

## **„Die Finanzmarktkrise als politökonomisches Problem“**

Referat von Dr. Konrad Hummler

---

### **Inhaltsverzeichnis**

Einleitung.....	2
Geldpolitisches oder strukturelles Problem? .....	3
Wo liegt die Gefahr eines zu hohen Leverage? .....	7
Exkurs: Weshalb braucht es Eigenmittel? .....	8
Welche (Fehl)Anreize verursachen moderne Distributionsstrukturen? .....	11
Gibt es Alternativen? .....	13
Fazit .....	18

## **Einleitung**

Für all jene, für die das Finanzsystem der Inbegriff eines freien Marktes darstellt, ist die Krise, die seit nunmehr schon bald zwei Jahren Banken, Notenbanken, Aufsichtsbehörden und Regierungen im Banne hält, der ultimative Beweis dafür, dass Markt und Kapitalismus überholungsbedürftige, wenn nicht abschaffungswürdige Konzepte sind. Und all jene, die schon lange insgeheim oder auch ein wenig expliziter das Gewicht wieder vermehrt zugunsten des Kollektivs, des Staats und den überstaatlichen Organisationen zuschieben wollten, haben nun Oberwasser erhalten. Erstaunlich ist dabei die Tonalität. So triumphiert etwa der Philosoph Peter Sloterdijk: „Dank der Krise kommt jetzt der Staat aus seinem Versteck. Er gibt wieder zu verstehen, dass er auch als Marktteilnehmer eine entscheidende Rolle spielt – nicht nur als Umverteiler, sondern auch als Bürge und Käufer letzter Instanz. Er ist in Wahrheit der einzige Multimilliardär, der imponiert. Dennoch ist er vom Zeitgeist der letzten dreissig Jahre zum dummen August gemacht worden“ (NZZ vom 29.11.08, S. 47). Demgegenüber sieht es ein wahrhafter Skeptiker deutlich anders. Das chaotische Hüft und Hott staatlicher Interventionen – Bear Stearns-Konkurs nein, Lehman-Konkurs ja, Paulson-Rettungsplan ja, später nur noch stark verwässert, Garantien europäischer Regierungschefs zugunsten heimischer Banken in sich überbietender Grosszügigkeit bzw. bis hin zur offenkundigen Unerfüllbarkeit – ist Teil der Katastrophe, in welche die Weltwirtschaft nun hineingeschlittert ist, und nicht Teil einer angeblichen Rettung, die übrigens ohnehin nicht wirklich sichtbar wird. Dass im Finanzsystem der freie Markt geherrscht habe, gehört im übrigen zu den offenbar unauslöschlichen, aber gerne geglaubten und kolportierten Irrtümern.

Im vorliegenden Referat wird dennoch der Versuch unternommen, diesen Irrtum auszuräumen. Ich werde als erstes nachzuweisen versuchen, dass wesentliche Teile des Finanzsystems, die Grossbankenkonglomerate nämlich, durch eine axiomatisch falsche Anordnung der Strukturen und Anreize systematisch subventioniert worden waren. Das hatte nicht nur übermässige Volumina zur Folge, sondern führte – zweitens und wesentlich folgenreicher! – zu einer Unterschätzung der Liquiditätsproblematik und einer Geringschätzung von Eigenmitteln und Reserven. Drittens wurde dadurch die an sich segensreiche Entwicklung der Securitisation als Konzept verraten und in ihrer Wirkung ins Gegenteil verkehrt. Ich werde viertens die Version 2.0 der Securitisation und das Ende der Banken prognostizieren.

## **Geldpolitisches oder strukturelles Problem?**

### **Folie 1: TED Spread**

Im Bestreben, die Schuld am kollektiv begangenen Irrlauf im nachhinein doch noch irgendwie zu personifizieren, wird oft der frühere Chef der amerikanischen Notenbank, Alan Greenspan, ins Visier genommen. Seine Tiefzinspolitik nach 2001 sei die wahre Ursache der Liquiditätsschwemme und mithin der hemmungslosen Bilanzauflähungen bei den grossen Banken gewesen. Diese Sicht der Dinge greift meines Erachtens zu kurz beziehungsweise erscheint von ihrer Begründung her zumindest nicht hinreichend.

Gewiss, unter Alan Greenspan wurden in schwierigen Zeiten, das heisst 1998 und 2001, die Dollarzinsen teilweise dramatisch gesenkt. Man kann aber nicht behaupten, dass diese Geldpolitik nicht im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung gestanden wäre oder dass sie als solche inflationärer Natur gewesen sei. Vielmehr muss attestiert werden, dass seit Ende 2002 ein quasi ideales makroökonomisches Klima herrschte, das ein weltweit breitabgestütztes Wachstum zulies. Nach dem Kollabieren der ersten Internetbegeisterung und nach dem Schock der Terroranschläge war das keineswegs selbstverständlich. Allenfalls liesse sich argumentieren, dass Greenspan einfach Glück hatte, und zwar insofern, als seine grosszügige Geldpolitik schlicht in eine Zeit fiel, die inflationären Kräften kaum eine Chance liess. Dies deshalb, weil enorme Produktivitätssteigerungen zu einer Art weltweitem „Output Gap“ geführt hatten, zu einer Kapazitätsausweitung in fast allen Teilen der Wirtschaft, was selbstverständlich eher deflationäre Wirkung hat. Glück oder Können – uns kann das eigentlich egal sein; in diesem Zusammenhang ist lediglich wichtig, dass die tiefen Greenspan-Zinsen keine geldpolitische Aberration darstellten und sich somit in dieser geldpolitischen Hinsicht auch keine Schuldfrage stellt, so gern das einige der gestrauchelten Bankenchefs nun auch haben würden.

Des weiteren erklären tiefe Zinsen als Folge übertrieben akkomodativer Geldpolitik das „easy money“ für den Finanzsektor nicht wirklich. Das Bankensystem finanziert sich normalerweise ja nicht hauptsächlich (und ohnehin hinterlagenpflichtig) über die Notenbanken, sondern über das Publikum, das heisst über die Kapitalmärkte. Entscheidend sind deshalb nicht nur die (ganz kurzfristigen) Notenbanksätze, sondern vielmehr das, was am Markt über alle Laufzeiten hinweg zur Bankenfinanzierung verlangt wird. Je nach Qualität des Schuldners müsste der Preis verschieden ausfallen, es müsste eine sichtbare und wirksame Risikoprämie verlangt werden. Dies war und ist leider immer weniger der Fall: Im Finanzsystem, und da muss man nebst ganz vielen anderen nun auch Alan Greenspan nun als Mitverantwortlichen auch einschliessen, wird eine „Zero-Accident“-Strategie verfolgt, und das Bekenntnis zu dieser Null-Unfall-Politik wurde dermassen oft unter Tatbeweis gestellt, dass daraus die lange Zeit enorm tiefen, ja beinahe inexistenten Risikoprämien resultierten.

