

Finanzmarktentwicklung und Finanzmarktregulierung
im Schatten intensiven Wettbewerbs.
Anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen durch Basel-III

Von der Fakultät für Gesellschaftswissenschaften der Universität Duisburg-Essen
zur Erlangung des akademischen Grades

Dr. rer. pol.

genehmigte Dissertation

von

Martin Ströder

aus

Neuwied

Tag der Einreichung: 26.8.2016

Tag der mündlichen Prüfung: 20.4.2017

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung: Der Forschungsgegenstand.....	1
1.1 Interbankenmarktsystem: Die Dealer-Elitebanken als zentrale Gläubiger.....	3
1.2 Dealer-Elitebanken: Interbankenmarktsystem in der wettbewerbsbedingten Systemkrise	8
1.3 Globale Finanzsystemstabilität: Das Basel Committee on Banking Supervision (BCBS).....	11
1.4 Ziele und Fragestellung	14
1.5 Literaturübersicht und Analyseperspektive	16
2. Zugang zum Forschungsgegenstand und Heuristik.....	20
2.1 Forschungsstand: Handlungstheoretische Steuerungs- und institutionenbasierte Governance-Forschung	20
2.1.1 Steuerungstheorie, Steuerungsforschung, Steuerungswissen, staatliche Steuerung	20
2.1.1.1 Bei der Formulierung staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung	21
2.1.1.2 Bei der Implementierung staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung	24
2.1.1.3 Bei der Problemanalyse staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung	28
2.1.1.4 Zwischenfazit: Steuerungsbegriff und Steuerungsforschung	32
2.1.2 Governance-Forschung	34
2.1.2.1 Governance, Interdependenzentstehung und Interdependenzbewältigung.....	34
2.1.2.2 Governance-Mechanismen.....	37
2.1.2.3 Governance-Formen.....	39
2.1.2.4 Governance-Regime.....	44
2.1.2.5 Zwischenfazit: Strukturelle Einbettung und Steuerungsforschung	49
2.2 Heuristik: Eine problemorientierte Steuerungs- bzw. Policy-Analyse.....	49
2.2.1 Steuerungskonzeptionsanalyse	50
2.2.1.1 Analyse der Steuerungskonzeptionen	50
2.2.1.1.1 Problemanalyse und Problemkategorien.....	52
2.2.1.1.2 Bewertungskriterien.....	54
2.2.1.1.3 Einigungskosten.....	56
2.2.1.1.4 Institutionelle Bedingungen	57
2.2.1.2 Steuerungsinstrument: materiell-rechtliche Ge- und Verbote.....	58
2.2.1.2.1 Einsatzbereich.....	58
2.2.1.2.2 Erfolgsfaktoren	59
2.2.1.2.3 Problemkategorien, Bewertungskriterien und Einigungskosten	61
2.2.2 Ablauf einer problemorientierten Steuerungsanalyse.....	61
2.2.3 Bemerkungen zur Wahl des Steuerungsansatzes.....	62
2.3 Weiterentwicklung der Theorie.....	65
2.3.1 Analytische Differenzierung: Markt-, Regelanwendungs- und Regelsetzungs-Regime	65
2.3.2 Strukturproblem: Wettbewerbsintensität, intensiver Wettbewerb.....	69
3. Problemanalyse I: Dealer-Elitebanken und Interbankenmärkte – Das Interbankenmarktsystem.....	72

3.1 Dealer-Elitebanken: US-amerikanische Entwicklungslinien	72
3.1.1 US-amerikanische Geschäftsbanken	74
3.1.2 US-amerikanische Institutionelle Investoren	81
3.1.3 US-amerikanische Investmentbanken	89
3.1.4 US-amerikanische Bankenkonglomerate	98
3.1.5 Synthese I: Too-Big-To-Fail Dealer-Elitebanken	104
3.2 Interbankenmärkte: Dealer-Elitebanken als unregulierte geldschöpfende Börsen	115
3.2.1 Interbankengeldmärkte	117
3.2.2 Repo-Interbankenmärkte	126
3.2.3 Interbankenmärkte der strukturierten Finanzvermögensverbriefung	133
3.2.4 Interbankenmärkte der Kreditderivate	141
3.2.5 Synthese II: Too-Connected-To-Fail Dealer-Elitebanken	149
3.3 Zwischenfazit: Das Interbankenmarktsystem und die Systemrisiken TBTF und TCTF	162
4. Problemanalyse II: Instabilität des Interbankenmarktsystems – Marktversagen	168
4.1 Systeminstabilität im Interbankenmarktsystem: Wettbewerbsintensität als Strukturproblem	169
4.1.1 Externe Effekte und die Instabilität des Interbankenmarktsystems	171
4.1.1.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	171
4.1.1.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	173
4.1.2 Informationsmängel und die Instabilität des Interbankenmarktsystems	176
4.1.2.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	176
4.1.2.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	181
4.1.3 Marktmacht und die Instabilität des Interbankenmarktsystems	186
4.1.3.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	186
4.1.3.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	191
4.1.4 Anpassungsmängel, Wettbewerbsintensität und die Instabilität des Interbankenmarktsystems	195
4.1.4.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	195
4.1.4.2 Wettbewerbsintensität als neue strukturelle Problemkategorie	197
4.1.4.2.1 Helmut Arndts pervertierter Leistungswettbewerb	200
4.1.4.2.2 Erhard Kantzenbachs Konzept von der optimalen Wettbewerbsintensität	201
4.1.4.2.3 Michael E. Porters kompetitive Wettbewerbsstrategie	202
4.1.4.2.4 Verhaltensökonomische Ansätze zum wettbewerbsstrategischen Anbieterverhalten	203
4.1.4.3 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen	205
4.1.4.3.1 Wettbewerbsbedingte Innovationsmotivation	206
4.1.4.3.2 Wettbewerbsbedingte Motivation die Risikotoleranz zu senken	209
4.1.4.3.3 Wettbewerbsbedingte LIBOR-Manipulation	213
4.1.5 Synthese III: Zentrale Problemkategorie »Wettbewerbsintensität«	216
4.2 Zwischenfazit: Ursachenadäquate Antwort auf Marktversagen durch Wettbewerbsintensität	222

5. Problemanalyse III: Instabilität des Interbankenmarktsystems – Steuerungsversagen	225
5.1 Systeminstabilität im Interbankenmarktsystem: BCBS Eigenkapitalschutz-Regime als Strukturproblem...	225
5.1.1 Bilanzielles und bilanzrechtliches Eigenkapital	226
5.1.2 Regulatorisches Kern- und Ergänzungs-Eigenkapital und seine Funktionen.....	231
5.1.3 BCBS Eigenkapitalstandards und nationale Bankenaufsicht	234
5.1.4 BCBS Mindesteigenkapital im Bank- und Handelsbuch	238
5.1.5 BCBS Eigenkapitaldefinition – Kernkapital, Ergänzungskapital, Drittrangmittel	240
5.1.6 BCBS Risikogewichtung I – Der Standardansatz (mit Ratingagenturen)	244
5.1.7 BCBS Risikogewichtung II – Der Internal-Rating-Based Approach (IRB-Ansatz)	249
5.1.8 BCBS Risikogewichtung III – Bankbuch-RWA und Handelsbuch-RWA.....	253
5.1.9 Synthese IV: Regulatorische Überflexibilität als Anreiz sich prozyklisch zu verhalten	257
5.2 Zwischenfazit: Steuerungsversagen durch Überflexibilität des BCBS Eigenkapitalschutzes	263
6. Anhaltendes Steuerungsversagen I: Wirkungsanalyse des Basel-III Eigenkapitalschutz-Regimes	266
6.1 Maßnahmenkomplex Basel-III.....	266
6.1.1 Grundlegendes zum Problem und seiner regulatorischen Lösung	267
6.1.2 Maßnahmen: Mindesteigenkapital, Kapitalpuffer, Eigenkapitaldefinition	268
6.1.2.1 Mindesteigenkapitalzusammensetzung	268
6.1.2.2 Eigenkapitaldefinition	271
6.1.2.3 Eigenkapitalpuffer.....	274
6.1.2.3.1 Kapitalerhaltungspuffer und antizyklischer Risikopuffer	274
6.1.2.3.2 Liquiditätspuffer – Mindestliquiditäts- und strukturelle Liquiditätsquote	276
6.1.2.3.3 Systemrelevanzabhängiger Kapitalpuffer	277
6.1.2.4 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes	278
6.1.3 Maßnahmen: Handelsbuchabgrenzung, Handelsbuch-RWA und Bankbuch-RWA	280
6.1.3.1 Handelsbuchabgrenzung	281
6.1.3.1.1 Genehmigung der instrumentenspezifischen Handelsabsicht	281
6.1.3.1.2 Trading Desk Abgrenzung.....	286
6.1.3.1.3 Instrumentendefinitiorische Abgrenzung.....	289
6.1.3.2 Handelsbuch-RWA	296
6.1.3.2.1 Mehrstufige Genehmigungsverfahren von IRB-Modellen	297
6.1.3.2.2 Expected Shortfall (ES)	301
6.1.3.2.3 Stressed ES, Incremental Default Risk Charge (IDRC).....	304
6.1.3.2.4 Standard-Ansatz als Modellreferenz	309
6.1.3.3 Bankbuch-RWA.....	313
6.1.3.4 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes.....	313
6.1.4 Maßnahme: Gegenparteiisiko-RWA.....	317
6.1.4.1 Credit Value Adjustment (CVA).....	318

6.1.4.2 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes.....	324
6.2 Zwischenfazit: Anhaltendes Steuerungsversagen im Kreislauf der Komplexisierung.....	328
7. Anhaltendes Steuerungsversagen II: Die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes.....	331
7.1 Die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes im BCBS Regelsetzungs-Regime.....	332
7.1.1 BCBS Regelsetzungs-Regime als transnationales Mehrebenensystem.....	334
7.1.1.1 Horizontale interadministrative BCBS Mehrebenenorganisation.....	335
7.1.1.2 Vertikal rückgekoppelte BCBS Mehrebenenorganisation.....	339
7.1.1.3 Das deutsche Banken- und Finanzsystem.....	341
7.1.2 BCBS Regelsetzungs-Regime als Verhandlungsprozess nationaler Wettbewerbsfähigkeit.....	342
7.1.2.1 Bilaterale interadministrative Vorverhandlungen.....	343
7.1.2.2 Transnational responsive Nachverhandlungen.....	345
7.1.2.3 Nationale Implementationsverhandlungen.....	347
7.1.3 BCBS Regelsetzungs-Regime als gewachsener Change Agent.....	349
7.1.3.1 Regulatory Capture und das International Institute of Finance (IIF).....	350
7.1.3.2 Deep-Capture, Problemdefinition, Agenda-Setting im Zuge von Basel-III.....	353
7.1.3.3 Von Basel-III zu Basel-IV – Die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken.....	356
7.2 Zwischenfazit: Wettbewerb der Vetospieler im BCBS Regelsetzungs-Regime?.....	359
8. Schlussteil: Anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen im Schatten des Wettbewerbs.....	361
8.1 Policy-analytische Frage: effektive, ursachenadäquate Problemlösung.....	362
8.2 Governancetheoretische Frage: Markt- und Steuerungsversagen im Schatten des Wettbewerb?.....	367
8.3 Handlungsempfehlungen.....	372
8.4 Ausblick.....	374
Literaturverzeichnis.....	376

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Wegweisende BCBS-Entscheidungen mit Zielvorstellungen	11
Abbildung 2: Schema einer Steuerungskonzeptionsanalyse	50
Abbildung 3: Ablaufdiagramm einer problemorientierten Steuerungsanalyse	61
Abbildung 4: Verzahnung von Regime-Typen in der policy-analytischen governance-Forschung.....	66
Abbildung 5: Andere Einkommen als Teil des Gesamteinkommens der 100 größten deutschen, französischen, US-amerikanischen und schweizerischen Geschäftsbanken von 1988-2009	107
Abbildung 6: Das Großkundengeschäft der Dealer-Elitebanken	109
Abbildung 7: Einzelne internationale Bankenkonglomerate und ihre in Form von ausländischen und inländischen Tochterunternehmen integrierten Geschäftsbereiche Stand: Ende 2007.....	112
Abbildung 8: Zur Differenzierung von Banken, Elitebanken und Dealer-Elitebanken.....	115
Abbildung 9: Vereinfachte Darstellung einer bilateralen Repo-Transaktion	127
Abbildung 10: Zunahme der Repo-Interbankentransaktionen (ausstehende Werte zum Berichtszeitpunkt) im Verhältnis zum BIP der Mitgliedstaaten der Eurozone (EU-17) von 1998-2011 in tausend Milliarden Euro.....	132
Abbildung 11: Entwicklung der US-amerikanischen Interbankenmärkte der Vermögensverbriefung (MBS GSE, MBS Privat, ABS Privat, CDO Privat, ABCP Privat) im Zeitraum von 1996 bis 2012 in Milliarden Dollar	135
Abbildung 12: Marktanteil (in Prozent) einzelner Finanzinstitutionen in Bezug auf die einzelnen Rollen und in Verbindung mit einzelnen Produkten der privaten Vermögensverbriefung	139
Abbildung 13: Modell einer Kreditausfallversicherung - CDS	143
Abbildung 14: Kumulierte Entwicklung der OTC gehandelten Finanz- und Kreditderivate von 1987 bis 2009 in Billionen US Dollar - Nominalwerte	147
Abbildung 15: Wert (erstes Quartal 2009) der in ausgewählten Sektoren gehandelten und bilanzierten Kreditderivate (Finanzderivate) in Billionen Dollar – Zins-, Kredit-, Währungs-, Aktien- und Warenderivate. 148	
Abbildung 16: Entwicklung Traditionelle vs. Schattenbanken-Verbindlichkeiten im Passivgeschäft der US-amerikanischen Elitebanken.....	153
Abbildung 17: Grafische Gegenüberstellung der realwirtschaftlichen Innengeld- und der finanzwirtschaftlichen Innengeldproduktion in den dafür vorgesehenen Systemen.....	156
Abbildung 18: Schichtung des OTC-Interbankenmarktsystems mit den Interdealermärkten im Zentrum.....	158
Abbildung 19: Der Aufbau des Interbankenmarktsystems mit einer Dealer-Elitebank im Zentrum	163
Abbildung 20: Ursachen-Wirkungszusammenhänge der eigendynamischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems.....	217
Abbildung 21: Darstellung eines Bilanzschnappschusses I	227
Abbildung 22: Darstellung eines Bilanzschnappschusses II.....	229
Abbildung 23: Eigenkapitalklassen nach Basel-II	241
Abbildung 24: Risikogewichtung von sämtlichen Forderungen laut Basel-I.....	245
Abbildung 25: Ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen an Staaten und an Wirtschaftsunternehmen laut Basel-II.....	247
Abbildung 26: Ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen Banken und Wertpapierhäuser laut Basel-II.....	247
Abbildung 27: Wahrscheinlichkeitsnormalverteilung erwarteter und unerwarteter Verluste	251
Abbildung 28: Handelsbuchinstrumente einer fiktiven Dealer-Elitebank – ohne Repo-Finanzierungen.....	254
Abbildung 29: Teilkonzeptionen 1-4 – Maßnahmen zum Kern- und Ergänzungskapital	269
Abbildung 30: Teilkonzeptionen 5-9 – Maßnahmen zur Eigenkapitaldefinition	271
Abbildung 31: Teilkonzeption 10 – Maßnahme zur Ausweisung der Stammaktien	272
Abbildung 32: Teilkonzeption 11 – Maßnahme zum instrumentenspezifischen Nachweis der Handelsabsicht. 282	
Abbildung 33: Teilkonzeptionen 12-13 – Maßnahmen zur Begrenzung des Verschiebens von Finanzinstrumenten zwischen dem Bank- und dem Handelsbuch	284

