitliche Aufsichtsstruktur ohne Regelungs- und Kompetenzlücken. Und dies auf der Basis einer sehr engen Koordination der Aufsichtsbehörden. Der Vorschlag der EU-Kommission, für grenzüberschreitende Bankengruppen „Colleges of Supervisors“ einzurichten und der Aufsichtsbehörde des Mutterinstituts dafür bestimmte Prozesssteuerungskompetenzen einzuräumen, weist deshalb in die richtige Richtung.

Im Rahmen der G20-Verhandlungen sollte dieser Ansatz durch internationale Colleges ergänzt werden. Gelingt dies, dann würde die Struktur der Aufsicht der Struktur des Marktes und der Organisation des Bankgeschäfts folgen.

Selbstverständlich müssen auch die institutionellen Strukturen und Regeln hinsichtlich des Risikomanagements und der Eigenkapitalvorschriften der Banken überdacht werden. Allerdings muss dies mit Bedacht und mit Gespür für die dann aktuelle Marktlage erfolgen. Auch richtige Maßnahmen – zum falschen Zeitpunkt eingeführt – können die Stabilität des Gesamtsystems gefährden.

Weitere Schwachstellen der bisherigen Finanzmarktordnung waren die Rating-Agenturen und die Vergütungsstrukturen in den Finanzunternehmen. Bei einer Regulierung der Rating-Agenturen, die auf EU-Ebene in Vorbereitung ist, muss darauf geachtet werden, dass wegen der globalen Natur der Finanzmärkte Ratings grenzüberschreitend vergleichbar bleiben. Deshalb sollte die bevorstehende EU-Verordnung mit den internationalen Gepflogenheiten kompatibel sein.

Mit dem 2008 im Lichte der Erfahrungen mit der Finanzmarktkrise revidierten IOSCO-Code ist ein allgemein anerkannter internationaler Standard für die Organisation und das Verhalten von Rating-Agenturen verfügbar. Die künftige EU-Regulierung sollte darauf aufbauen und die Anwendung der Inhalte des IOSCO-Codes durch die Rating-Agenturen verbindlich vorschreiben. Die Einhaltung und Durchsetzung des Codes könnte dann Aufgabe der Aufsichtsbehörden in der EU sein.

Was die Vergütungsstrukturen bei Finanzinstituten anbetrifft, so werden diese zunächst selbst gefordert sein. Eine gesetzlich verordnete Höchstgrenze ist nicht erforderlich, ja sogar kontraproduktiv. Die Finanzinstitute haben die Schwachstellen erkannt und sind dabei, die Vergütungssysteme auf eine längerfristige und nachhaltige Basis zu stellen.

In inhaltlicher Hinsicht sollte das Ziel aller Regulierungsbemühungen ein stärker prinzipienbasierter Ansatz sein. Anders als der noch mit dem Basel II-Regelwerk verfolgte Ansatz wäre die Regulierung flexibel gegenüber dem Wandel an den Finanzmärkten, würde also mit den Märkten „atmen“ können. Allerdings führt diese Form der Regulierung nur dann zu einem höheren Grad an Finanzmarktstabilität,

wenn alle nationalen Aufseher diese Prinzipien auch einheitlich interpretieren. Wichtig ist mithin, diese prinzipienbasierte Regulierung international abzustimmen.

Wichtig ist auch die Einsicht, dass es mit mehr Regulierung alleine nicht getan ist. Bei Konzeption und Beschluss neuer rechtlicher Vorgaben dürfen die Maßstäbe einer „*Besseren Regulierung*“ nicht über Bord geworfen werden. Finanzinstitute – wie kürzlich von maßgeblicher deutscher Seite vorgeschlagen wurde – nur stärker an die Kette zu legen, würde uns um Jahrzehnte zurückwerfen.

Erforderlich sind vielmehr eine wirksame Folgenabschätzung regulatorischer Maßnahmen und eine effektive Rückkoppelung mit der Praxis. Es muss gewährleistet sein, dass auch die von den jeweiligen Maßnahmen Betroffenen ihre spezifische Sachkenntnis und Erfahrung einbringen können.

Und nicht jeder neue Regelungsvorschlag muss in ein Gesetz münden. Dies gilt gerade vor dem Hintergrund der neu entfachten Staatsgläubigkeit. Grundsätzlich bestehen immer verschiedene Regulierungsoptionen. Selbstverpflichtungen der Betroffenen auf freiwilliger Basis sollen und müssen auch in der neuen Weltfinanzordnung eine Rolle spielen.

V. Fazit

Lassen Sie mich zum Schluss kommen. Ein *stärker* regulierter und vermeintlich sicherer Finanzmarkt kostet Wachstum, Arbeitsplätze und Wohlstand. Für einen *besser* regulierten gilt dies nicht notwendigerweise. Diese bessere Regulierung zu finden, darin liegt die Chance, die wir nutzen müssen.

Nachdem das Feuer zunächst gelöscht zu sein scheint, wird vieles davon abhängen, dass nun die richtigen Entscheidungen getroffen werden.

Erste, durchaus geeignete Blaupausen hierzu liegen bereits vor: Das Abschluss-Kommuniqué der G20 bietet Aussicht auf zielführende und vor allem international auch mit den wichtigsten Schwellenländern abgestimmte Maßnahmen. Im Rahmen der G20 wird entschieden werden, ob die Voraussetzungen für ein innovatives und stabiles Finanzsystem – nämlich ein System mit einem Gleichgewicht zwischen Aufsicht und Marktteilnehmern – tatsächlich geschaffen werden kann.

Auch die von der deutschen „Issing-Kommission“ ins Spiel gebrachten Forderungen – etwa hinsichtlich mehr Transparenz der Märkte und besserer Aufsichtsstrukturen in der Welt – bieten Anlass zu Optimismus, dass am Ende die richtigen Lehren aus der Finanzkrise gezogen werden.

Damit dieses Vorhaben Erfolg verspricht, muss die Gesamtwirkung von Transparenz-, Offenlegungs- und Kapitalunterlegungspflichten ausgewogen bleiben. Allen Verantwortlichen sollte klar sein, dass letztlich auch eine Fülle neuer Regelungen nicht alle Risiken eindämmen kann, jedoch zu einer Inflexibilität des Systems beiträgt, die in sich den Keim einer neuen Finanzkrise trägt.