Die Kausalität entspricht mit anderen Worten einem Teufelskreis: Man wollte quasi um jeden Preis Unfälle im Finanzsystem vermeiden, und weil man das während langer Zeit mit grossem Erfolg tun konnte, führte das zu einer Preissituation für Banken, die es erst recht ermöglichte, unfallträchtige Positionen aufzubauen. Die „Zero-Accident“-Strategie läuft in ihrer faktischen Wirkung auf eine enorme Umverteilung zugunsten des Bankensystems hinaus: Je grösser (und somit unentbehrlicher) der Systemteilnehmer, desto mehr profitiert er davon. Darin liegen die vielgepriesenen Skaleneffekte und Synergien von Grossbankenkonglomeraten. „Zero Accident“ ist gleichbedeutend mit „Zero Cost“ für Geld; Kostenträger ist, da es ja keinen „Free Lunch“ geben kann, die Allgemeinheit. Die Kosten fallen sowohl direkt an wie im Fall der Übernahme von Northern Rock, IKB und Bear Stearns, oder aber und schlimmer noch in indirekter Form durch die übermässig auftretenden und letztlich überflüssigen Finanzkrisen, tiefer oder gar negativer Realzinsen für die Sparer und möglicherweise Inflation oder gar Stagflation. Mit anderen Worten handelt es sich bei der verzerrenden Struktur des Finanzsystems um ein klassisches Problem, wie es die Politökonomie umschreibt: Ein spezifischer Sektor verschafft sich mittels asymmetrischen Anreizstrukturen einseitig Vorteile zulasten einer grossen Allgemeinheit – eine der extremsten Subventionierungen überhaupt, die es unter anderem den grossen Banken erlaubten, ein viel grösseres Rad zu drehen, als dies der Fall gewesen wäre, wenn der richtige Preis für die eingegangenen Risiken hätte bezahlt werden müssen.

## **Folie 2: Gewinnanteil von US Finanzunternehmen**

Die zweite Grafik des heutigen Abends weist auf das Ausmass des „zu grossen Rads“, das gedreht worden ist, hin. Seit dem Amtsantritt von Alan Greenspan im Jahr 1987 stieg der relative Gewinnanteil des Finanzsektors am Gewinn der Gesamtwirtschaft praktisch kontinuierlich auf zuletzt beinahe 40 Prozent. Und das für die Erbringung einer volkswirtschaftlichen Aufgabe, welche letztlich lediglich logistischer Natur ist: die Allokation von Kapital nämlich, das heisst die Verteilung von finanziellen Mitteln an die jeweils ökonomisch sinnvollste Stelle. Und wohlverstanden: Gewinne sind nach Salären und Boni zu verstehen. Der effektive Gewinnanteil des Finanzsektors hätte also vermutlich mehr als 50 Prozent ausgemacht. So etwas kann nicht nachhaltig sein! – „Zero Accident“: (möglicherweise) gut gemeint, aber fatal in den Auswirkungen. Wie gesagt, ein Teufelskreis. Dass er sich in Zeiten geldpolitisch induziert tiefer Zinsen schlimmer auswirkt, als er es sonst tun würde, ist kein Argument dafür, den Systemfehler in der Geldpolitik zu suchen. An der Strukturdiskussion führt kein Weg vorbei.

Nun höre ich selbstverständlich den Einwand, zur „Zero Accident“-Struktur im Finanzsystem gebe es gar keine Alternative. Denn das reibungslose Funktionieren des Systems sei viel zu wichtig, als dass man auch nur einen einzigen Gedanken in Richtung eines für Zwischen-, Zu- und Unfälle offeneren Modells verlieren sollte. IKB, Northern Rock, Bear Stearns, UBS und zuvor LTCM, ja der ganze daraus resultierende „Moral Hazard“, seien der Preis, den es zu entrichten gelte, wenn man

die ganze Weltwirtschaft unterbruchsfrei mit Kapital bedienen wolle. Was es brauche, seien lediglich die richtigen Regulierungen, um die negativen Nebenwirkungen im Zaum zu halten, und es sei zuzugeben, dass man angesichts der gehabten Krise diesbezüglich weiterdenken müsse. Aber am Grundsatz der Unfallvermeidung könne und dürfe nicht gerüttelt werden.

Diese Position ist in weiten Kreisen unbestritten. Aufsichtsbehörden, Finanzministerien, die Notenbanken vertreten diese Meinung, aber auch praktisch die ganze Bankenwelt denkt so. Ohne etwas Ungebührliches unterstellen zu wollen – aber man denkt primär natürlich einmal so, wie es den eigenen Vorteilen entspricht. Die Interessenlage scheint mir im vorliegenden Fall ziemlich gleichgerichtet zu sein. Behörden neigen nun einmal zu Strukturen, welche dem eigenen Apparat tendenziell mehr Bedeutung gewähren. Die „Zero-Accident“-Struktur kommt dieser Interessenlage sehr entgegen. Dass man sich bei den grossen Teilnehmern im Finanzsystem nicht so schnell von der Gratisgarantie trennen möchte, liegt auf der Hand. Es geht um sehr viel Geld und um sehr viel Macht. Das Finanzsystem, so wie es bis heute funktioniert, wird von einem zumindest impliziten Meinungskartell verwaltet. Dass Alternativen zu „Zero Accident“ nicht gefragt sind, liegt deshalb auf der Hand.

Man wird bezüglich alternativer struktureller Konzepte gewiss nicht gescheitert, wenn man die Diskussion darüber nicht führen will. Vorschnelle Reparaturvorschläge für das bestehende System sind Gift für eine Debatte. Meines Erachtens ist es eigentlich unsinnig, mit dem „Zero Accident“-Ansatz überhaupt weiterzufahren. Denn es ist nicht einzusehen, weshalb es überall sonst in der Wirtschaft laufend Unfälle gibt, geben soll!, und weshalb sie ausgerechnet im Finanzsystem ausgeschlossen sein sollen. Womit wir bei der nächsten Frage angelangt sind, was denn Stabilität ist beziehungsweise was sie als Zielsetzung überhaupt bedeuten könnte. Wenn wir die Unmenge an Literatur über dieses Thema einigermaßen richtig überblicken, so herrschen vielfach statische Konzepte vor. Das heisst, unter Stabilität wird häufig das Nichteintreten von Folgen durch externe und interne Schocks, ja konsequenterweise die Vermeidung solcher Schocks ganz allgemein, verstanden. Bezogen auf das Finanzsystem – eben – die Verhinderung von Bankeninsolvenzen, bezogen auf die Wirtschaft die Vermeidung von Rezessionen. Im Auftrag der amerikanischen Notenbank ist eine solche konjunkturpolitische Zielsetzung sogar explizit vorgegeben. Kann eine Notenbank, können Aufsichtsbehörden das überhaupt?