Abbildung 34: Teilkonzeption 14 – Maßnahmen zum Handeln von Finanzinstrumente über Trading Desks....	287
Abbildung 35: Teilkonzeptionen 15-19 – Maßnahmen zur Differenzierung von Handelstechniken und Handelsinstrumenten.....	290
Abbildung 36: Teilkonzeptionen 20-24 – Maßnahmen zur Differenzierung von Handelstechniken und Handelsinstrumenten.....	291
Abbildung 37: Teilkonzeption 25-28 – Maßnahmen zur Genehmigung von IRB-Modellen.....	297
Abbildung 38: Teilkonzeption 29 – Maßnahme zur Marktrisikoberechnung mit der Expected Shortfall Metrik.....	301
Abbildung 39: Teilkonzeption 30 – Maßnahme zur Einführung des Stressed Expected Shortfall	305
Abbildung 40: Teilkonzeption 31 – Maßnahme zur Einführung einer Incremental Default Risk Charge.....	308
Abbildung 41: Teilkonzeption 32 – Maßnahme zur parallelen Berechnung des Standardansatzes	310
Abbildung 42: Teilkonzeption 33 – Maßnahme zur Veröffentlichung von Modellinformationen bis zur Trading Desk Ebene	312
Abbildung 43: Teilkonzeptionen 34-37 – Maßnahme zur CVA Risikogewichtung bzw. Bepreisung.....	319
Abbildung 44: Aufbauorganisation der zentralen BCBS Organisation gemäß Charta.....	335
Abbildung 45: Ausgewählte formelle Mitglieder und EU-Behörden mit Beobachterstatus im BCBS.....	337
Abbildung 46: Der Mehrebenenaufbau des BCBS Regelsetzungs-Regimes	340

Abkürzungsverzeichnis

<i>ACC</i>	<i>Aggregierter Handelsbuch-RWA</i>
<i>AIG</i>	<i>American International Group</i>
<i>ABCP</i>	<i>Asset Backed Commercial Paper</i>
<i>ABS</i>	<i>Asset Backed Securities</i>
<i>BaFin</i>	<i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht</i>
<i>BBA</i>	<i>British Bankers' Association</i>
<i>BCBS</i>	<i>Basel Committee on Banking Supervision</i>
<i>BGH</i>	<i>Bundesgerichtshof</i>
<i>BIZ</i>	<i>Bank für Internationalen Zahlungsausgleich</i>
<i>BIS</i>	<i>Bank of International Settlement</i>
<i>BMF</i>	<i>Bundesministerium der Finanzen</i>
<i>CCP</i>	<i>Central Counterparty, zentrale Gegenpartei</i>
<i>CD</i>	<i>Certificate of Deposit</i>
<i>CDO</i>	<i>Collateralized Debt Obligation</i>
<i>CDS</i>	<i>Credit Default Swaps, Kreditausfallversicherung, Kreditderivate</i>
<i>CFTC</i>	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
<i>CIO</i>	<i>Chief Investment Office</i>
<i>CP</i>	<i>Commercial Paper</i>
<i>CFMA</i>	<i>Commodities Futures Modernization Act</i>
<i>CVA</i>	<i>Credit Value Adjustment</i>
<i>EaD</i>	<i>Exposure at Default</i>
<i>EL</i>	<i>Expected Loss</i>
<i>ES</i>	<i>Expected Shortfall</i>
<i>EU</i>	<i>Europäische Union</i>
<i>ETF</i>	<i>Exchange Traded Funds</i>
<i>EZB</i>	<i>Europäische Zentralbank</i>
<i>FDIC</i>	<i>Federal Deposit Insurance Commission</i>
<i>FinDag</i>	<i>Finanzdienstleistungsgesetz</i>
<i>FRB</i>	<i>Federal Reserve Banks</i>
<i>FRS</i>	<i>Federal Reserve System</i>
<i>FX Swaps</i>	<i>Währungsrisikotauschgeschäft</i>
<i>GSE</i>	<i>Government Sponsored Enterprise</i>
<i>HQLA</i>	<i>High Quality Liquid Assets</i>

<i>IAS</i>	<i>International Accounting Standards</i>
<i>ICMA</i>	<i>International Capital Market Association</i>
<i>IDRC</i>	<i>Incremental Default Risk Charge</i>
<i>IFRS</i>	<i>International Financial Reporting Standards</i>
<i>IIF</i>	<i>International Institute of Finance</i>
<i>ILC</i>	<i>Industrial Loan Company</i>
<i>IOU</i>	<i>I-Owe-You, Promissory Note, Wechsel, Schuldtitel</i>
<i>IPO</i>	<i>Initial Public Offering</i>
<i>IRB-Ansatz</i>	<i>Internal Rating Based Approach</i>
<i>ISDA</i>	<i>International Swaps and Derivatives Association</i>
<i>IWF</i>	<i>Internationaler Währungsfond</i>
<i>KWG</i>	<i>Kreditwesensgesetz</i>
<i>LGD</i>	<i>Loss Given Default</i>
<i>LIBOR</i>	<i>London Interbank Offered Rate</i>
<i>LLC</i>	<i>Limited Liability Company</i>
<i>MBS</i>	<i>Mortgage Backed Securities</i>
<i>MMMF</i>	<i>Money Market Mutual Funds</i>
<i>MOU</i>	<i>Memoranda of Understanding</i>
<i>NSFR</i>	<i>Net Stable Funding Ratio</i>
<i>NIL</i>	<i>Negotiable Instrument Law</i>
<i>OCC</i>	<i>Office of the Comptroller of the Currency</i>
<i>OECD</i>	<i>Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung</i>
<i>OTC</i>	<i>Over The Counter</i>
<i>PD</i>	<i>Probability of Default, Ausfallwahrscheinlichkeit</i>
<i>QFC</i>	<i>Qualified Financial Contract</i>
<i>QIS</i>	<i>Quantitative Impact Studies</i>
<i>RWA</i>	<i>Risk Weighted Assets, risikogewichtete Aktiva</i>
<i>SEC</i>	<i>Securities Exchange Commission</i>
<i>UCC</i>	<i>Uniform Commercial Code</i>
<i>UL</i>	<i>Unexpected Loss</i>
<i>TBTF</i>	<i>To-Big-Too-Fail</i>
<i>TCTF</i>	<i>To-Connected-Too-Fail</i>
<i>VaR</i>	<i>Value at Risk</i>

1. EINLEITUNG: DER FORSCHUNGSGEGENSTAND

Die Immobilien-, Banken-, Finanz-, Wirtschafts- und Eurokrise der vergangenen Jahre ist von komplexer Gestalt und schwelt auch mehr als sieben Jahre nach ihrem Ausbruch weiterhin. In den zu ihrer Erklärung entstandenen Arbeiten haben Wissenschaftler diverser Fachrichtungen versucht, wie Bernd Rudolph (2011, 285) schreibt, die Krisenereignisse entweder mikroökonomisch oder makroökonomisch zu erklären; eher auf Marktversagen, d. h. auf ein Versagen der Banken und ihrer Märkte, oder auf Steuerungsversagen, d. h. auf ein Versagen der Politik und ihrer Instrumente der Marktregulierung, zu plädieren. Bernd Rudolph (ebd.) betont, dass „[d]ie plakativen Gegenüberstellungen[...] dabei womöglich den Blick dafür [verbauen], dass es das enge Geflecht zum Teil bekannter, zum Teil aber auch neuer Einflussfaktoren war, das die Krise ausgelöst, weiter getragen und über lange Zeit immer weiter verschärft hat.“¹ Die vorliegende Arbeit will versuchen, zwischen den analytischen Figuren zu vermitteln. Dazu definiert sie den Untersuchungsgegenstand als ein „komplexes Regelsystem“ (Benz und Dose 2010b).²

Das vom *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) erarbeitete bankregulatorische Eigenkapitalschutz-Regime (Basel-III) soll auf der Basis des Ansatzes der problemorientierten Steuerungsfor-schung nach Nicolai Dose (2008b; 2008a; 2008c) bewertet werden, die aus einer handlungstheoretischen Perspektive bei der Wirkung des Steuerungsinstruments auf das strategische Verhalten³ bzw. Entschei-den der Banken ansetzt. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die soziopolitischen bzw. institutionellen Strukturen nicht auch betrachtet würden. Anders als die meisten Arbeiten zu diesem Thema⁴ wird sich diese Arbeit auf der Strukturebene mit der *Wettbewerbsintensität*⁵ und der mit der Wettbewerbsintensität einhergehenden *Eigendynamik*⁶ beschäftigen, die sowohl die Problemstellungstruktur aber auch der Problemlösungsstruktur prägt.

¹ Ähnlich auch Frank Schorkopf (2012, 193-194), der die von Politikern suggerierte „Ursachengewissheit“ als Systemzwang beschreibt. Daraus schließt er vor allem, dass „die eilfertigen Krisenantworten von heute [...] die Krisenursachen von morgen sein“ können.

² Zum Begriff vgl. Abschnitt 2.1.2.

³ *Strategisches Verhalten* wird hier synonym mit *strategischem Entscheiden* und auch mit *Handeln* verwendet. Der Begriff des Handelns verweist im Unterschied zum Verhalten bereits im Wort selbst auf eine minimalstrategische Intention (Schimank 2010, 28). Im englischen Sprachgebrauch werden entsprechend die Verben *to act* und *to behave* verwendet. Strategisches Verhalten ist *strategic behavior*, *strategic action*, *strategic planing* etc. Strategisches Verhalten schließt darüber hinaus *kreatives Verhalten* ein. Jedes strategische Verhalten bzw. jedes Handeln ist wechselseitige Interaktion.

⁴ Eine nennenswerte deutschsprachige Ausnahme stellt der Aufsatz von Ernst-Joachim Mestmäcker (2011) dar, in dem der Zusammenhang von Wettbewerb, Haftung und Risiko in Bezug auf das Finanzsystem und mit Blick auf eine zukünftige ordnungspolitische Gestaltung des Finanzmarktsystems diskutiert wird. Den wissenschaftlichen Stand der empirischen Erforschung des Zusammenhangs zwischen Wettbewerb und Instabilität der Finanzmärkte tragen Torsten Beck, Diane Coyle, Mathias Dewatripont, Xavier Freixas und Paul Seabright (2010, 17-24) zusammen.

⁵ Für eine genauere Operationalisierung siehe Abschnitt 2.1.2.6.

⁶ Zu den Begriffen Prozess, Zyklus und Eigendynamik vgl. Michael Masuch (1985) und Renate Mayntz und Brigitta Nedelmann (1987). In Anlehnung an die Arbeit von Renate Mayntz und Brigitta Nedelmann (1987) definieren

Mit Frank Nullmeier (2005, 109) ist Wettbewerb hier als ein universelles Strukturphänomen jedoch ohne die vielfach zugeschriebene „Allheilmittelkompetenz“ zu verstehen. Wettbewerb erzeugt Konflikte. Denn Wettbewerb ist „das Streben von mindestens zwei Akteuren nach einem Ziel, wobei die Zielerreichung des einen die des anderen vermindert oder verhindert.“ Dabei sei „Wettbewerb [...] keineswegs auf das Feld ökonomischer oder geldvermittelter Tauschbeziehungen beschränkt, auch wenn der Wettbewerb auf Märkten das Vorbild für die vorrangig positive öffentliche Wertung von Wettbewerb“ abgeben solle. Wettbewerb ist somit nicht gleichzusetzen mit dem Markt. Der Markt ist vielmehr eine „soziale Struktur“ (Beckert et al. 2007), in der sich der Wettbewerb auf besondere Art und Weise und keinesfalls als universeller Problemlöser institutionalisiert findet.