Friedrich August von Hayek wurde nicht müde darauf hinzuweisen, dass das Erreichen einer derart absoluten Zielsetzung eine umfassende Kenntnis aller Gegebenheiten voraussetzen würde, dass eine solch umfassende Kenntnis aber selbst für die mächtigste Instanz unerreichbar sei. Wer, um ein paar Beispiele zu nennen, hätte vor knapp 20 Jahren die Relevanz des Internets und die damit verbundenen Produktivitätssteigerungen voraussagen können? Eine Behörde ganz sicher nicht. Wer hätte, wer hat vor vier, fünf Jahren ein derartiges Hypothekarschlamassel

prognostiziert? Wer kann heute mit genügender Gewissheit sagen, ob der Erdölpreis in den nächsten zwei Jahren eher bei 200 Dollar oder bei 20 Dollar per Barrel liegt? Aber wenn man das und vieles andere mehr nicht weiss, und darüber hinaus die Kenntnisse zur Steuerung der wesentlichen Systemparameter weitgehend fehlen, wie soll man dann für Stabilität im Sinne der absoluten Schockvermeidung sorgen können? Vorzugeben, man könne etwas bewerkstelligen, was letztlich aber unmöglich zu erreichen ist, führt zu gefährlichen Verzerrungen, wie die „Zero-Accident“-Strategie im Finanzsystem aufgezeigt hat. So unterschied Hayek zwischen der Verfolgung von abstrakten Regeln – im Fall einer Notenbank etwa denjenigen zur Erhaltung des Geldwertes – und dem auf einen spezifischen Zweck ausgerichteten Eingriff. „Nomos“ versus „Thesis“. Die abstrakte Regel benötigt keine umfassende und die ganze Komplexität verstehende Vorkenntnis, führt aber auch nicht zu konkret vorhersehbaren Resultaten. Unfälle, Rezessionen können passieren. Aber weil sich niemand darauf verlassen wird, dass sie nicht passieren können, werden sie vergleichsweise glimpflicher ablaufen als im Falle einer illusionären Garantie für „Zero Accidents“. Nicht nur beim Fed, nicht nur im Finanzsystem, in der westlichen Welt ganz generell beginnt das Übermass an illusionären Garantien negative Auswirkungen zu zeitigen. Es gibt zu viele Instanzen, die, anstatt abstrakten Regeln zu folgen, von einer konkreten Massnahme in die andere stolpern und bald nur noch negative Nebenwirkungen produzieren. Die „Anmassung“ (Hayek) illusionärer Garantien übersteigt am Ende jegliche finanzielle Leistungsfähigkeit. Das Finanzsystem kam nun an diese Grenze; die nicht mehr finanzierbaren Strukturen des Wohlfahrtsstaates, ausgedacht, damit keine sozialen Unfälle entstehen können, stehen aber gewiss an noch prominenterer erster Stelle.

Ich vermute, dass wir insofern an einem Wendepunkt stehen, als wir beobachten müssen, wie der westlichen Welt nun die Felle davonschwimmen. Die stolzen Schweizer Grossbanken mussten sich aus Asien und Arabien rekaptalisieren lassen, ein wesentlicher Teil unserer industriellen Produktion ist eh schon weg, was dem Westen vorderhand noch zu verbleiben scheint, sind die Markennamen von Produkten, die allerdings längst irgendwo auf der Welt hergestellt werden. An die Stelle der auf absolute Schmerzvermeidung und statische Sicherheit ausgerichteten westlichen Systeme treten nach und nach Menschen und Denkweisen mit wesentlich dynamischerer Sichtweise.

## Wo liegt die Gefahr eines zu hohen Leverage?

### Folie 3: Unterschied zwischen Verschuldung und Eigenkapital

Wenn man das aufgezeigte Grundmuster des Gangs ins Desaster, die jahrelange Subventionierung des Finanzsystems durch die strikte Unfallvermeidung eben, als analytisch richtig anerkennt, dann wird einem auch klar, dass die Krise eine umfassende, globale Krise sein muss und auch ist und nicht lediglich ein relativ lokales amerikanisches Problem mit viel zu hoch verschriebenen Gartenhäuschen. An den Subprime-Hypotheke entzündete sich zwar das Feuer, Zunder liegt hingegen überall herum. So darf es eigentlich nicht erstaunen, dass das Feuer auf Europa übergriff und dass auch vermeintlich so sichere Anlagen wie Pfandbriefe plötzlich keinen liquiden Markt hatten. Die zu tiefen Risikoprämien für die Finanzierung waren ja nicht auf die USA beschränkt, sondern galten global. Deshalb gab es, und gibt es, soweit noch nicht durch die Krise eliminiert, auch ein globales Übermass an Verschuldung.

Was heisst „Übermass“? In aller Konsequenz zu Ende gedacht bedeutet es, dass zu viele Projekte realer oder virtueller Art durch die Zurverfügungstellung von Kapital ermöglicht worden sind. Zum Beispiel zu viele Ferienhäuser an der Costa Brava in Spanien. Oder zu viele Internet-Boutiquen. Oder zu viele Finanzprodukte mit Lotterietypen. „Zu viel“: Eine Fremdfinanzierung unterstellt immer eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung, also eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit des Erfolgs, oder umgekehrt eine sehr tiefe Wahrscheinlichkeit eines gravierenden Fehlers, einer Täuschung, einer Enttäuschung. Zu tiefe Risikoprämien sind süßes Gift. Sie kurbeln, auf illusionärer Basis zwar, aber in sehr wirksamer Weise, mehr oder weniger alles an, was anzukurbeln ist, und deshalb passen sie sowohl dem öffentlichen als auch dem privaten Sektor so gut in den Kram. „Zu viel“ Leverage bedeutet, dass die mit solch fröhlichem Aktivismus zwangsläufig verbundene Tendenz zu mehr und mehr Fehlern und Enttäuschungen mit dem Mass der Verschuldung multipliziert wird. Da die Rückzahlung zu hundert Prozent erfolgen sollte und darüber hinaus auch noch zeitgerecht, besteht kaum Möglichkeit, die Fehler noch auszubügeln. *Verschuldung* hat eine *absolute Charakteristik*, sowohl in sachlicher als auch in zeitlicher Hinsicht; betriebswirtschaftlich resultieren daraus Fixkosten, die je nach Ertragslage gefährlich werden können. Übermässige Verschuldung bedeutet irgendwann deshalb auch ein übermässiges Auftreten von totalem Projektsterben. Gift bleibt nämlich Gift, auch wenn es süß war.

### **Exkurs: Weshalb braucht es Eigenmittel?**

An dieser Stelle erlaube ich mir, gedanklich etwas abzuschweifen. Der Exkurs betrifft die Frage von Liquidität, Komplexität und der Angemessenheit der Eigenmittel.

Beginnen wir mit „Liquidität“. Was Liquidität bedeutet, ist zumindest intuitiv klar und eigentlich auch einfach zu erklären. Denn jeder Gang durch den Supermarkt führt uns das Phänomen Liquidität täglich vor Augen: Es hat genügend Ware, und diese Ware kann man zu einem bestimmten Preis erwerben. Der Inhaber des Supermarkts sorgt für genügend Nachschub und räumt unverkäufliche Ware weg. Für den Kapitaleinsatz, den das Zurverfügungstellen der Ware in genügender Menge erfordert, für die Risikonahme, auf Ware sitzenzubleiben sowie für den logistischen Aufwand erhält der Supermarktbesitzer eine Entschädigung, nämlich eine Marge zwischen seinem Ankaufspreis und dem Verkaufspreis. Nach diesem Prinzip funktioniert nicht nur der Supermarkt, sondern jeder andere Markt auch.

Was einfach scheint, ist bei näherer Betrachtung aber alles andere als einfach. Worin bestehen denn die notwendigen und hinreichenden Bedingungen, dass Liquidität entstehen kann? Was heisst Ware? Was heisst Preis? Wie entsteht die Zuordnung von Preis zu Ware? Oder umgekehrt: Unter welchen Umständen funktioniert diese Zuordnung nicht mehr? Zunächst zur Ware: Tomaten können rot, grün, gross, klein, saftig, fleischig sein. Wir sind in der Lage, diese Qualitätsdimension einigermaßen abzuschätzen. Tomaten können aber auch infolge unsichtbarer Spritzmittel gesundheitsgefährdend sein. Oder sie könnten auch gestohlen worden sein. Diese zusätzlichen Qualitätsdimensionen können wir nicht abschätzen. Wenn Unklarheit herrscht über komplexe medizinische Qualitätsfragen oder über die rechtliche Gewähr, dann meiden wir den Supermarkt. Entsprechende Transparenz fordern wir auch in finanzieller Hinsicht. Selbstverständlich versucht jeder Supermarktbesitzer, mit Rabattsystemen, Werbung und anderen Aktionen die Nachfrage zu manipulieren. Der Komplexität sind dennoch enge Grenzen gesetzt. Wenn im wesentlichen nicht mehr klar ist, welcher Preis für welche Ware gilt, dann gehen wir zur Konkurrenz.

Nebst den notwendigen Bedingungen des Kapitaleinsatzes für die Ware, der Risikonahme für die Rücknahme und der Bereitstellung der logistischen Plattform ent- und besteht Liquidität mit andern Worten nur unter der Bedingung tiefer Komplexität bezüglich der Qualität der gehandelten Güter und genügender Transparenz bezüglich der Preisstellung. Weshalb ist der Markt für amerikanische Schatzanleihen so liquid? Weil man mit den Treasuries ein denkbar wenig komplexes Gut erwirbt, nämlich ein Zinsrisiko. Bonitäts- oder Gewährleistungsfragen stellen sich keine, und die Preisstellung ist zu jedem Zeitpunkt transparent. Genauso verhielt es sich bis vor Ausbruch der Kreditmarktkrise mit vielen Liquiditätspools, von denen man nie im Leben vermutet hätte, dass sie einmal zufrieren könnten. Grosse Banken wie UBS oder Merrill Lynch und Citi mussten in Milliardenhöhe „Auction Rate Securities“ (ARS) zurückkaufen. Es handelt sich um ein Substrat, das bis Mitte 2007 ähnlich unkomplex war wie Treasuries oder Tomaten. Dasselbe gilt für CDOs und



CDS und für viele andere der famosen Buchstabenkombinationen, welche wir über die letzten Monate in unseren Wortschatz aufnehmen mussten.

Das Problem liegt darin, dass „Komplexität“ offensichtlich nicht stabil ist, und vor allem, dass die Veränderung von „Komplexität“ kein stetiger Prozess ist. Plötzlich ruft jemand in den Supermarkt hinein: „Die Tomaten sind vergiftet!“ Und schon ist der Tomatenmarkt illiquid und bleibt es für eine Weile, selbst wenn die Tomaten von einwandfreier Qualität gewesen wären. Hätte er gerufen: „Die Tomaten sind grün!“, dann wäre nichts passiert. Komplexitätsveränderungen sind nicht das einzige unstete Element im Prozess um Liquidität und Illiquidität. Es sind die Pools selbst, die Kippeffekte erzeugen. Liquidität zieht nämlich Liquidität an, und da kann es zu übersättigten Situationen kommen. Auch bei der Liquidität gibt es Blasenbildungen und Übertreibungen, die auf einer vermeintlich stabilen Nichtkomplexität beruhen. Wenn wir die Einsicht ernst nehmen, dann ist auch klar, dass von Vorstellungen Abschied genommen werden muss, mit einer auf „Normalität“ ausgerichteten Architektur des Systems könne so etwas wie „Unfallfreiheit“ erreicht werden. Basel II, das vor relativ kurzer Zeit eingeführte Eigenmittelkorsett für das globale Bankensystem, beruht auf der Vorstellung einer solchen Normalität.

Ihr steht die Sicht des Mathematikers Benoit Mandelbrot diametral entgegen, der aufzeigt, dass im Finanzsystem „schlimme“ wie auch überaus positive Ereignisse bedeutend häufiger sind, als dies nach den Regeln der Normalverteilung der Fall sein sollte. Die praktische Erfahrung des Finanzmarktteilnehmers (1987, 1991, 1998, 2001-2003, 2007-200?) weist ebenfalls in diese Richtung. Extremereignisse kommen bei weitem zu häufig vor.

Basel II ist ein Regelwerk, das für die Banken nominelle Eigenmittelreduktionen in Instrumenten und für Positionen zulässt, wo Marktliquidität herrscht. Wenn es nun aber zutrifft, dass es so etwas wie Liquiditätsübertreibungen gibt und wenn es zudem noch zutrifft, dass solche Übertreibungen nicht in einem stetigen Prozess zu Ende gehen, sondern fast zwangsläufig schubartig, dann müsste die Angelegenheit grundsätzlich überdacht werden.