Wettbewerb ist ein strukturuniverselles Phänomen, das eine von allgemeinen Freiheiten⁷ und Gelegenheiten⁸ geprägte institutionelle Struktur bzw. institutionalisierte *Strukturdynamik*⁹ voraussetzt, die das Konkurrieren als grundlegendes strategisches Verhalten möglich macht. Konkurrieren wiederum ist aus handlungstheoretischer Sicht als individuelle und kollektive „Wahrnehmung von Freiheit“ (Kirchhof 2005, 55) bzw. als ein von individuellen oder kollektiven Akteuren vorgenommener „Wechsel von Vorstoß und Imitation“ (Berringer 2004, 110) zu bezeichnen, der in der institutionellen Struktur angelegt ist, das Handeln der ihm ausgesetzten individuellen und kollektiven Akteure prägt, die mit ihrem Handeln wiederum den gesellschaftlichen Fortschritt oder Rückschritt erzeugen. Wettbewerbsintensität ist

Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf (1995c, 11) „soziale Prozesse als eigendynamisch [...], wenn die Handlungsmotive der beteiligten Akteure durch die Interaktion zwischen ihnen verstärkt werden“ (vgl. Abschnitt 2.1.1.3). Diesbezüglich ist festzuhalten, dass Eigendynamik aus dem institutionellen Setting heraus entsteht, das das Handeln der beteiligten Akteure beeinflusst. Neuerdings nimmt auch der von Stabilität ausgehende Institutionalismus die grundsätzliche Dynamik gewisser institutioneller Settings zur Kenntnis (Lowndes 2010). Die makroökonomische Wirtschaftstheorie und die sich anschließende makro- und mikroökonomische Wirtschaftspolitik erkennen dynamische Veränderungsprozesse bereits lange an (siehe bspw. Streit 2005, 157-178). Die Entwicklung von Instabilität erfolgt im keynesianischen Sinne zyklisch. Sie kann im Sinne dieser Arbeit auf der Grundlage einer „problemadäquaten Wirtschaftspolitik“ (Hickel und Mattfeldt 1986, 16) nicht verhindert, sondern in ihrer eigendynamischen Entwicklung allerhöchstens gebremst werden (siehe auch Mayntz 2000). Das Gegenteil einer solchen Bremsung beschreibt der Begriff der *Prozyklizität*, der in einschlägigen Publikationen zur Erklärung der jüngsten Finanzkrise Verwendung findet. Dem Wortstamm Zyklus wird das lateinische Präfix „pro“ vorweggestellt, das für „vorwärts“ steht und die Dynamik der Entwicklung anzeigt, die sich auch als *Feedback Loop* präsentieren kann und damit alles andere als problemadäquat ist (vgl. Abschnitt 5.1.9).

⁷ Nach Udo Di Fabio (2007, 266) schützt die Verfassung den „Wettbewerb als Institution“, die die „wirtschaftliche Freiheit“ und damit die Entfaltung der Wirtschaftssubjekte ermöglicht. Wirtschaftlicher Wettbewerb bzw. Marktwettbewerb ist also als langfristige Gestaltungs- und Ordnungsleistung des Rechts zu verstehen, das der Staat zum Wohle seiner Bürger erlässt und pflegt.

⁸ Fritz W. Scharpf (2000, 236-237) spricht von Gelegenheitsstrukturen. Insbesondere Netzwerke sind Gelegenheitsstrukturen, die auch als Machtstrukturen interpretiert werden können. Der Begriff gehe zurück auf die Forschung zu Policy-Netzwerken, wo sie als Kritik an Modellen eines politischen Marktes Form angenommen habe. Damit wird auf ein instrumentelles Verständnis von Freiheit abgestellt, wonach Freiheit mehr ist als die Abwesenheit von Zwang. Freiheit steigt mit dem Wissen und der Macht, Gelegenheiten zu erkennen und zu explorieren (Hickerson 1984).

⁹ Siehe zum Begriff Uwe Schimank (2010, 186-225), der auch den Begriff des „Interdependenzdrucks“ (177) verwendet. Darüber hinaus ist die empirische Arbeit zur Strukturdynamik im Politikfeld der Hochschulpolitik im föderalen Bundesstaat von Stefan Lange (2010) begriffsschärfend. Tine Hanrieder (2009) beschreibt ohne den Begriff der Strukturdynamik zu verwenden einen ähnlichen Zusammenhang in Bezug auf die Weltgesundheitsorganisation, die im Rahmen ihrer Entmonopolisierung, die sich durch eine *organisationale Verdichtung* und *Akteurskonkurrenz* auszeichne, zunehmend unter Wettbewerbsdruck geriete.

als die Geschwindigkeit definiert, mit der Vorsprünge der Konkurrenten durch andere Marktteilnehmer aufgeholt werden (Kantzenbach 1966, 39-40). In der wettbewerbsintensivsten Form geben die strategischen Verhaltensweisen der individuellen und kollektiven Akteure sich als *Überlebenskampf*¹⁰ zu erkennen. Die *Wettbewerbsintensität* im sogenannten *Interbankenmarktsystem*, dem Entstehungszentrum der jüngsten Verwerfungen, soll als zentrale „analytische Problemkategorie“ (Dose 2008b, 136) ausgemacht werden. Mit ihr lässt sich die Entwicklung des Interbankenmarktsystems sowie die daran anknüpfende Entstehung der Krise erschließen, aber auch das anhaltende Steuerungsversagen der an einer Problemlösung interessierten sich im globalen Staatenwettbewerb befindenden Staatengemeinschaft erklären. Dabei ist es ebenso möglich zwischen den Mikroebenen des strategischen Verhaltens der sogenannten Dealer-Elitebanken und der Makroebene des systemweiten Effekts zu vermitteln. Es gilt für den vorliegenden Spezialfall aus einer governance-analytischen Perspektive nach Artur Benz und Nicolai Dose (2010c, 271-272) festzustellen, dass sämtliche zu beobachtende Handlungskoordination nicht mehr im starken *Schatten der Hierarchie*,¹¹ sondern vorwiegend im *Schatten des Wettbewerbs* erfolgt, was ein anhaltendes Markt- und Staatsversagen zur Folge haben muss. Die nachfolgenden Vorarbeiten bereiten die inhaltliche Thematik vor und münden in die Entwicklung einer Fragestellung.

1.1 INTERBANKENMARKTSYSTEM: DIE DEALER-ELITEBANKEN¹² ALS ZENTRALE GLÄUBIGER

Auf dem Höhepunkt der jüngsten Finanzkrise hat die G-20 beschlossen, die Banken politisch so zu steuern, dass sich eine mit den jüngsten Verwerfungen an den internationalen Kapitalmärkten vergleichbare Krisensituation nicht mehr oder zumindest weniger wahrscheinlich ereignet (G20 2009). Um den Sachverhalt besser zu verstehen, muss man die Rolle der Banken für die Kapitalmärkte einer Volkswirtschaft bzw. die internationalen Kapitalmärkte einer Weltwirtschaft verstehen, einer Weltwirtschaft, die Geld und Kapital braucht, um sich im Dienste des gesellschaftlichen Wohls zu entwickeln, und einer Weltbankenwirtschaft, die ebenfalls Geld und Kapital braucht, um diesen Dienst zu ihrem eigenen Wohl anzubieten.

¹⁰ Siehe Kapitel 4.1.4. Vgl. auch Horst Albach (1985, 149). Er spricht vom „Kampf ums Überlebens“ als Normalfall einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung.

¹¹ Das von Fritz W. Scharpf (2000, 323) geprägte Strukturmuster wird hier als ein *hierarchischer Schatten des Staates* verstanden. Der hierarchische Schatten des Staates verweist auf den gemeinwohlorientierten Charakter einer demokratisch legitimierten Reservemacht, die in Netzwerken oder in Verhandlungen die „Oberhand“ behält und somit die Gemeinwohlverträglichkeit von Entscheidungen sicherstellt. Zum Gemeinwohlbegriff dieser Arbeit vgl. Abschnitt 1.5.

¹² Der Begriff der „Elitebank“, ohne den Zusatz „Dealer“, stammt von Joseph J. Norton (2003). Er findet sich in seinem Aufsatz „Perceived Trend in Modern International Financial Regulation: Increasing Reliance on a Public-Private Partnership“. Dort wird er – wie nachfolgend auch hier – mit „large and complex banking organizations (LCBO)“ gleichgesetzt. Hier sind die LCBO sogenannte lizenzierten Bankenkonglomerate, die sich in einigen darzustellenden Punkten von den Dealer-Elitebanken unterscheiden.

Geld und Kapital: Kapital ist in den Wirtschaftswissenschaften kein unstrittiger Begriff. Er ist eher in der Betriebswirtschaftslehre als in der Volkswirtschaftslehre anerkannt (Preiser 1970, 100).¹³ Kapital kann ein „Vorschuss an Geld“ (Binswanger 2009, 4) für denjenigen sein, der es als Fremd- oder Eigenkapital bekommt. Mit diesem Geldvorschuss sind aus unternehmerischer Perspektive dann beispielsweise Investitionen in Produktivitätssteigerungen möglich, womit die Definition nach Erich Preiser (1970, 103 kursiv im Original) angerissen ist, der Kapital als „*Geld für Investitionszwecke*“ definiert. Die Bereitstellung eines Geldvorschusses kann als eine Investition in Sachkapital oder in Geldkapital verstanden werden. Letzteres ist zentral für die nachfolgenden Ausführungen. Geldkapital ist Geld, das von seinem Besitzer bei seinem zukünftigen Besitzer mit dem Ziel investiert wird, eine Rente zu erwirtschaften, d. h. neues Kapital für den einstigen Besitzer zu akkumulieren. Der einstige Besitzer erhält für die Bereitstellung seines Kapitals einen rechtlich einklagbaren Schuldtitel, der einen Finanz- oder Geldvermögenswert darstellt und eine zukünftige Rente erwirtschaftet, weil sein Zweck ein Wagnis bzw. ein Risiko darstellt, das der einstige Besitzer bzw. Investor aber glaubt einschätzen zu können (Luttermann 1998; Binswanger 2009, 4).

Was aber ist Geld im Unterschied zu Kapital? „Geld ist, was Geldfunktionen ausübt“ liest man bei Otmar Issing (2007, 3) in seinem finanz- und volkswirtschaftlichen Standardwerk zur Geldtheorie. Demnach ist Geld, was als intersubjektiv anerkanntes Zahlungsmittel, als Wertaufbewahrungsmittel oder als Recheneinheit benutzt werden kann. Das oben genannte *Geld zu Investitionszwecken* lässt sich unter den Funktionstypus *Geld als Zahlungsmittel* subsumieren. „Geld ist alles, womit man zahlen kann“, verengt Hans Christoph Binswanger (2009, 3); also auch Kapital, das allerdings einen dem schlichten *Bezahlen* übergeordneten Zweck beinhaltet – das *Investieren*. Der Unterschied liegt darin, das Geld erst zu Kapital wird, wenn es Teil des Wagnisses seines oder eines fremden Besitzers wird. Wenn es also in ein Projekt investiert wird, das eine regelmäßige Dividende oder Rente abwirft, aber ein latentes Risiko birgt. Das Risiko des Geldkapitals ist umso größer, je länger der Kapitalgeber auf die Rückzahlung seiner Investition warten muss bzw. je nachrangiger sein Kapital in die Investition eingebunden ist. Und je größer das Risiko ist, desto weniger lässt sich bei dem eingesetzten Kapital noch von Geld sprechen. Denn Geld ist was als Zahlungliquidity jederzeit zur Verfügung steht, während Kapital ist, was als gebundene Finanzierungsliquidity nicht zur Verfügung steht.

Die Kapitalmärkte: Die Emittenten, die Investoren und alle Kapital vermittelnden Akteure konstituieren die sogenannten Kapitalmärkte in einem realwirtschaftlichen Währungsraum, d. h. die nationalen bzw. steuerungsraumspezifischen Märkte für Aktien, Schuldverschreibungen und alle anderen denkbaren Fi-

¹³ Der Kapitalbegriff spiegele bereits die Zusammenhanglosigkeit von Betriebs- und Volkswirtschaftslehre, die es nicht verstehe, Mikro- und Makroökonomie als sich bedingend zu modulieren (vgl. Preiser 1970, 99-101). Seit den 1980er Jahren versuchen die Wirtschaftswissenschaften die „Zusammenhanglosigkeit“ zu überwinden. Die sogenannte Mikrofundierung der Makroökonomie zeugt von diesem Bestreben. Das Forschungsfeld, das sich dieser mikroökonomischen Fundierung der makroökonomischen Theorie annimmt, ist die *Neue Industrieökonomik*.

nanzinstrumente, d. h. Transaktionen oder Transaktionsbündel, die einen Aktivwert und einen Passivwert auf den Bilanzen zweier Wirtschaftssubjekte hinterlassen. In der klassischen ökonomischen Theorie sind Märkte Orte, an denen „Marktprozesse“ zwischen den Anbietern und den Nachfragern von Gütern stattfinden (Fritsch 2011, 6). Ein Marktprozess ist ein Vorgang, bei dem die aufeinandertreffenden Anbieter und Nachfrager ein Gut austauschen. Elementarer Bestandteil eines Marktprozesses ist die Vereinbarung einer Gegenleistung, die der Nachfrager leisten muss, um das von ihm nachgefragte Gut in Zukunft sein Eigentum oder seinen Besitz nennen zu dürfen, d. h. allgemeiner gesprochen, über es verfügen zu können, seine Verfügungsrechte in irgendeiner Form inne zu haben. Die marktförmige Übertragung eines Gutes ist ein Rechtsgeschäft, das auf einem rechtskräftigen Vertrag basiert. Die für das rechtskräftige Zustandekommen des Vertrags notwendige Gegenleistung bemisst sich heute vorwiegend in Geld. Nach klassisch-ökonomischem Marktverständnis sind perfekte Märkte idealiter frei zugängliche Orte, an denen sowohl die Nachfrager als auch die Anbieter von Gütern frei und rational entscheiden dürfen. Beide verfügen dazu über stets vollständige Informationen in Bezug auf die Bedingungen des Handels und seiner Risiken. Innerhalb dieses vom Gesetzgeber eines marktliberalen Staates gewährleisteten Ordnungsrahmens, die der Ökonom Ernst-Joachim Mestmäcker (1978) „Die sichtbare Hand des Rechts“ nennt, entstehen – so die Theorie – quasi-automatisch, wie von *unsichtbarer Hand* erzeugt: effiziente Marktpreise unter anderem auch für Kapital bzw. Geld zu Investitionszwecken.¹⁴

Die Banken: Das Gut, das auf den Kapitalmärkten gehandelt wird, ist das Kapital, genauer gesagt das Eigen- und das Fremdkapital. Während man Eigenkapital für eine Dividende „kauft“, „kauft“ man Fremdkapital gegen eine Gebühr: den Zins. Der Zins ist der Preis für das Fremdkapital. Im Zentrum des Marktprozesses der Fremdkapitalbepreisung im Unterschied zur Eigenkapitalbepreisung, die von Börsen gewährleistet wird, stehen traditionell die Banken. Banken werden heute als *monetäre Finanzinstitute* bezeichnet.¹⁵ Sie sind monetäre Finanzinstitute, insofern sie über eine Banklizenz verfügen, die sie

¹⁴ Ernst-Joachim Mestmäcker (1978, 11) schreibt: „Die von der klassischen englischen Ökonomie ausgehende Faszination als eines Systems »natürlicher Freiheit« hat aus sehr unterschiedlichen Gründen dazu geführt, daß man die Eigengesetzlichkeit des Ökonomischen als Unabhängigkeit von Recht und Staat mißverstanden hat.“ Die Freiheit der Märkte wird grundsätzlich durch das Privatrecht gewährleistet, das insbesondere die Vertragsfreiheit sichert. Franz Böhm (1966) spricht von Privatrechtsgesellschaften, wenn er liberale bzw. *ordoliberal* Marktwirtschaftssysteme meint (siehe für einen Vergleich des Ordo- mit dem Neoliberalismus Foucault 2004, 112ff.). Aber auch das öffentliche Recht und das Strafrecht sind aus staatszentrierter Sicht marktkonstitutiv. Märkte existieren also nicht einfach. Vielmehr können sie als „set of institutions, or informal norms, that promote exchange“ (Munger 2000, 54) definiert werden (vgl. auch FN 7). Dies macht die Wohlfahrtsökonomie (Fritsch 2011), die Politische Institutionenökonomie (North 2008 [1990]), die Wirtschaftssoziologie (Granovetter 1985; Beckert et al. 2007), aber auch die Rechts-, Politik- und Verwaltungswissenschaft deutlich (Dose 2008b; Schuppert 2011). Insbesondere die Politik- und Verwaltungswissenschaft erforscht mit Hilfe der handlungstheoretischen Steuerungsforschung die instrumentelle Verhaltensbeeinflussung der mittelbaren und unmittelbaren Marktakteure zur Erzeugung sozial funktionsfähiger, im Gegensatz zu versagenden Märkten (vgl. 2.1). Der Begriff der *Markt-Governance-Regime* sei an dieser Stelle erstmals genannt (vgl. Abschnitt 2.1.2.5).

¹⁵ Den monetären Finanzinstituten werden in der Systematik der Volkswirtschaftslehre die Nicht-Banken oder *nicht-monetären Finanzinstitute* gegenübergestellt. Nicht-monetäre Finanzinstitute sind alle Wirtschaftssubjekte, die nicht Teil der institutionalisierten Geldmengensteuerung sind, jedoch trotzdem zum Funktionieren der Allokation von Kapital beitragen. Die Nicht-monetäre Finanzinstitute sind im Prinzip nichts anderes als die Kunden der monetären Finanzinstitute, das heißt Wirtschaftssubjekte, die Kapital nachfragen oder anbieten.

zu einem institutionalisierten Teil der währungsraumspezifischen Geldmengensteuerung werden lassen. Die Integration der Banken in dieses Teilsystem des nationalen Finanzsystems macht die Banken zu Agenten der politisch-administrativen Wirtschaftssteuerung, zu Partnern in einer Art *Public Private Partnership*, womit ihre sprichwörtliche *Staatsnähe* angedeutet ist, mit der sich die Notwendigkeit ihrer politischen Steuerung begründen lässt.¹⁶ In diesem Teilsystem besteht die erste wirtschaftspolitisch bedeutende Aufgabe der Banken darin, um Geldkapital, d. h. um den monetären Geldkapitalüberschuss von Wirtschaftssubjekten, zu konkurrieren. Die Banken konkurrieren miteinander über den Zins, mit dem sie das Geldkapital der Einleger bezahlen. Im Vergleich zu Banken ohne Banklizenz (Nicht-Banken) wird das Einlagenwerben der monetären Finanzinstitute allerdings durch die sogenannte Einlagenversicherung gefördert, die in allen OECD-Staaten Teil der finanzpolitischen und finanzrechtlichen Branchenorganisation ist. Die zweite wirtschaftspolitische Aufgabe der Banken ist es, die angeworbenen Einlagen zu verleihen. Die Banken sind gefordert, die Geldeinlagen der Wirtschaftsakteure an die Geldkapital nachfragenden Wirtschaftssubjekte weiter zu verleihen bzw. ihre Investitionen zu ermöglichen. Das Mittel zum Zweck ist der Kredit. Die über die wirtschaftspolitische Funktion hinaus gehende Aufgabe der Banken ist es, das in ihrem Geschäft anfallende Risiko zu tragen: Diese staatlich geförderte Aufgabe der Banken nennt man auch *Fristentransformation*.

Monetäre Finanzinstitute sind der Definition nach allerdings nicht nur Banken. Monetäre Finanzinstitute sind vielmehr alle Unternehmen, deren Geschäft es ist, auf die ein oder andere Art Kapital zu vermitteln (Issing 2011, 178-182). Denn die klassische Fristentransformation ist nicht die einzige Möglichkeit der Kapitalvermittlung. Eine weitere Möglichkeit der Kapitalvermittlung bzw. der Fristentransformation kann unabhängig von den Banken, d. h. marktförmig erfolgen. Die Grundlage der marktförmigen Kapitalvermittlung ist die Technik der Verbriefung. Mit Hilfe der Verbriefung ist es möglich, dem Kapitalnachfrager Kapital zur Verfügung zu stellen, das dieser in Form eines Wertpapiers (*Securities*) quittiert. Man unterscheidet grob das verbrieftes Eigenkapital (*Equity Securities bzw. Aktien*) vom verbrieften Fremdkapital (*Debt Securities bzw. Schuldtitel, Wertpapiere*). Eigenkapital wird in Form einer Aktie verbrieft, Fremdkapital in Form von einer Vielzahl von unterschiedlichen kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren, die man zusammenfassend Schuldverschreibungen nennt. Die Aktie ist ein Wertpapier, das seinem Käufer ein Wertrecht am Unternehmensvermögen garantiert, das ihm regelmäßig in Form

¹⁶ Vgl. zum Begriff der *Staatsnähe* Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf (1995c, 13ff.). Sie verweisen mit dem Begriff sowohl auf die Verantwortung, die der Staat für diese Sektoren übernommen hat, aber auch auf die aus der Verantwortung resultierende Verflechtung zwischen Staat und Sektor, die sie zusammen als „großtechnisches System“ bezeichnen, was hier allerdings eher mit dem Begriff des *komplexen Regelsystems* beschrieben werden soll. Staatsnahe Sektoren sind juristisch gesehen – so ließe sich argumentieren – solche Sektoren, für die es ein *Besonderes Verwaltungsrecht* gibt. Siehe zum Begriff des Besonderen Verwaltungsrechts Rolf Stober und Sven Eisenmenger (2011). Die „*Staatsnähe*“ der Geldwirtschaft bzw. der Banken geht zurück auf Jean Bodin (1981, Buch III), der im 16. Jahrhundert unter anderem die Kontrolle über das Geld als elementaren Bestandteil der Staatssouveränität verstand. Im Laufe der Zeit wurden die Banken aus der staatlichen Kontrolle entlassen und in nationale Zentralbankensysteme überführt. Ihre Staatsnähe haben sie, auch wenn die Banken und die Finanzmärkte dem freien Wettbewerb überlassen wurden, bis heute nie völlig verloren. Ihre Sitzstaaten sind letztlich ihre sogenannten *Lender of Last Resort*.

einer Dividende zuteilwird. Unternehmen, die Aktien emittieren werden auch Publikumsgesellschaften bezeichnet. Sie müssen gesellschaftsrechtlichen Publizitätspflichten nachkommen, die die an den Börsen zentrierte und organisierte Handelbarkeit der Aktien möglich macht. Die Schuldverschreibung ist hingegen ein Wertpapier, das der Kreditnehmer emittiert und in dem er dem Kreditgeber glaubhaft verbrieft, seine Schuld zu den vertraglich vereinbarten Bedingungen zurückzuzahlen. Die Glaubhaftigkeit eines solchen Arrangements kann auf unterschiedliche Art und Weise gestützt werden. In erster Linie durch die rechtsstaatliche Anerkennung mit ihr einhergehender Verfügungsrechte, aber beispielsweise auch mit Hilfe der Banken, die den Börsen für Aktien ähnlich, die Vermittlung der Schuldverschreibungen organisieren.

Die multinationalen Banken und Kapitalmärkte: In den 1960er Jahren beginnt die internationale Integration der Kapitalmärkte. Freies Kapital hört damit auf, nur in den Grenzen der Währungsräume seinen Nachfragern zuzufließen. Wegweisend in diesem Zusammenhang ist einerseits die Rücknahme des Währungskonvertibilitätsverbots zuerst in Großbritannien nachfolgend dann in den USA und anderen europäischen Ländern. Wegweisend ist andererseits – und für die vorliegende Arbeit weitaus wichtiger – die US-amerikanische Bankgesellschaft und ihre wettbewerbsinduzierte organisatorische Integration zu einem wertpapierbasierten multinationalen Bankentyp, den American-Style Universalbanken, die im weiteren Verlauf als *Dealer-Elitebanken* bezeichnet werden sollen. Dieser Bankentyp hat einen auf vielfache Weise besonderen Charakter. Von herausragender Bedeutung ist allerdings, dass er mehr als alle anderen Bankentypen, die die Welt bis hierhin kannte, gewinnorientiert und dabei staatsferner arbeitet. Die American-Style Universalbanken sind nutzenmaximierende Kapitalgesellschaften, die auf den internationalen Kapitalmärkten auf vielfache Weise ihre regulatorische und wirtschaftliche Freiheit suchen. Sie lösen sich aus der traditionellen Staatsnähe. Ihre klassische regulierte Einlagenfinanzierung haben sie um eine finanzproduktbasierte Finanzierungs- und Risikosteuerung auf die internationalen Kapitalmärkte verlagert. Und nicht nur auf die internationalen Kapitalmärkte. Sie haben sich zu ihrer eigenen Finanzierung ein exklusives Marktsystem geschaffen, mit dem sie ihre individuelle Nachfrage nach Geldkapital befriedigen, ihr Liquiditätsmanagement betreiben: das *Interbankenmarktsystem*.¹⁷ Das Interbankenmarktsystem ist ein Liquiditätssteuerungssystem, in dem die Dealer-Elitebanken nicht mehr die Gläubiger der Realwirtschaft sind, sondern vor allem als zentrale Gläubiger ihrer eigenen Zunft agieren. Im Interbankenmarktsystem sind die Dealer-Elitebanken ihre eigenen Gläubiger geworden.

¹⁷ Häufig findet sich zur Beschreibung des gleichen Interaktionssystems der Begriff Schattenbankensystem verwendet (FSB 2011; Kommission 2012). In dieser Arbeit soll der Begriff des *Interbankenmarktsystems* dem Begriff des *Schattenbankensystems* vorgezogen werden. Der Begriff des Interbankenmarktsystems verweist besser darauf, dass es sich bei dem Schattenbankensystem um ein Marktsystem der Finanzierungs- und Risikosteuerung zwischen Banken bzw. zwischen Finanzinstitutionen handelt. Vgl. Abschnitt 3.2.5.

1.2 DEALER-ELITEBANKEN: INTERBANKENMARKTSYSTEM IN DER WETTBEWERBSBEDINGTEN SYSTEMKRISE

Die Dealer-Elitebanken arbeiten so gewinnorientiert und nutzenmaximierend, wie nie zuvor.¹⁸ Andrew Haldane, Simon Brennan und Vasileios Madourous (2010, 90) arbeiten in ihrer Arbeit "What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?" einige Fakten zur Entwicklung der Banken im Allgemein auf. Sie fragen nach der Beteiligung des Bankensektors am gesamtwirtschaftlichen Bruttoinlandsprodukt Großbritanniens. Den Ausführungen der drei Autoren zu Folge ist der Finanzsektor Großbritanniens von 1975 bis 2007 jährlich um 1,5 Prozentpunkte schneller gewachsen als die realwirtschaftlichen Sektoren.¹⁹ Weltweit lassen sich ähnliche Wachstumsraten des Finanzsektors beobachten.²⁰ James Crotty (2008), Fiona Tregenna (2009) aber auch eine Reihe anderer Beobachter des globalen Bankgeschäfts beschreiben die letzten drei Dekaden als die „goldenen“ oder „fetten“ Jahre der Bankwirtschaft (siehe auch Rajan 2006). Hyun Song Shin (2012) sieht im Zentrum dieser Entwicklung eine globale Bankenflut („The Global Banking Glut“), in deren Folge insbesondere die globalen Transaktionen von Finanzierungsliquidität in den Bankbilanzen gestiegen seien.²¹ Transaktionen, die hier als Interbankenmarkttransaktionen zur Finanzierung- und Risikosteuerung im Interbankenmarktsystem bezeichnet werden sollen. Alle Autoren kritisieren aber immer auch die dynamisch zunehmende Finanzsysteminstabilität, die diese Entwicklung mit sich gebracht hat. Eine Entwicklung, die man mit einem noch weiteren politökonomischen Fokus auf gesellschaftliche Zusammenhänge auch „Finanzialisierung“ nennt (zum Begriff m. w. N. bspw. Nölke 2009).

Wer Krisen im Allgemeinen und Finanzsystemkrisen im Besonderen beschreiben oder ihre Ursachen erforschen will, kommt nicht umhin sie als einen zyklisch verlaufenden Prozess zu betrachten (siehe allgemein Clam 2011, 191-194). In der neoklassischen Ökonomie ist die Zyklizität des Wirtschaftsgeschehens allerdings ein Randthema. Die Zyklizität wurde dem Gleichgewichtsmodell geopfert, das soziale Ordnung vereinfacht als zeitlosen Analysegegenstand begreift. Die Gründe sind im Detail komplex

¹⁸ Zur Konkretisierung soll das vom früheren Deutsche Bank Chef Josef Ackermann vorgegebene Ziel einer 25prozentigen Nachsteuer-Eigenkapitalrendite angeführt werden. Darüber hinaus sei losgelöst von den Banken allerdings auf ein Zitat von Claus W. Gerberich (2005, 10), Inhaber der Professur Internationales Management und Controlling an der Fachhochschule Worms, verwiesen: „Die Herausforderungen an die Unternehmen und deren Führung haben sich in den letzten Jahren dramatisch verändert. Die Ansprüche an die strategischen Basisziele wie eine angemessene Kapitalverzinsung, einen stetigen und hohen Cash-flow und eine kontinuierliche Wertsteigerung sind zwar inhaltlich die gleichen geblieben, haben sich jedoch in der Höhe des Zielniveaus und der Dynamik der Veränderungen deutlich verschoben.“

¹⁹ In den letzten 160 Jahren ist in Großbritannien der Finanzsektor jährlich um zwei Prozent schneller gewachsen als die Realwirtschaft. Das im Verhältnis höchste Wachstum machen die Autoren in den Jahren vor dem Ersten Weltkrieg aus, als es ca. vier Prozent über dem der Realwirtschaft lag. Von 1930 bis 1970 war das Wachstum des Finanzsektors begrenzt, zog ab 1970 aber wieder deutlich an.