#### **Folie 4: Mehr Eigenmittel sind attraktiv**

Die ökonomische Antwort darauf müsste in der Einsicht bestehen, dass der Drang zu immer geringeren Eigenmitteln nicht zwingend zum Erfolg führt. Klar, wer eine höhere Eigenmittelrendite erwirtschaftet hat, steht zunächst einmal gut da. Das Return On Equity-Denken beherrscht denn auch die Führungsetagen der meisten Banken und die Köpfe von Finanzanalysten. Auf den ROE sind letztlich die meisten Bonus-Schemen ausgerichtet. Er ist leicht messbar, und er ist sowohl auf der Gewinn- als auch auf der Eigenmittelseite in der kurzen Frist leicht beeinfluss-, wenn nicht manipulierbar. Eine ideale Bezugsgröße für das Management, mit anderen Worten. Wenn man die Rendite einer Firma, zum Beispiel einer Bank, allerdings aus Sicht des Aktionärs anschaut, dann interessiert eigentlich ja nicht die buchhalterische Größe des ROE, sondern vielmehr die Performance der Aktie. Und Performance ist für den

Aktionär stets der um das eingegangene Risiko bereinigte, langfristige Erfolg. Wenn man nun eine Anzahl von Bankaktien unter diesem risikobereinigten Performance-Aspekt betrachtet und in Beziehung zur durchschnittlichen Eigenkapitalquote setzt, dann zeigt sich, dass eine zur Maximierung des ROE tief angesetzte Eigenkapitalquote keinesfalls ein Erfolgsfaktor ist. Die Grafik zeigt diese Nicht-Beziehung auf, ja, mit etwas statistischem Mut liesse sich aus der Grafik möglicherweise sogar das Gegenteil herauslesen: je tiefer die Eigenkapitalquote, desto schlechter die Performance. Es liegt auf der Hand, dass solche Überlegungen wichtige Implikationen nach sich ziehen. Denn es würde unter anderem bedeuten, dass die Aktienmärkte eine vorsichtigere Vorgehensweise des Managements belohnen würden. Die Marktkräfte wären mit anderen Worten vernünftig, würden das Effiziente, das Richtige, fordern, allein, die Regulierung spielte über Basel II dem Management in die Hände.

Neben der Zero-Accident Problematik, dem hohen, wie gerade erläutert kontraproduktiven Leverage, ist als dritter Aspekt der Krise die Anreizverzerrung durch die Securitisation zu nennen.

## **Welche (Fehl)Anreize verursachen moderne Distributionsstrukturen?**

### **Folie 5 und 6: Frühere und aktuelle Distributionsstruktur**

Die gegenwärtige Bankenkrise ist auch eine Folge des mangelnden Verständnisses der seit 20 Jahren den Finanzsektor verändernden Verwertschriftung. Oder noch etwas deutlicher: Des mangelnden Verständnisses darüber, welche strukturellen Veränderungen die Securitisation in der Infrastruktur des Finanzsektors, das heisst bei den Banken, den Börsen, den Clearingorganisationen, den Notenbanken etc. hätte auslösen müssen.

Was bedeutet „Securitisation“ eigentlich? Technisch gesehen handelt es sich um die Möglichkeit von Banken und anderen Geldgebern, gesprochene Kredite in Wertschriftenform am Markt zu verkaufen und so die Aktivseite der Bilanz zu bewirtschaften. Bezüglich ihrer Auswirkungen jedoch: Handelt es sich um eine gigantische Maschinerie, die einfach so, quasi als Laune der Natur, entstanden ist, die gebündelte Kraft von Zauberlehrlingen, deren Output nicht mehr zu bremsen ist? Die letzte Ausgeburt des kapitalistischen Systems, von geldbesessenen Schmeissfliegen besetzt, alles vergiftend, konjunkturvernichtend, verabscheuungswürdig?

Weit gefehlt, selbstverständlich. Securitisation ist Teil eines grossen, wichtigen, unumkehrbaren Megatrends von der kollektiven Veranstaltung und Struktur hin zur dezentralen, individuellen ökonomischen Betätigung bzw. Befriedigung von Bedürfnissen. Wir alle sind Teil dieses Megatrends, der seit gut 20 Jahren im Gange ist und der sich in den vergangenen Jahren deutlich beschleunigt hat.

Die dezentrale Emanzipation hat uns alle samt und sonders wendiger und autonomer, in gewissem Sinne fast ein wenig autarker gemacht. Es gibt kaum mehr Anlagekunden, die sich nicht übers Internet und andere Medien ein ziemlich genaues Bild über die Finanzmärkte, über spezifische Finanzinstrumente oder über einzelne Aktien machen würden. Blindlings folgt heute kaum mehr jemand einem Ratschlag, was allerdings nicht heisst, dass die Zeiten kollektiv begangener Irrtümer vorbei seien. Zwischen Information und Interpretation gibt es ja immer noch einen Unterschied. Die extrem besseren Informationsmöglichkeiten haben den Anleger aber in hohem Masse autonomer gemacht, ja auch autarker, denn er kann, wenn er will, heute sein Vermögen zu sehr günstigen Konditionen selber bewirtschaften, und er braucht heute nicht Millionär zu sein, um eine anständige Diversifikation der Risiken hinzubekommen.

Schöne neue Welt? Ja und nein zugleich. Ja, weil ein immenser volkswirtschaftlicher Effizienzgewinn und eine deutliche Besserstellung des ganzen Publikums auf individueller Ebene resultiert. Nein, weil es leider so nicht stattgefunden hat. Die Securitisation in der Version 1.0 wurde in ihr Gegenteil verkehrt, verraten. Erstens war sie zugegebenermassen auch noch nicht wirklich zu Ende gedacht worden. Denn es stellt sich in einer dermassen arbeitsteiligen Finanzierungsstruktur das Problem der

Schuldnerbetreuung bzw. -kontrolle. Arrangeure und ihre Handlanger sind nicht zwingend die besten Kreditspezialisten und unterliegen, falls sie nach Umsatz entschädigt werden, auch gefährlichen Anreizen. Je mehr, desto besser: Das genau waren (und sind noch!) die Anreizstrukturen, wie sie sich im amerikanischen Hypothekenmarkt breitgemacht hatten, weshalb die Drückerkolonnen von Countrywide quasi vorbehaltlos jedem auch nur entfernt zahlungsfähigen Amerikaner Hypotheken und Zusatzfinanzierungen aufs Auge drückten. Es sind die Anreizstrukturen, die dazu führten, dass praktisch alle Investmentbanken der Versuchung erlagen, aus ganz, ganz vielen miesen Krediten salonfähige Finanzinstrumente angeblich höherer Bonität zu basteln. Es sind die Anreizstrukturen, durch die Ratingagenturen sich hingaben, solche auf Pseudostatistik beruhende, dem gesunden Menschenverstand aber widersprechende Ergebnisse zu zertifizieren. Es sind die Anreizstrukturen, in welchen es der Verwaltungsrat einer ganz grossen Schweizer Bank als richtig erachtete, zugunsten eines vermeintlich problemlos lukrativen Geschäfts seine wirklich problemlosen übrigen Konglomeratteile ins Risiko zu setzen. Ganz offensichtlich funktioniert eine arbeitsteilige Bewirtschaftung von Schuldnern und Schulden nicht, wenn die Anreize nicht so gesetzt sind, dass der dem Schuldner am nächsten Stehende nicht selber, das heisst zum Beispiel mit seinem eigenen Vermögen, an der Risikoaufnahme beteiligt ist. Und genau deshalb werden auf hautnahe Schuldnerbewirtschaftung ausgerichtete Spezialinstitute auch künftig ihre hohe Berechtigung und Existenzgrundlage haben.