²⁰ Ein in diesem Zusammenhang wichtiger Wert, den die Autoren ebenso diskutieren, ist die Zunahme der Bruttowertschöpfung (*Gross Value Added*) des Finanzsektors. Die Bruttowertschöpfung des Finanzsektors lag in den USA 1950 bei zwei Prozent der Bruttogesamtwertschöpfung. Heute liegt dieser Wert in den USA bei acht Prozent und in Europa sogar bei 15 Prozent.

²¹ Folgt man Berichten aus dem Frühjahr 2013, scheinen die „fetten“ Jahre trotz verschärfter Regulierung allerdings nicht vorbei zu sein (Eavis 2013).

(vgl. Abschnitt 3.1), lassen sich allerdings auf die Möglichkeit einer einfacheren Quantifizierung statischer Modellkonstruktionen zusammenfassen. Wenn zyklische Dynamiken im makroökonomischen Mainstream eine Rolle einnehmen, dann einerseits in Bezug auf die dynamische Effizienz des schöpferischen Wettbewerbs, die Fähigkeit der Wettbewerbsordnung Innovationen hervorzubringen (vgl. Schumpeter 1972; Fritsch 2011, 59-60; Stucke 2011, 118-119), und andererseits in Bezug auf die Geldpolitik, die die Geldmengensteuerung als Basis einer gemeinwohlorientierten realwirtschaftlichen Wirtschaftsförderung im Sinne einer Dynamikbremse versteht (vgl. Bundesbank 2006).²² In den Finanzwissenschaften werden einige weitere Ursachen diskutiert, die eine zyklische Dynamik generieren.²³ In den vom finanzwissenschaftlichen Mainstream ignorierten Erklärungsversuchen der Finanzsysteminstabilität nimmt insbesondere die von einer unregulierten Bankenwirtschaft ausgehende zyklische Dynamik traditionell eine entscheidende Funktion in der Aufbau- und Abbauphase von Krisenereignissen ein. Jeweils werden die Entstehungsphasen der Finanzsysteminstabilität als prozyklisch verlaufende Boomphasen der Vermögensblasenbildung oder der Überschuldung beschrieben, während die antizyklischen Abbauphasen als Depressionen bzw. Schuldendeflationen beschrieben werden (Fisher 1933; Minsky 1970; Kindleberger 1978; Reinhart und Rogoff 2009; Schularick und Taylor 2012).

Nach der herrschenden Meinung geht der Ursprung von Finanzsystemkrisen von den Staatsfinanzen oder von den Banken aus (Reinhart und Rogoff 2009). Hier sollen nachfolgend die Banken im Vordergrund stehen. Als Quelle für die Generierung von Steuerungswissen²⁴ bezüglich der von ihnen ausgehenden Dynamik eignet sich die US-amerikanische Bankwirtschaft, die traditionell von einer großen wettbewerbsbedingten Krisenanfälligkeit gezeichnet ist. Mehrfach konnte man in der Geschichte der USA Banken Krisen beobachten, die sich zu umfassenden Finanzkrisen entwickelten, d. h. auf die Realwirtschaft zurückwirkten. Banken Krisen, die man als Bankenpaniken beschrieben hat, und deren Ursachen insbesondere in der Konstitution des US-amerikanischen Bankensystems zu suchen sind (Tilly 1989; Calomiris und Gorton 1991; Calomiris 1993). Da wundert es kaum, dass insbesondere die USA die von der Geldpolitik unabhängige regulatorische Steuerung des Finanzsektors wie kaum ein anderes Land betreibt (White 1982; Calomiris 1993; Omarova und Tahyar 2011). Die bis zuletzt schwerwiegendste US-amerikanische Finanzsystemkrise ist die *Große Depression* der späten 1920er Jahre gewesen (siehe bspw. Bernanke 1995; James 2001; Calomiris 2010). Die Große Depression der späten 1920er Jahre lässt sich mit der Finanzkrise der späten 2000er Jahre vergleichen, insofern auch sie auf die Entstehung von integrierten Dealer-Elitebanken, die Internationalisierung der Finanzierungsbeziehungen

²² Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass eine entfesselte Geldpolitik bzw. Geldmengensteuerung die wirtschaftliche Dynamik verstärkt und ebenfalls Instabilität erzeugt. Das ist der Kern der monetaristischen Wirtschaftssteuerung nach Milton Friedman und Anna Schwartz (1963) sowie seiner geldpolitischen Nachfahren, die die Geldmenge allerdings vorwiegend über den Zins steuern (für einen Überblick siehe Asso und Leeson 2012). Im Anschluss an die Finanzkrise von 2007 mehren sich die Stimmen, die eine striktere Geldmengensteuerung fordern (Schularick und Taylor 2012).

²³ Interessante Hinweise darauf liefern beispielsweise die Arbeiten von Ben Bernanke (1983) und Richard S. Grossman (1994).

²⁴ Steuerungswissen ist das Wissen über die Wirkungsbeziehungen zwischen Steuerungsaktivitäten und Steuerungsergebnissen (Voßkuhle 2012, 23).

auf der Basis von Finanzinnovationen und einen umfassenden Vertrauensverlust im Anschluss an eine prozyklische Schulden- bzw. Vermögensinflation im Finanzsektor zurückgeht (White 1984; White 1985; White 1986; Wilmarth 2009).

Diese Arbeit beschäftigt sich mit der Finanzsystemkrise der späten 2000er Jahre. Der Finanzsystemkrise, die mit dem Bankrott der beiden Investmentbanken *Bear Stearns* und *Lehman Brothers* die zyklische Wende von einer goldenen bzw. fetten Aufbauphase zu einer depressiven Abschwungphase nahm. In dieser Arbeit sollen die Dealer-Elitebanken im Zentrum der Erklärung des prozyklischen Krisenaufbaus stehen. Der antizyklische Abschwung selbst, der kettenreaktive Schuldenabbau (*Deleveraging*), d. h. seine beobachtbaren Symptome, die von den internationalen Medien minutiös dokumentiert wurden, und die letztlich nur durch den transnational koordinierten *Bail-Out* der Banken zur Stabilisierung aller vertrauensbasierten Finanzierungsbeziehungen gestoppt werden konnte, bleiben nachfolgend weitgehend ausgeblendet.²⁵ Es ist vielmehr der boomartige prozyklische Vermögensaufbau, der sich nachträglich als boomartiger Fremdkapitalschuldenaufbau im Interbankenmarktsystem zu erkennen gab, dessen Ursachen es nachfolgend im Detail zu erschließen gilt.

Als zentrale Ursache für den Fremdkapitalschuldenaufbau soll im weiteren Verlauf – wie angedeutet – insbesondere die Wettbewerbsintensität im Interbankenmarktsystem ausgemacht werden. Wettbewerbsintensität ist als Begriff weder in den Wirtschaftswissenschaften noch in den Gesellschaftswissenschaften ausreichend operationalisiert. Wie die Dynamik findet man ihn in den Finanzwissenschaften. Hier ist Wettbewerbsintensität im Sinne von ruinöser Wettbewerb insbesondere in früheren Jahren ein wichtiger bankregulatorischer Topos gewesen.²⁶ Für Alfred Herrhausen (1983) ist Wettbewerbsintensität ein ernsthaftes Problem für die Stabilität der Banken. Alfred Herrhausen (ebd., 4) hebt zwei Zusammenhänge hervor, in deren Verlauf Wettbewerbsintensität als Verhaltenskatalysator Finanzinstabilität und Finanzkrisen erzeugen kann. Zusammenhänge, die seiner Meinung nach „in der Vergangenheit zur Begründung der ordnungspolitischen Sonderstellung des Bankensektors immer wieder zur Hilfe genommen“ wurden.²⁷ Der erste Zusammenhang ist der, wonach die Wettbewerbsintensität nicht nur zu kreativem, sondern auch zu ruinös-riskantem Verhalten anhält, was er bei der gegebenen „Vertrauensanfälligkeit“ (ebd., 6) des Bankgeschäfts für problematisch hält. Der zweite Zusammenhang ist der, wonach Wettbewerbsintensität im Kreditgewerbe die Währungsstabilität bzw. „den Geldwert in der Wirtschaft“ gefährde (ebd., 5). Grundlage dieses Zusammenhangs, den Alfred Herrhausen als nicht beweisbar diskreditiert, ist, dass die Kreditvergabe ein Akt sozial gewünschter Geldschöpfung ist, dessen Dynamik durch die Geldpolitik gebremst oder forciert wird.

²⁵ Zur Praxis des *Bail-Out* in Banken Krisen allgemein, siehe Guillermo Rosas (2006). Den *Bail-Out* im Anschluss an die jüngste Finanzkrise beschreibt Wolfgang Streeck (2010). Siehe speziell zum *Bail-Out* von AIG bspw. William K. Sjostrum, Jr. (2009). Alle Literaturangaben jeweils m. w. N. zum Thema.

²⁶ Vgl. Abschnitt 4.1.4.2.

²⁷ Wie in den 1980er Jahren üblich werden die Bedenken um die Wettbewerbsintensität dem Glauben an die Markteffizienzhypothese (Fama 1970) geopfert.

Beide genannten Zusammenhänge lassen sich in der prozyklischen Aufbauphase der Finanzinstabilität im Interbankenmarktsystem beobachten. Die Wettbewerbsintensität im Kreditgewerbe hat nicht nur zu ruinös-riskantem Verhalten beigetragen, sondern dieses Verhalten hat zudem in einem parallelen finanzwirtschaftlichen Geldsystem stattgefunden. In einem finanzwirtschaftlichem Innengeldsystem, deren Akteure als letzte Sicherheit die Rückkopplung an die nationalen Zentralbankensysteme pflegten. Die Wettbewerbsintensität im Interbankenmarktsystem hat eine ruinöse Konkurrenz bedingt, die nicht nur das Interbankenmarktsystem entstehen ließ, sondern auch seine prozyklische Destabilisierung in Form einer Vermögenswertinflation erzeugte. Im Interbankenmarktsystem haben die Dealer-Elitebanken ihr eigenes Liquiditätsmanagement und das ihrer Großkunden zu Gunsten des eigenen Profits und auf Kosten der Gesellschaft überfordert.²⁸

1.3 GLOBALE FINANZSYSTEMSTABILITÄT: DAS BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS)

Die politische Steuerung der Bankenwirtschaft ist in allen Volkswirtschaften ein traditionelles Politikfeld (Gischer et al. 2012, 161-180). In Deutschland ist sie ein „Besonderes Verwaltungsrecht“ (Ohler 2012). Die Bankenwirtschaft muss als ein „staatsnaher Sektor“²⁹ bezeichnet werden. Ihre anhaltende Stabilität kann als ein öffentliches Gut bezeichnet werden. Ob diese Stabilität in ausreichender Weise im Zentrum der politischen Steuerung der Bankenwirtschaft steht, soll diese Arbeit zeigen.

Abbildung 1: Wegweisende BCBS-Entscheidungen mit Zielvorstellungen

Phase	Kurztitel	Titel	Jahr	Strategisches Ziel
1.	Baseler Konkordat	Principles for the Supervision of Banks' Foreign Establishments (BCBS 1983 [1975])	1975/1983	Formalisierter Informationsaustausch
2.	Basel-I	International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (BCBS 1988)	1988	Harmonisierung des Bankeigenkapitals
	Basel-II	Version 1: A new Capital Adequacy Framework (BCBS 1999c)	1999	Schlussendliche, am Titel der überarbeiteten Version erkennbar werdende Harmonisierung des Bankeigenkapitals; anfänglich allerdings Re-Regulierungsanspruch, der jedoch in der Konsultationsphase aus vielfachen Gründen verloren gegangen ist
		Version 2: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (BCBS 2005b)	2005	
3.	Basel-III	A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems (BCBS 2011a)	2010	Anvisierte Re-Regulierung des Bankeigenkapitals zur Widerstandsfestigung bzw. Systemstabilisierung

Quelle: Eigene Darstellung

Seit den 1970er Jahren trägt das *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) die Verantwortung für die politische Steuerung und Gewährleistung der globalen Finanzsystemstabilität. Für Jonathan R. Macey (2003) steht der zunehmende Regulierungswettbewerb zwischen den Staaten am Anfang dieser

²⁸ Dieser Zusammenhang wird im weiteren Verlauf ab Kapitel 3 dezidiert entwickelt.

²⁹ Vgl. FN 16.

Entwicklung. Hier soll die Ausbildung des Steuerungs-Regimes zur Finanzsystemstabilisierung, das nachfolgend BCBS Eigenkapitalschutz-Regime genannt werden soll, auf drei Phasen reduziert werden, die mit drei zentralen Zielen zusammenfallen, die vom einfachen Informationsaustausch über die Harmonisierung der Mindesteigenkapitalanforderungen bis hin zur Re-Regulierung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes reichen (vgl. Abbildung 1). Die Arbeit selbst widmet sich vor allem der dritten Phase dieser Entwicklung.

Erste strategische Phase – das Ziel des formalisierten Informationsaustauschs: Das BCBS wurde 1975 auf der Basis einer Presseerklärung der Zentralbankpräsidenten der G-10 gegründet. Das BCBS wurde gegründet, als durch den Zusammenbruch des *Bretton Woods Systems*³⁰ die nationalen Währungen nicht mehr durch nationale Zentralbankintervention daran gehindert werden konnten, im Wert zu schwanken und darüber hinaus weltweit frei handelbar wurden. Dies befreite die übernationalen Tätigkeiten der Banken von ihrer institutionellen Begrenzung, weshalb sie in der Folge drastisch zunahmen (vgl. Abschnitt 3.2). Als in dieser Zeit erste Banken, beispielsweise die Kölner *Herstatt Bank*, an ihren internationalen Geschäften scheiterten,³¹ wurde insbesondere den nationalen Zentralbanken bewusst, dass international agierende, sich in diesem Umfeld dynamisch entwickelnde Banken nicht von nationalen Bankaufsichtsbehörden mit vielfach höchst unterschiedlichen Traditionen und legislativ eingebetteten Regelungsansprüchen und Regelungskapazitäten adäquat überwacht werden können. Auf der Basis seit langem bestehender Kooperationsstrukturen der Zentralbanker entstand das BCBS als ein „Central Bankers‘ Club“ (Barr und Miller 2006, 18) und damit als ein zwangsläufig informelles, weil nicht von souveränen Staaten, sondern ihren quasi-unabhängigen Zentralbanken gegründetes, elitäres transnationales Koordinationszentrum.³² Ein Koordinationszentrum, dessen erster Beschluss, das *Baseler Konkordat*, den geregelten Informationsaustausch zwischen den nationalen Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden zum Ziel hatte (Kapstein 1991; Caruana 2012).³³

³⁰ Das Bretton Woods System war ein auf fixen, jedoch regelbasiert anpassungsfähigen Wechselkursen basierendes Kapitalregulierungssystem zur Stabilisierung des internationalen Handels und der dazugehörigen Finanzbeziehungen. Ein Kapitalregulierungssystem, das im Anschluss an den Zweiten Weltkrieg zwischen den Siegermächten ausgehandelt wurde und für dreißig Jahre Gültigkeit beanspruchte. Teil des Systems waren die auf Völkervertragsrecht fußenden internationalen Finanzinstitutionen *Weltbank* und *Internationaler Währungsfonds* (IWF). Insbesondere dem IWF kam eine aktive Rolle in der Geldpolitik zu, der eigentlichen Domäne der nationalen Zentralbanken (Helleiner 1994; James 1996). Beide existieren auch heute noch, haben sich nach dem Wegfall ihrer einstigen völkervertragsrechtlichen Bestimmung mit unterschiedlichem Erfolg neue Aufgaben im internationalen Finanzsystem gesucht.

³¹ Unter Risikomanagern spricht man auch von dem sogenannten *Settlement Risk*, einem relativ einfachen Gegenpartierisiko, das in anderen, deutlich komplexeren Konfigurationen die Turbulenzen an den Interbankemärkten mitverursacht hat (vgl. m. w. N. die Abschnitte 3.2.5 und 6.1.4).

³² Dem Beruf des Zentralbankers kommt eine weltweit anerkannte Bedeutung zu. Willem H. Buiters (1999, 198) beschreibt den Beruf als „a sacred, quasi-mystical vocation, a cult whose priests perform the holy sacraments far from the prying eyes of the non-initiates.“ Charles Goodhart (2005, 28), selber Zentralbanker von Beruf, schreibt: “[C]entral bankers had a stronger ethos and tradition of close co-operation and compromise than politicians“, womit er den Club-Charakter der Profession und des entstehenden Netzwerks untermauert.

³³ Es ist durchaus auch möglich, die Gründung des BCBS als strategischen Schritt der Zentralbanker zu verstehen, um ihren Einfluss auf die Regulierung von Banken zu sichern. Ein Bereich, den sie seit der Großen Depression ausgehend von den USA mehr und mehr speziellen Behörden überlassen musste, während ihnen die Geldpolitik

Zweite strategische Phase – das Ziel der transnationalen Harmonisierung: Für die weitere Entwicklung des BCBS werden in der Literatur vor allem real- also machtpolitische Argumente bemüht (Oatley und Nabors 1998; Wood 2005; Goodhart 2011). Im Zentrum dieses Arguments stehen insbesondere die USA. Sie registrierten in der Schuldenkrise der 1980er Jahre, dass der durch das Baseler Konkordat formalisierte Informationsaustausch nicht ausreichte, um den heimischen Bankensektor zu stabilisieren. Ausgelöst durch die Schuldenkrise wurden landesweit höhere Eigenkapitalregeln gefordert. Deren unilateraler Erlass hätte für das internationale Geschäft insbesondere der US-amerikanischen Banken und damit vor allem im Verhältnis zwischen den US-amerikanischen, europäischen und japanischen Banken zwangsläufig wettbewerbsschädigend sein müssen. Entsprechend wird argumentiert, dass insbesondere die USA ein rational-strategisches Interesse daran hatte, das BCBS zu stärken, um die transnationale Harmonisierung der Bankenregulierung, d. h. ein sogenanntes *Level Playing Field* der staatenübergreifenden Bankenregulierung zu koordinieren. Das BCBS wurde so zu einem transnationalen Regelsetzer erkoren und mit der Ausarbeitung des Basel-I Eigenkapitalstandards beauftragt. Die erste transnationale Koordinierung von Eigenkapitalstandards im Jahr 1988 (Basel-I) machte das BCBS zum Zentrum des transnationalen Governance-Netzwerks einer an Bedeutung gewinnenden Eigenkapitalregulierung. Basel-I wurde in den 1990er Jahren mehrmals ergänzt und mündete bis 2005 in die Entstehung und Implementation von Basel-II. Ausschlaggebend für die Weiterentwicklung waren insbesondere die Asien-Krise und die fortschreitende Globalisierung der zwischen den Banken zu beobachtenden Kapitalströme. Der erste Entwurf der Basel-II Eigenkapitalstandards ging bereits über die Harmonisierung hinaus, verfolgte bereits das anspruchsvolle Ziel einer Re-Regulierung der national deregulierten und amerikanisierten Finanzmärkte. In den Jahren bis zur endgültigen Beschlussfassung wandelte sich diesbezüglich allerdings der Anspruch. Grund dafür war unter anderem auch die Erstarkung der kontinental-europäischen Position im Netzwerk. Folglich trat das Ziel der Harmonisierung erneut in den Vordergrund, was hier mit Verweis auf die in Abbildung 1 zitierten Titel des Basel-II Regelwerks bestätigt sein soll, aber auch in der Literatur ähnlich kommentiert wird (Wood 2005; Herring 2007; Kane 2007a).

Dritte strategische Phase – das Ziel der Re-Regulierung zur Widerstandsfestigung und Systemstabilisierung: Im Anschluss an die jüngste Finanzkrise ist die Bedeutung des BCBS aus re-regulatorischer Sicht gewachsen. Re-Regulierung bedeutet im Kern die Beschränkung der Handlungsoptionen der Anwender eines Markt-Regimes. Während Harmonisierung weitgehend auf Deregulierung basiert,³⁴ ist die

blieb. „During the first half of 20th century the regulatory regime on financial stability deeply changed, gradually following the collapse of the *gold standard* regime: from a web of commercial relationships pivoting around financial activity of the central bank to a hierarchical system of administrative controls“, schreibt Enrico L. Camilli (2011, 329). Mit dem BCBS gründeten die Zentralbanker ein Forum für die Bankenregulierung, dessen Bedeutung sie stärkten, indem sie auch die nationalen Regulierungsbehörden teilnehmen ließen.

³⁴ Dieser Zusammenhang soll an dieser Stelle noch als These verstanden werden. In Bezug auf Basel-II finden sich im 5. Kapitel eindeutige Hinweise auf die Validität dieser These. Darüber hinaus findet sich diese These vor allem von Vertretern des linken politischen Spektrums geäußert, die im Zuge des neoliberalen Einflusses auf die politische Steuerung von einer „deregulierenden Harmonisierung“ sprechen (Huffs Schmid 2006).

Re-Regulierung als ein harmonisierender Aufbau von regulativen Verhaltensbeschränkungen zu verstehen. Fritz W. Scharpf (2000, 192-195; 225-228) hat die Unterscheidung zwischen negativer und positiver Integration geprägt. Negative Integration ist Harmonisierung durch Deregulierung. Die positive, re-regulatorische Integration zur globalen Finanzsystemstabilisierung lässt sich allerdings nicht explizit von dem der Harmonisierung trennen, weil Harmonisierung zwangsläufig immer ein strategisches Minimalziel bleiben wird. Im Rahmen der jüngsten Aktivitäten des BCBS (Basel-III) findet sich das Ziel der Wiederherstellung der globalen Finanzsystemstabilität (im Sinne der Bürger im Unterschied zu den Regime-Anwendern) in vielfacher Hinsicht gestärkt und anerkannt. Die G-20³⁵ sicherte dem BCBS in mehreren Deklarationen, insbesondere in der in Toronto erstellten (G20 2010), eine gewichtige Rolle bei der transnationalen Bankenregulierung zu (vgl. dazu auch Earnisse 2012). Diese als offizielles Mandat zu interpretierende, mehrmalige namentliche Erwähnung des Baseler Ausschuss ist in die BCBS-Charta (2013b, 1) eingeflossen, in der es zu Anfang im Sinne einer Präambel heißt:

„Das BCBS ist die weltweit wichtigste normgebende Instanz für die Bankenregulierung und dient als Forum für die Zusammenarbeit in Fragen der Bankenaufsicht. Sein Mandat ist es, die Bankenaufsicht mit Blick auf die Regelungen, Verfahren und Bankpraktiken weltweit zu stärken und dadurch die Finanzstabilität zu fördern.“

Auf dieses Mandat gründet die Arbeit, die seit fast zehn Jahren die Bankenwelt beherrscht und in deren Folge eine kaum zu fassende Fülle an neuen Normen zur transnationalen Re-Regulierung der zuvor deregulierten Banken geschaffen wurde, die von den Banken implementiert werden müssen. Das zentrale Werk in diesem Zusammenhang ist: Basel-III.

1.4 ZIELE UND FRAGESTELLUNG

Die Arbeit hat zwei Ziele, an die sich spezifische Fragestellungen knüpfen:

Ziel 1: Die Arbeit versteht sich als Policy-Analyse bzw. politische Steuerungsanalyse der jüngsten transnational koordinierten bankregulatorischen Steuerungsmaßnahmen. Politische Steuerung ist als eine „intentionale und kommunikative Handlungsbeeinflussung mit dem Ziel der gemeinwohl-orientierten Gestaltung“ zu verstehen (Dose 2003, 20-21). Das Ziel der Arbeit ist, zu analysieren, ob die mit Basel-III eingesetzten Maßnahmen auf angemessene Art und Weise langfristige Stabilität im Finanzsektor erzeugen oder ob sie seine wettbewerbsbedingte Eigendynamik bzw. endogene Instabilität nicht gar

³⁵ Die G-20 ist ein im Anschluss an die Asienfinanzkrise Ende der 1990er Jahre gegründetes Forum. Wurde dieses Forum zuerst wie die G-10 von den Zentralbankern und Finanzministern einberufen, so entwickelte es sich insbesondere im Anschluss an die jüngste Finanzkrise zu einem politischen Gipfel der Staats- und Regierungschefs (G20 2008). Die G-20 ist keine internationale Organisation im völkervertragsrechtlichen Sinnen. In Bezug auf die Bedeutung der G-20 für die internationale Finanzarchitektur wird ihre Entwicklung unterschiedlich kommentiert (Earnisse 2012; Tietje 2013, 24-26; Zobl et al. 2013). Für Christian Tietje (2013, 26) „spricht vieles dafür, die G-20 ihrem Selbstverständnis und ihrer Bedeutung entsprechend als rechtserhebliches Steuerungssubjekt und damit Völkerrechtssubjekt im internationalen Wirtschaftssystem einzuordnen.“

fördern. Ziel ist es zu bewerten, ob die bankregulatorischen Maßnahmen dem *Gemeinwohl* gerecht werden. Gemeinwohl bzw. das politische Handeln im Sinne des politischen Gemeininteresses (im Gegensatz zum Spezial- oder Klientelinteresse) muss vom neoklassischen Wohlfahrtsbegriff abgegrenzt werden, nach dem sich wirtschaftspolitisches Eingreifen nicht selten normativ richtet.³⁶ Letztere beschreibt einen gewissermaßen sozial entleerten Gemeinwohlbegriff, der auf der Basis eines weitgehend rational handelnden *homo economicus* vom Wohl des Einzelnen auf das (gemeine) Wohl der Gesellschaft schließen will (Offe 2001, 461; Mayntz 2002, 67).³⁷ In der vorliegenden Arbeit soll der Gemeinwohlbegriff nach Herfried Münkler und Harald Bluhm (2001, 13) verwendet werden. Dieser zielt auf die politische Herstellung von institutionellen Bedingungen, die überindividuell und zeitunabhängig „ein Handeln [zur Regel machen], das auf den Erhalt der jeweiligen Gemeinschaft und die Reproduktion ihrer Voraussetzungen gerichtet ist.“³⁸ Politische Steuerung ist in diesem Sinne ein normativ an wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Stabilität und nicht an der individuellen Wohlfahrt der Wirtschaftssubjekte interessiertes Konzept zur Rechtfertigung von Staatstätigkeit. Anders gewendet: Staatliche Steuerung ist dann effektiv, wenn durch das staatliche Handeln gesellschaftlicher Stabilität in gesamtgesellschaftlich *angemessener* Weise entsprochen wird.

Fragestellungen zu Ziel 1:

1. Sind die durch Basel-III verabschiedeten Maßnahmen adäquat im Sinne der Ursachen, die die Systeminstabilität des Interbankenmarktsystems und der von ihm abhängigen Wirtschaftssektoren hervorbrachten?
2. Können die sich hinter Basel-III verbergenden Maßnahmen das Interbankenmarktsystem und damit die internationalen Kapitalmärkte und ihre gesamtgesellschaftliche Funktion tatsächlich nachhaltig und effektiv vor einem Krisenverlauf schützen, der dem ähnelt, der sich seit dem Herbst 2008 beobachten ließ und den man im angloamerikanischen Sprachgebrauch als *Financial Meltdown* bezeichnet hat?
3. Können die Maßnahmen das Verhalten der Dealer-Elitebanken im Sinne der Übernahme einer Systemverantwortung effektiv stärken? Das heißt: Sind die Maßnahmen plausibel im Sinne eines problemorientierten, dem *Gemeinwohl* verpflichteten Steuerungsanspruchs? Und insbesondere, warum sind die transnational beschlossenen Maßnahmen in der beobachteten Form durchsetzbar gewesen?