Zweitens und vor allem aber führte die Securitisation bedauerlicherweise nicht zu einer besseren Verteilung der Risiken in der Gesellschaft, sondern im Gegenteil zu einer Konzentration in den aufgeblähten Bilanzen von Grossbankkonglomeraten. Die Gründe hierfür habe ich schon genannt. Festzuhalten gilt: Sie liegen nicht in der Securitisation als solcher, sondern im systemisch gewährten Konkurschutz der Banken.

## **Gibt es Alternativen?**

### **Folie 7: Bisherige Struktur des Finanzsystems**

Vermutlich wäre es aber besser, anstatt dauernd die gehabte und gegenwärtige Misswirtschaft im westlichen Bankensystem zu beklagen, darüber nachzudenken, welche mittel- und langfristigen Veränderungen die Krise nach sich ziehen könnte. Wir müssen davon ausgehen, dass die ganz grossen, überschweren, mit vielerlei durch die Rezession nicht weniger toxisch werdenden Bilanzteilen nach wie vor bestückten Banken wie Citigroup, UBS, RBS, Fortis, Bank of America oder Hypo Real Estate nicht zuletzt wegen der Rolle, welche der Staat als neuer Ganz- oder Teileigentümer einnehmen wird, über wenig Manövrierraum verfügen werden. Alles sieht zudem nach noch mehr, noch komplexerer Regulierung aus, nach noch grösseren Horden letztlich unproduktiver Auditoren, Anwälte und Aufsichtsorgane, nach immer neuen und noch raffinierter ausgelegten Stress- und anderen Tests, nach Schikanierung der Manager zum populistischen Zweck der Bonusbeschränkung und: nach bedeutend höheren Steuern. Mit anderen Worten ist davon auszugehen, dass diese Banken ihrer Aufgabe, die Wirtschaft mit Kapital zu versorgen, nur beschränkt werden nachkommen können. Die staatliche Kontrolle wird voraussichtlich zweierlei Arten des Effizienzverlusts nach sich ziehen: zu wenig Mittel an die Wirtschaft auf der einen Seite, zu viel Kapital für politisch interessante Projekte auf der andern Seite. In Grossbritannien zwingt beispielsweise die Regierung die verstaatlichten Banken zu vermehrter Vergabe von Hypothekarkrediten. Meine Prognose: Wir werden auf Jahre hinaus im Bankensystem von Effizienzproblemen geplagt sein.

Es entspräche einem tragischen Irrtum zu glauben, die von der Politik den staatsnahen Banken auferlegten Fesseln würden nicht auch auf diejenigen Mitspieler im Finanzsystem ausstrahlen, die bis anhin ohne rettende Staatsbeteiligung ausgekommen sind. Man wird ein „Level Playing Field“, gleichlange Spiesse für alle, fordern, und solche Harmonisierungen erfolgen immer zulasten der Freiheit. Die Deutsche Bank, HSBC, Barclays, Credit Suisse und viele andere werden sich vorsehen müssen, aber auch die kleineren Institute dürfen sich keine Illusionen machen: Die rettende Umarmung durch den Staat wird sich immer wieder auch als Würgegriff entpuppen. Was aber bedeutet die voraussehbar mangelhafte Effizienz des Bankensystems für die lebenswichtige Kapitalallokation an die Wirtschaft? In den Dreissiger Jahren war klar: ohne Banken kein Kapital. Die Banken hatten über ihre Bilanzen für das zu sorgen, was es eben zum Funktionieren der Verteilung von Kapital braucht: die Losgrössentransformation, die es zulässt, dass über die Bankbilanz ganz viele ganz kleine Sparvermögen indirekt an grossen Finanzierungen von Maschinenhallen, Staudämmen oder Kraftwerken teilhaben. Die Fristentransformation, bei welcher die Banken dafür sorgen, dass Finanzbedürfnisse mit unterschiedlich langer Laufzeit durch die zumeist kurzfristig zur Verfügung gestellten Publikumsgelder befriedigt werden können. Die Risikotransformation, die durch das Engagement in verschiedenartig

gelagerte Finanzierungsprojekte eine genügende Diversifikation erlaubt, so dass der Ausfall eines Projekts nicht die der Bank zur Verfügung gestellten Publikumsgelder bedroht. Schliesslich die vielen verschiedensten Transferfunktionen vom Akkreditivgeschäft bis zum Effektenhandel – sie alle brauchten, sozusagen als Ausgleichsbecken, zwingend Bankbilanzen. Die Finanzierung der Wirtschaft über Bankbilanzen, die im wesentlichen kollektive Sammeltöpfe darstellen, stand immer in gewissem Wettbewerb zur direkten Finanzierung: dem privaten Darlehen, der direkten Beteiligung, den auf dem Kapitalmarkt plazierten Obligationen. Doch auch hier spielten die Banken oft eine wichtige Rolle, insbesondere wegen ihrer Fähigkeit, einstweilen auf dem Markt zu plazierende Finanzierungen fest zu übernehmen. Das ist die Welt des Investmentbankings, des klassischen Investmentbankings, als es noch nicht durch den Drang zu übermässigen Eigengeschäften verdorben war.

Der direkten Finanzierung waren und sind enge regulatorische Grenzen gesetzt, indem jegliche Kollektivierung der Mittelaufnahme als „bankähnliche Tätigkeit“ bezeichnet und damit zur Sache der Bankenaufsicht erhoben wird. Diese in allen Ländern übliche enge Beschränkung kollektiver Mittelaufnahme begründet denn auch die kartellartige Stellung, die den Banken in Wirtschaft und Gesellschaft zukommt, und hängt systemtheoretisch eng zusammen mit der Idee des ultimativen Schuldners Staat, der hinter den Banken insgesamt steht. Die Finanzkrise hat nun für beide, die Banken auf der einen, die Staaten auf der anderen Seite, die Fragwürdigkeit dieser eng geknüpften Abhängigkeit aufzeigen lassen. Die Anreize im System führen zu gefährlichen kollektiven Übertreibungen, zu abgründig unsinniger Risikonahme; im politischen System ist derjenige, der den Schaden letztlich tragen muss, der Steuerzahler nämlich, allerdings nicht in der Lage, kontrollierenden Einfluss auf die grosszügigen Garanten auszuüben. Im Endeffekt handelt es sich bei dem von Banken und dem Staat als Garanten geprägten Finanzsystem um einen von zu vielen Fehlanreizen gekennzeichneten, zu extremen Fehlallokationen neigenden, sich möglicherweise einmal selbstzerstörenden Mechanismus. Er gehört ersetzt durch ein in jeder Hinsicht effizienteres System. Hirngespinnst? Nein, denn Alternativen sind schon vorhanden.

#### **Folie 8: Strukturveränderungen (Alternativen wie Prosper etc.)**

Beispiele:

- „Prosper“. Eine Internetplattform, die kreditsuchende und investitionswillige Finanzmarktteilnehmer zusammenführt. Als Geldgeber kann man entscheiden, wem aus der Kreditnehmergeinschaft man wieviel Darlehen zur Verfügung stellen will, über ein Auktionsverfahren wird der Zins dafür festgelegt. Der Geldgeber kann die Losgrösse seines Engagements selber bestimmen, er kann die Fälligkeitsstruktur optimieren, er kann auch den gewünschten Diversifikationsgrad unter verschiedenen Schuldern autonom herbeiführen. Das heisst, er nimmt mit Hilfe des Internets alle drei klassischen Bankenfunktionen selber wahr. „Prosper“ prosperiert wegen regulatorischen Steinen, die ihr die „Securities and Exchange Commission“ (SEC) in den Weg legt, noch nicht wirklich.

- „studienaktie.org“. Eine Internetplattform, auf der sich Studierende selber als Wertanlage verhöckern können. Sie bieten Investoren ein partiarisches Darlehen an, also eine Schuld, die mit Rückzahlungsdatum und der Versprechung auf eine künftige Mitbeteiligung an einem Gewinn verbunden ist: einem prozentualen Anteil am Jahresgehalt, wenn der Student ins Berufsleben eingestiegen ist. Aus China erreicht mich laut „Economist“ die Nachricht, dass die Plattform „Qifang“, ähnlich strukturiert wie „studienaktie.org“, bereits 2'500 Darlehen à durchschnittlich 400 US Dollar ausgegeben hat.
- Refinanzierung von Grosstransaktionen der Industrie. Dem Vernehmen nach wird von Seiten der Schuldner mehr und mehr mit institutionellen Anlegern bezüglich Festübernahme und Konditionen vorverhandelt. Die klassischen Bankenfunktionen der Losgrössentransformation, der Risikotransformation und der Fristentransformation ergeben sich durch bankenähnliche Beziehungspflege des Schuldners gegenüber der Investorengemeinde sowie durch die materiell und fristenmässig breit diversifizierte Struktur auf der Investoreenseite praktisch automatisch. Wozu dann noch eine dazwischenstehende Bankbilanz? Die technische und rechtliche Strukturierung des „Deals“ durch Investmentbanken genügt eigentlich; hohe Entschädigungen sind dafür aber nicht gerechtfertigt.
- Der Bereich des „Peer-to-Peer-Financing“, der Vermittlung von Kapital durch das Internet, ist in starkem Wachstum begriffen. Die zu beobachtenden hohen Monopolrenten, wie sie beispielsweise just den für die Innovationskraft der Wirtschaft so entscheidenden Bereich der „Initial Public Offerings (IPO)“, das heisst den Erstgang an die Börse, kennzeichnen, rufen nach Plattformen wie beispielsweise „wrhambrecht.com“. Die Preisfindung findet mittels Auktionsverfahren bedeutend effizienter statt – zum Wohl von Investoren und Kapitalsuchenden.

Das Beflügelnde am Gedanken, dass über Netzwerkfunktionen wie das Internet oder aber auch weniger virtuelle Plattformen das Bankensystem langsam, aber sicher obsolet gemacht werden könnte, hat mehrere Dimensionen. Im Vordergrund steht gewiss der Effizienzgewinn, der dadurch entsteht, dass ein gewichtiger Zwischenhändler nicht mehr notwendig wäre. Noch wichtiger erscheint uns indes die Aussicht auf einen teilweisen Wegfall beziehungsweise eine Bedeutungsverminderung einer Struktur, die über die letzten Jahrzehnte in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik ein zu grosses Gewicht erlangt hat, die zu oft Krisen verursacht und die Allgemeinheit infolge dieser Krisen und Fehlallokationen schlicht zu viel gekostet hat. Die Bedeutungsverminderung des Bankensystems hätte klar wohlstandvermehrende Auswirkungen.

#### **Folie 9: Neue Struktur des Finanzsystems**

Es gibt allerdings ein paar Voraussetzungen, damit Plattform-Finanzierungen über den anekdotischen Zustand hinaus gedeihen. Bis anhin waren sie auf die Vermittlung innerhalb einer gewissen Gemeinschaft, einer „Community“, beschränkt. Gemeinschaft in dem Sinne, als sie zwar grundsätzlich jedermann offensteht, nach

Abschluss der Transaktionen aber klar existent und für den weiteren Verlauf der Investments irgendwie auch erfolgsbestimmend ist. Die Community hat durchaus einen positiven disziplinierenden Effekt. So scheinen die Ausfallquoten bei über Internetplattformen gewährten Darlehen tiefer zu liegen, als wenn Banken im Spiel sind. Bekanntlich stellen die über Banken finanzierten Studentendarlehen in den USA eines der größeren Probleme dar, welche die Finanzkrise produziert hat.