³⁶ Dies zeigen nicht zuletzt US-amerikanische Lehr- und Handbücher der Policy-Analyse, wie z. B. Michael Munger (2000) und David L. Weimer und Aidan M. Vining (2011).

³⁷ Renate Mayntz (2002, 67-68) bringt diesen Vorwurf auf den Punkt, wenn sie sinngemäß schreibt, dass Drogenkonsum erwiesenermaßen in eine starke individuelle Befriedigung mündet, wohl aber niemand behaupten wollen würde, dass durch den individuellen Drogenkonsum das Gemeinwohl zunimmt.

³⁸ Es sei an dieser Stelle explizit darauf hingewiesen, dass die zeitläufige Stabilisierung einer Wirtschaftsordnung ein Ziel der makroökonomischen Wirtschaftspolitik ist. Begriffe, die diesen wirtschaftspolitischen Zusammenhang beschreiben, sind u. a.: Konjunkturpolitik, Stabilitätspolitik, Beschäftigungspolitik, Nachfragepolitik, Globalsteuerung. Die zur Verfügung stehenden Politiken wird allerdings von den neoliberalen Vertretern der Wissenschaft als inadäquate Prozess- oder Ablaufpolitik kritisiert (Klump 2013).

Ziel 2: Ein zweites Ziel betrifft den Wettbewerbsbegriff und seine Bedeutung für die steuerungstheoretische Governance-Analyse. Er soll hier am Beispiel der globalen Bankenkrise besser erschlossen werden. Der Wettbewerbsbegriff soll nicht als undifferenzierte Bedingung der Erzeugung von überindividueller Wohlfahrt, wie er in wohlfahrtsökonomischen Modellen behandelt wird, sondern als das konstituierende Element von Handlungskoordination bzw. Interdependenzbewältigung auf der Mikroebene einer Koordinationskonstellation verstanden werden, die durchaus auch negative, d. h. desintegrative, Auswirkungen auf das Gemeinwesen haben kann. Damit einher geht die Anerkennung, dass eine zu hohe Wettbewerbsintensität über die Handlungsfreiheit der rational Handelnden eine Dynamik erzeugen kann, die abhängig vom Politikfeld desintegrative oder destabilisierende Makroeffekte auslöst, welche sowohl ökonomische als auch politische Regelsysteme dynamisch verändern und destabilisieren können. Die diesbezüglich zentrale These dieser Arbeit ist, dass Wettbewerbsintensität oder die Überlagerung eines Koordinationszusammenhangs durch Wettbewerb anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen verursacht.

Fragestellung zu Ziel 2:

4. Was ist Wettbewerb in Bezug auf seine institutionelle Struktur und wie wirkt Wettbewerb als institutionelle bzw. institutionalisierte Struktur (Wettbewerbsintensität) auf das Verhalten von Akteuren in einem komplexen Regelsystem wie dem Interbankenmarktsystem und in den verbundenen Arenen seiner politischen Steuerung? Erzeugt Wettbewerb in komplexen Regelsystemen anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen?

Gemäß der Fragestellung soll es nicht darum gehen, Wettbewerbsintensität zu messen. Die strukturellen Variablen sollen allenfalls bestimmt und ihre Wirkungsfaktoren aufgezeigt werden. Die durchaus mögliche Messbarkeit der Variablen müssen weiterführende Arbeiten zu bestimmen leisten.

1.5 LITERATURÜBERSICHT UND ANALYSEPERSPEKTIVE

Die weitere Auseinandersetzung mit der Fragestellung und den Zielen dieser Arbeit erfolgt in sechs Kapiteln. Das nachfolgende *zweite* Kapitel dient der theoretischen Aufarbeitung der Steuerungs- und Governance-Forschung, der Operationalisierung des Regime- und des Wettbewerbsbegriffs sowie der Vorstellung der Analyseheuristik der problemorientierten staatlichen Steuerung nach Nicolai Dose³⁹, die handlungsleitend für diese Arbeit ist. Die Kapitel *drei bis fünf* können als Teile der Problemanalyse betrachtet werden. Im *sechsten* Kapitel wird die Wirkung der Basel-III Eigenkapitalmaßnahmen bewertet und im *siebten* Kapitel sollen einige Faktoren für die Nichtabschaffung eines für seine Vertrauen bildende Wirkung entscheidenden Teils der Basel-III Regulierung herausgearbeitet werden:

³⁹ Siehe Abschnitt 2.2.

3. Kapitel: Im dritten Kapitel „Problemanalyse I: Dealer-Elitebanken und Interbankenmärkte – Das Interbankenmarktsystem“ soll die eigendynamische Entwicklung der Dealer-Elitebanken und des Interbankenmarktsystems detailliert beschrieben werden. Das Interbankenmarktsystem wird durch das strategische Verhalten der Dealer-Elitebanken stetig weiterentwickelt. Das Interbankenmarktsystem soll als eigendynamisches Governance-Regime⁴⁰ beschrieben werden, das seine eigene Destabilisierung dadurch erzeugt, dass es immer neue Instrumente zur regelausweichenden Reproduktion von bestehenden Werten erzeugt, die zwischen den Dealer-Elitebanken in einem Parallelbankensystem zur eigenen Finanzierungs- und Risikosteuerung (Passivgeschäft) gehandelt werden. Durch ihre latente Rückkopplung an das realwirtschaftliche Finanzsystem erzeugen die entstehenden Forderungsketten eine latente Gefahr für das Entstehen von Systemkrisen. Der geografische Fokus der Ausführungen liegt auf den USA. Die Entwicklung des Interbankenmarktsystems verweist deutlich auf die globale Bedeutung des US-amerikanischen Vorbilds. Die Quellen und Daten, die in diesem Kapitel Verwendung finden, sind in erster Linie sekundärer Art. In der Hauptsache sind es finanzwissenschaftliche Quellen aus anglo-amerikanischen Fachzeitschriften, die sich vor allem der Beschreibung der historischen Entwicklung von Finanzunternehmen und Finanzprodukten aus US-amerikanischer Sicht widmen. Zu nennen sind darüber hinaus die von der *Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)* veröffentlichten Daten der US-amerikanischen Wertpapiermärkte, die Datensammlungen zu den nationalen Bankensektoren der *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*, die Datensammlungen der *International Capital Market Association (ICMA)*, die Datensammlungen der *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, die Daten- und Arbeitspapiersammlungen der US-amerikanischen *Federal Reserve Banken*, der *Europäischen Zentralbank (EZB)* und der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)*.

4. Kapitel: Im vierten Kapitel „Problemanalyse II: Instabilität des Interbankenmarktsystems – Marktversagen“ soll die zentrale Ursache bzw. die zentrale analytische Problemkategorie für das *Marktversagen* im Interbankenmarktsystem herausgearbeitet werden. Wie bereits angedeutet ist dies die *Wettbewerbsintensität* im Interbankenmarktsystem. Weil die Wettbewerbsintensität eigentlich kein wohlfahrtsökonomisch und auch kein steuerungsanalytisch anerkanntes Marktversagen darstellt, muss ihre handlungstheoretische Bedeutung für den vorliegenden Fall auf der Basis einer kombinierten Analyse der von Nicolai Dose⁴¹ in seinen Ansatz für ein problemorientiertes Policy-Design aufgenommen wohlfahrtsökonomischen Problemkategorien (externe Effekte, Informationsmängel, Marktmacht, Anpassungsmängel) entwickelt werden. Es soll eine auf strategisches Wettbewerbsverhalten, auf prozessuale Dynamik und Handlungsmotivationen abstellende, handlungstheoretische Analyse des Problems der Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds durchgeführt werden, die einerseits hilft, die zentrale Problemkategorie zu fassen und die es andererseits möglich macht, ein ur-

⁴⁰ Zum Begriff siehe Abschnitt 2.1.2.5.

⁴¹ Siehe zu der Erstellung einer Problemanalyse im Rahmen des zitierten Ansatzes Abschnitt 2.2.1.2.1.

sachenadäquates Steuerungsinstrument zu benennen. Die Quellen, die in diesem Teil der Problemanalyse verwendet werden, sind ebenfalls sekundärer Art. Neben den Klassikern der Wirtschaftslehre werden vor allem auch solche ökonomischen Arbeiten herangezogen, in denen Dynamik, Wettbewerbsintensität, Vertrauen und Instabilität Gegenstand des analytischen Interesses der Autoren sind.

5. Kapitel: Im fünften Kapitel „Problemanalyse III: Instabilität des Interbankenmarktsystems – Steuerungsversagen“ gilt es dann den Anteil des *Steuerungsversagens* an der Instabilität des Interbankenmarktsystems zu bewerten. Es gilt der Frage nachzugehen, inwiefern das BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes Teil des Problems der Instabilität des Interbankenmarktsystems ist. Das Ergebnis ist eindeutig: das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime wird seinem Namen nicht gerecht. Es kann wegen der Überflexibilisierung des bankindividuell anzuwendenden Regelrahmens kein stabiles Gläubigervertrauen bilden, das das Interbankenmarktsystem nachhaltig vor seinem Zusammenbruch bewahrt. Vielmehr scheint es der Fall zu sein, dass insbesondere Basel-II Misstrauen zwischen den Dealer-Elitebanken und den Großkunden schürt. Die Überflexibilisierung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes bietet allen Regime-Anwendern Verhaltensfreiheiten, die insbesondere im wettbewerbsintensiven Umfeld kreatives Regelumgehen anreizen. Letztlich mit dem Effekt der prozyklischen Ausdehnung der im Interbankenmarktsystem gehandelten Vermögenswerte, d. h. mit der Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds. Die Quellen, die in diesem Teil der Arbeit verwendet werden, sind ebenfalls sekundärer aber auch primärer Art. Sie reichen von der betriebswissenschaftlichen, zur juristischen, verwaltungs- und politikwissenschaftlichen Sekundärliteratur der transnationalen Standardsetzung und Regulierung bis hin zur Basel-I und Basel-II Primär- und Sekundärliteratur.

6. Kapitel: Im sechsten Kapitel „Anhaltendes Steuerungsversagen: Die Analyse des Basel-III Eigenkapitalschutz-Regimes“ gilt es dann die Basel-III Steuerungskonzeption, d. h. die seit der Finanzkrise laufende Modifizierung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes, zu evaluieren. Grundlage dieser Evaluation ist die oben bereits erwähnte Steuerungskonzeptionsanalyse nach Nicolai Dose.⁴² Hierbei werden die Einzelmaßnahmen eines Programms in Hypothesen zerlegt, die dann auf ihre Plausibilität in Bezug auf das Problem und seine Lösung untersucht werden können. Ergebnis ist die Feststellung eines anhaltenden Steuerungsversagens. Im sechsten Kapitel werden neben der Mindesteigenkapitalzusammensetzung, dem Eigenkapitalpuffer und der Eigenkapitaldefinition insbesondere die komplexen Maßnahmen der Risikogewichtung analysiert, in denen sich die Verhaltensfreiheiten und somit die Schwächen des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes verstecken. Neben den Regeln zur Berechnung des Bankbuch-RWA, die weitgehend unangetastet geblieben sind, und des Handelsbuch-RWA, die allerdings bei Anfertigung der Arbeit noch nicht endgültig beschlossen waren, sondern als überarbeitete Konsultationsvorlage vorlag, steht insbesondere der Gegenparteerisiko-RWA bzw. das *Credit Value Adjustment-Buch (CVA-Buch)* im Zentrum der Evaluation des Basel-III Eigenkapitalschutz-Regimes als zukunftsfähiges, gemeinwohl- bzw. stabilitätsförderndes Projekt. Die Quellen, die in diesem Teil der Arbeit Grundlage

⁴² Siehe zur Verwendung der Steuerungskonzeptionen die Abschnitte 2.2.1.1.

der Bewertung sind, sind vor allem die in den letzten Jahren veröffentlichte Primärliteratur zum Maßnahmenkomplex Basel-III. Die Plausibilitätsprüfungen finden sich ergänzt durch Verweise auf das bis dahin zusammengetragene Steuerungswissen, aber auch durch weitere Informationen von Experten und aus finanzpraktisch und finanzwissenschaftlich relevanten Publikationen. Hervorgehoben seien an dieser Stelle insbesondere die hoch aktuellen und kritischen Analysen der Autoren des *Risk Magazine*.

7. Kapitel: Im siebten Kapitel „Anhaltendes Steuerungsversagen: Faktoren für die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes“ gilt es sich dann noch der Durchsetzbarkeit der besprochenen Steuerungsinstrumente zuzuwenden. Genauer gesagt soll gefragt werden, warum die für den überindividuellen und zeitunabhängigen Vertrauensschutz, d. h. für das Gemeinwohl der Stabilität des Interbankenmarktsystem so wichtige Maßnahme des *Internal Rating Based Approach* (IRB-Ansatzes) nicht abgeschafft wurde? Als zentraler Faktor für die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes wird ebenfalls die Wettbewerbsintensität ausgemacht. Das BCBS Regelsetzungs-Regime wird als ein Mehrebenen-Governance-Regime beschrieben, dessen Interessenausgleich so ungerregelt und deswegen so offen ist, dass er von den privatwirtschaftlichen, vom Wettbewerb und vom Erhalt des Status quo geprägten Interessen der Dealer-Elitebanken strategisch vereinnahmt wird. Die für die Problemlösung notwendigen Verhandlungen werden vom Markt- und vom Staatenwettbewerb überlagert, dessen inhaltlicher Nenner allein die wirtschaftliche Effizienz, die Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Finanzeliten darstellt und somit eine tiefe Vereinnahmung erst möglich macht. Das angenommene Gemeinwohlinteresse, das das Handeln des Staates und seiner Agenten dominiert, ist im Bereich der Finanzmarktregulierung als ein nur noch in der Erinnerung existierendes Relikt hierarchischer Steuerung zu entlarven. Die Quellen, die in diesem sechsten Kapitel Verwendung finden, entstammen vorwiegend der politik-, verwaltungs- und rechtswissenschaftlichen Sekundärliteratur zur transnationalen Verwaltungskooperation. Sie werden ergänzt durch Artikel aus einschlägigen Zeitungen und Fachzeitschriften.

8. Kapitel: Im achten und letzten Kapitel „Schlussteil: Anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen im Schatten des Wettbewerb“ gilt es dann die Forschungsfrage und Forschungsziele der vorliegenden Arbeit zusammenzufassen und für die Policy-Forschung in anderen Politikfeldern vor dem Hintergrund der analytischen Governance-Forschung generalisierend aufzuarbeiten.