Dennoch: Die Fristen-, Losgrößen- und Risikotransformation ist nur dann hinreichend möglich, wenn nach Abschluss der Transaktionen weiterhin Flexibilität vorhanden ist. Man muss – zu bestimmten Preisen und Abschlägen selbstverständlich – aussteigen können. Die Internetplattformen kranken an einem fehlenden Sekundärmarkt, das heisst einer Möglichkeit der Weitergabe von erworbenen Wertrechten über einen Marktmechanismus. Man wird die gewährten Darlehen, die zum Beispiel auf drei Jahre festgelegt sind, nicht vorzeitig los. Ein Sekundärmarkt kann aber nur entstehen, wenn genügend Transparenz herrscht, damit ein bisher unbeteiligter Dritter den gebotenen Preisen Glauben schenken kann. Ohne eine gewisse Standardisierung und ohne ein qualitatives Element, das diese Standardisierung auch immer wieder bestätigt, wird das „Platform-financing“ nicht abheben. Ein Markt basiert auf der Möglichkeit, Gleiches oder Ähnliches vergleichen und handeln zu können, andernfalls sind die Informations- und Transaktionskosten zu hoch. Standardisierung, qualitative Bestätigung: Die Plattform-Betreiber, heissen sie nun Prosper, Studienaktie, Schweizer Börse, Deutsche Börse, Scoach oder wie auch immer, sind gefordert. Sie müssen sich aufgrund der strukturellen Krise der Banken dringendst Investmentbanking- und Rating-Know How zulegen. Das Ziel muss sein, das zu schaffen, was 1949 dem Dänen Ole Kirk Christiansen gelang: Kunststoffblöcke, die ohne Problem aufeinander passen und mit denen man alle nur denkbaren Formen und Strukturen zusammenbasteln kann, Lego-Steine nämlich. Sie sind normiert, von immer gleicher Qualität, aber unbeschränkt vielfältig einsetzbar.

Im Zuge der Finanzkrise sind Medien, Behörden, aber selbst Vertreter von Banken nicht müde geworden, die „Securitisierung“ oder „Verwertschriftung“ des Finanzsystems als eine der wichtigsten Ursachen für die Krise darzustellen. Es besteht immer die Gefahr, dass man Symptome zur Krankheit macht. Selbstverständlich bestehen keine Zweifel, dass viele vorab intransparente Produkte und Instrumente notleidend wurden, also nicht mehr verkäuflich waren. Das ist katastrophal. Aber sind daran die Instrumente schuld oder doch nicht eher die Mechanismen, die hinter der Produktion und dem Vertrieb standen? Nehmen wir zum Beispiel die Rating-Agenturen. Von wem wurden sie bezahlt? Von den Investoren? Von den Betreibern der Sekundärmärkte? Von den Aufsichtsbehörden? Nein, von den Investmentbanken. Im Unterschied zu einem Lego-Baustein handelt es sich beim die Normierung bestätigenden Rating von Finanzinstrumenten um ein öffentliches Gut; die Abgeltung der Produktionskosten ist also prekär. Und die Finanzierung des öffentlichen Guts der Rating-Information durch die Investmentbanken ist nicht nur prekär, sondern fahrlässig gefährlich, weil sie tendenziell zu positiv herauskommt. An der Übernahme



dieser Produktionskosten durch eine neutralere Instanz führt kein Weg vorbei. Die Betreiber von Sekundärmärkten sind logische Ansprechpartner. Der Staat als Eigentümer der Rating-Agenturen wäre nur eine zweitbeste und deutlich schlechtere Lösung. Die Konsumgüter-Plattform „Ebay“ macht es uns vor: Sie sorgt für das Zuverlässigkeits-Rating der Teilnehmer und macht dieses völlig transparent. Der Anreiz zu Wohlverhalten ist gegeben. Aber nicht nur das Prinzip des Ratings, sondern auch die Produktion an sich muss überdacht werden. Ist es sinnvoll, dass Investmentbanken, welche die Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt und den einzelnen Schuldnern bilden, selber Lego-Häuser basteln? Sie sollten die Steine herstellen und nach immer neuen Formen, sprich Risikoklassen und Investitionsprojekten, suchen. Mehr nicht. Vor allem nicht eigene Türme basteln.

Bleibt das, was der Staat künftig zu tun hat. Er muss nur für eines sorgen: Ordnung. Das ist gleichbedeutend mit „Durchsetzbarkeit der Kontrakte“ sowie Klarheit bezüglich Eigentum. Damit steht und fällt die Securitisation. Interessant wird's werden, wenn auf globaler Ebene hinterlegte Pfände ausgetauscht werden. Dazu braucht es Clearinghäuser; ihr Erfolg hängt ganz wesentlich von der Zuverlässigkeit des Rechtssystems ab, in welchem sie angesiedelt sind. Als zentrale und damit weitestgehend risikofreie Gegenparteien können sie nur funktionieren, wenn sie sich zu jedem Zeitpunkt und unter allen Umständen auf die Durchsetzbarkeit von Verträgen verlassen können.

Was ich prognostiziere, ist nicht nur die Ablösung von Bankfunktionen durch Plattformen und Clearinghäuser, sondern auch die Rückkehr von strukturierten Vehikeln, die man im Verlaufe der Krise wahrhaftig verteufelte. So scheint uns zum Beispiel die „Collateralized Debt Obligation“, der berühmt-berüchtigte CDO, mit seiner kaskadenartigen Haftungsstruktur, nach wie vor ein sinnvolles Produkt zur Verwaltung einer Vielzahl von ähnlich gelagerten Finanzierungsprojekten zu sein. So lange sich CDOs nicht auf ein und dasselbe Kreditsubstrat beziehen und als quasi risikolose Anlagen in staatlich subventionierten Grossbankenbilanzen auftürmen, ist eigentlich nichts gegen sie einzuwenden. Ganz sicher trifft sie der Vorwurf der Intransparenz nicht, im Gegenteil!

## **Fazit**

Ich habe versucht, in dieser Stunde die Ursachen für die und die Konsequenzen aus der Finanzkrise anhand von drei Themenschwerpunkten zu erarbeiten: der irrigen „Zero-Accident“-Annahme, der aus der versuchten Umsetzung dieses Irrwegs fließenden Fahrlässigkeit im Umgang mit Eigenmitteln und Liquidität und der missbrauchten, ins Gegenteil verkehrten Securitisation Version 1.0.

Wenn Sie die letzte Darstellung genau betrachten, dann merken Sie bestimmt, worauf ich wirklich hinaus will: Mit der Vision einer Securitisation Version 2.0 möchte ich eigentlich nicht nur die grosse Bankbilanz obsolet machen, sondern, verbunden damit, auch die Existenz eines „lender of last resort“ unnötig machen. Ich vermute, dass in der Kombination der Notenbankfunktionen – einerseits für Geldwertstabilität zu sorgen und andererseits als „lender of last resort“ das System zu stabilisieren – das grösste Problem lag und immer noch liegt. Die Funktionen sind mutmasslich logisch gar nicht kombinierbar.

Ich rufe Sie auf, den Gedankengang weiterzuführen, den Thesen zu widersprechen, neue Gedanken aufzunehmen. Es ist nun an uns, einer kleinen Gruppe von insofern Privilegierten, als wir frei von Interessenbindungen und Vorurteilen denken dürfen, im Gefolge der Finanzkrise den Kapitalismus noch einmal und neu zu definieren.

Das Privileg des freien Gedankens entspricht zugleich aber auch einer Verantwortung: Man muss es tun.

Dr. Konrad Hummler, 25. Juni 2009