2. ZUGANG ZUM FORSCHUNGSGEGENSTAND UND HEURISTIK

2.1 FORSCHUNGSSTAND: HANDLUNGSTHEORETISCHE STEUERUNGS- UND INSTITUTIONENBASIERTE GOVERNANCE-FORSCHUNG

Um insbesondere die vierte Frage nach dem Wettbewerb, aber auch die ersten drei Fragen nach der Effektivität der Basel-III Bankenregulierung, beantworten zu können, muss nachfolgend aus der Steuerungstheorie heraus das theoretische Fundament und das darauf aufbauende Analysekonzept dieser Arbeit entwickelt werden. Dazu ist ein Blick auf den Forschungsstand der handlungstheoretischen Steuerungstheorie sowie der Governance-Forschung notwendig, deren Grundannahmen auch in Bezug auf den Wettbewerbsbegriff und den ebenfalls bedeutenden Begriff Dynamik hier erarbeitet werden soll (2.1.1 und 2.1.2).

2.1.1 STEUERUNGSTHEORIE, STEUERUNGSFORSCHUNG, STEUERUNGSWISSEN, STAATLICHE STEUERUNG

Die Steuerungstheorie ist ein Sammelbegriff für die Theorien staatlichen Handelns. Steuerungsforschung ist die darauf basierende Erzeugung von Steuerungswissen mit dem Ziel, staatliche Steuerung langfristig zu verbessern, das Gemeinwohl und damit auch gesellschaftliche Stabilität zu fördern. Die Steuerungstheorie hat mehrere Ursprünge, die Klaus von Beyme (2007, 90) aus politikwissenschaftlicher Sicht in der Staatslehre und in der Theorie des politischen Systems verortet. Gegenüber stehen sich ein handlungs- und ein systemtheoretischer Zugang. Während „[d]as größte Verdienst der Systemtheorie [...] ihr Beitrag zu Selbstbescheidung der Politiktheorie“ gewesen sei, die von einem funktionalistischen Einwirken des Steuerungssubjekt auf das Steuerungsobjekt ausgegangen ist, wie Klaus von Beyme (2007, 91) auch für die weiteren Ausführungen nennenswert hervorhebt, steht die handlungstheoretische Steuerungsforschung, die im Laufe ihrer Entwicklung systemtheoretische Annahmen handlungstheoretisch interpretiert und integriert hat,⁴³ im Zentrum der nachfolgenden Ausführungen.⁴⁴ Denn die vorliegende Arbeit will – wie gezeigt – den Erfolg bewerten, den staatliche Steuerung als ein vom Verhalten der staatlichen und gesellschaftlichen Akteure abhängiges Produkt der intentionalen Einflussnahme auf das Steuerungsobjekt, d. h. die Gesellschaft, bewirkt oder nicht bewirkt.⁴⁵

⁴³ Hierfür stehen insbesondere die Arbeiten von Uwe Schimank (2010), aber auch die Arbeiten von Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf; siehe insbesondere Renate Mayntz (1987, 100-107).

⁴⁴ Die von Niklas Luhmann geprägte Systemtheorie (siehe beispielsweise Luhmann 1984), die die Steuerbarkeit von Gesellschaft negiert und den Akteursbegriff ablehnt, soll hier nicht weiter Thema sein. Ebenfalls nicht diskutiert wird der im Anschluss an Niklas Luhmann von Gunter Teubner und Helmut Willke entwickelte Ansatz des reflexiven Rechts und der Kontextsteuerung (zusammenfassend Dose 2008b, 69-73), der zwar Verhandlungen als integralen Bestandteil politischer Steuerung ausmacht, allerdings Machtasymmetrien nicht in die Analyse einbezieht. Machtasymmetrien sind allerdings bei der empirischen Analyse von Verhandlungskonstellationen unbedingt mitzudenken (siehe beispielsweise Willke 1992; Teubner 1993).

⁴⁵ siehe für die Gemeinwohlkonzeption dieser Arbeit Abschnitt 1.4.

Policy-Forschung: Ausgangspunkt – oder wie Nicolai Dose (2008b, 50) schreibt: „Kristallisationspunkt“ – der deutschen Steuerungsforschung und der Theorie, die dieses Ziel stützt, ist sicher die US-amerikanische Policy-Forschung, die auf den Policy-Zyklus bestehend aus Politikentwicklung, Politikimplementation und Erfolgsevaluation aufbaut (siehe Lerner und Laswell 1951; Jann und Wegrich 2007) und sich traditionell an Politikfeldern orientiert, was den deutschen Begriff der Politikfeldanalyse⁴⁶ erklärt. Die Policy-Forschung setzte sich zum Ziel, wissenschaftlich orientierte, deskriptiv-erklärende empirische Forschung und handlungsleitende normative Politikberatung zu kombinieren (Mayntz 1997 [1996], 267).⁴⁷ Hervorgegangen aus dieser Ausrichtung sei die Entstehung eines synoptischen und eines neopluralistischen Ansatzes (Dose 2008b, 50-51), womit darauf verwiesen ist, dass ersterer weitgehend daten- und methodenbasiert, Problemstehungs- und Problemlösungskontexte pragmatisch-handlungsweisend (präskriptiv) in den Fokus nimmt, während letzterer die Pluralität, die Machtasymmetrien und die Konflikte untersucht, die bei der Interessenformierung und darüber hinaus Steuerungsversagen verursachen können. Auch dabei wird ein Steuerungswissen erzeugt, das normativ handlungsweisend genutzt werden kann, was aber von den Autoren nicht grundsätzlich beabsichtigt ist.

Nachfolgend soll die Entwicklung der Steuerungsforschung anhand dreier Stationen des politischen Prozesses dargestellt werden: erstens der Formulierung, zweitens der Anwendung oder Implementierung und drittens der Problemanalyse politischer Steuerung. Alle drei Zugänge sind grundsätzlich dazu in der Lage handlungsweisende Informationen zu generieren, wobei insbesondere die problemorientierte Sichtweise für den weiteren Verlauf dieser Arbeit hervorzuheben ist.

2.1.1.1 Bei der Formulierung staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung

Planungsforschung: In Deutschland beginnt die Steuerungsforschung mit dem Planungsbegriff, der einen weitgehenden Steuerungsoptimismus bezeugt, insofern mit ihm auf die Existenz eines starken Staates im Sinne der deutschen Staatslehre bzw. der französischen Staatstheorie verwiesen werden kann.⁴⁸ Mit dem Planungsbegriff und seiner relativ euphorischen Anwendung im Anschluss an das zusehends erlahmende Wirtschaftswunder beginnt in den 1960er Jahren auch die Geschichte der handlungstheoretischen Steuerungsforschung im Nachkriegsdeutschland. Staatliche Steuerung, d. h. das Handeln des Steuerungssubjektes zur intentionalen Beeinflussung eines gesellschaftlichen Steuerungsobjektes, war unter dem Begriff des hoheitlichen Plans in der Öffentlichkeit nach Jahren der ordoliberalen Marktordnungsregulierung, die staatliches Handeln auf die Festlegung einer liberalen Rahmenordnung begrenzte,

⁴⁶ Zum Begriff und zur Programmatik der Politikfeldanalyse siehe Klaus Schubert und Nils C. Bandelow (2003, 13-15).

⁴⁷ Die politische Relevanz präskriptiv-beratender Arbeiten wird, insbesondere was wirtschaftspolitische Steuerung und ihre Politikfelder angeht, bis heute weitgehend von Wirtschaftswissenschaftlern und ihren Problemanalysen dominiert. Dies ist vor allem in den USA zu beobachten, in denen Lehrbücher der Policy-Analyse auf modelltheoretische Erklärungen von Marktversagen rekurrieren, um politische Steuerung eine Eingriffsermächtigung zu erteilen (Munger 2000; aus deutscher Sicht siehe Fritsch 2011).

⁴⁸ In Frankreich ist der Plan bzw. *le plan (politique)* ein bis heute fest mit dem Glauben an die Steuerungsfähigkeit des Staates verbundener Begriff im Wortschatz jedes Franzosen.

die insbesondere in Bezug auf das Haftungsprinzip staatliche Interventionen erlaubte, wieder zunehmend gewünscht (Schatz 1973, 9; von Beyme 2007, 128). Zuerst einmal existierte nur der Planungsbe-
griff als Hülse der voraussetzungslosen Anerkennung der Steuerungsfähigkeit des Staates.⁴⁹ Aber auch die Steuerungsfähigkeit eines mit der Formulierung langfristiger Pläne beschäftigten Staates sollte sich verbessern lassen, was letztlich zur Gründung der beim *Bundesministerium des Innern* angesiedelten *Projektgruppe Regierungs- und Verwaltungsreform* führte, deren Ziel ihre Protagonisten Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf (1973b, 7) im Vorwort des von ihnen herausgegebenen Sammelbandes als „Verwissenschaftlichung von Politik“ zusammenfassten. Im Kern galt es in besagter Projektgruppe die organisationalen Grundlagen für eine „Aktive Politik“ zu erforschen, d. h. eine rationalisierte Planungsorganisation, mit der sich die „Eigendynamik hochentwickelter, »spätkapitalistischer« Industriegesellschaften und den immer noch wachsenden Anforderungen an die Regelungs- und Steuerungskapazität des politischen Systems“ (Mayntz und Scharpf 1973a, 115) besser beherrschen lassen könne. Das Ergebnis dieser Arbeiten ist die alte am *Primat der Politik* sich orientierende Erkenntnis, dass „aktive Politik die weitgehende Autonomie des politischen Aktivsystems in der Politikentwicklung“ (ebd., 131), d. h. der Programmentwicklung erfordere. Die Betonung liegt auf „weitgehend“, womit angedeutet werden soll, dass die Autonomie der Politik bei der Programmentwicklung zukünftig immer weniger gegeben sein kann. Grund ist die Annahme, dass hierarchische Steuerung die Leitungsebene der Ministerialverwaltung zunehmend überfordere, weil die Komplexität der zu erwartenden gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Probleme zunehme.⁵⁰ Dies wiederum wirke sich auch auf die Anforderungen an die ressortübergreifende Koordinierungs-, Informationsverarbeitungs- und Konfliktbewältigungsfähigkeit der Ministerialverwaltungen aus, die – ohne ihre Steigerung – primär Ressortinteressen im Stile der negativen Koordination durchsetzen (ebd., 131-145).⁵¹

Pluralistische Netzwerkforschung: Die pluralistischen Netzwerkansätze staatlicher Steuerung knüpfen an die Planungsforschung insofern an, als auch sie den Staat als Zentrum eines Prozesses staatlicher Steuerung verstehen. Der Neopluralismus nach Ernst Fraenkel verlangte allerdings eine „Antimonopolpolitik“ auch „auf dem politischen Markt“ (von Beyme 2006, 278). Die Programmentwicklung müsse pluralisiert werden, um wie der Markt demokratisch zu sein, wurde argumentiert. Mancur Olson (1971) sah aus deskriptiv-analytischer Perspektive im Neopluralismus die naive Vorstellung repräsentiert, dass alle Gruppen vom Pluralismus der Interessen profitierten. Er sah die berechtigte Gefahr, dass gut organisierte Interessen besser in der Lage seien, staatliche Steuerung in ihrem Interesse zu beeinflussen. Aus dieser These, d. h. aus dem Interdependenzverhältnis von politischen und wirtschaftlichen Akteuren, entstand nicht nur das Forschungsprogramm der *Neuen Politischen Ökonomie*, wie es Gert von Eynern

⁴⁹ Zu den zeitgenössischen Anwendungsfeldern siehe ausführlich Heribert Schatz (1973, 21ff.); zusammenfassend Nicolai Dose (2008b, 50-51).

⁵⁰ Diesen frühen Bezug zur Problemanalyse gilt es in Abschnitt 2.1.1.3 wieder aufzunehmen.

⁵¹ Eine logische Erweiterung zu den Arbeiten der Planungsforschung sind die Arbeiten zur Verflechtung der politischen Entscheidungsprozesse und der damit einhergehenden Diagnose, dass das politisch-administrative System der Bundesrepublik Deutschland eine Politikverflechtungsfalle hervorbringe, die suboptimale Steuerungsergebnisse zeitige (Scharpf et al. 1975).

aus politikwissenschaftlicher Sicht geprägt hat (Jann und Junkers 1977), sondern auch die These vom kooperativen Staat (Ritter 1979) und die Korporatismusforschung (Streeck und Schmitter 1985), die wiederum den Steuerungserfolg in den Fokus nehmend, diesen im oligopolistischen Zusammenspiel dreier gesellschaftlicher Kräfte verortete: dem Staat, den Arbeitgebern und den Gewerkschaften (von Beyme 2006, 281). Im Zeitverlauf (siehe von Beyme 2006, 277-288) und insbesondere mit der organisationssoziologischen Erkenntnis, dass „das Umfeld von Organisationen zum guten Teil aus anderen Organisationen besteht“ (Mayntz 1997 [1993], 239) öffnete sich das Forschungsfeld der neopluralistischen Netzwerkansätze und der Netzwerkanalyse. Einerseits auf *Märkte als Netzwerke* bestehend aus sektoriellen Unternehmensverflechtungen zur Überwindung von Wettbewerb fokussierend (Hollingsworth 1990, 12 ff.), konzentrierte sich die politikwissenschaftliche Policy-Forschung andererseits auf Policy-Networks, d. h. auf *Politik als Netzwerk*, bestehend aus öffentlichen und privaten Akteuren (Kenis und Schneider 1991; Marin und Mayntz 1991a).

In beiden Fällen, d. h. sowohl auf den Märkten mit ihren zunehmenden Oligopolen und anderweitigen Verflechtungen als auch im zunehmend fragmentierten Staat, geht die Verwendung des Netzwerkbegriffs mit einem Wandel der traditionell angenommenen Steuerungsformen hin zum Begriff der *Governance*, d. h. der wechselseitigen Koordination von Handlung, einher (Hollingsworth 1990; Mayntz 1997 [1993]). Mit Blick auf das politisch-administrative System gewannen informelle Beziehungen an Bedeutung und komplexisierten den Untersuchungsgegenstand. Den Überblick behielt man mit der analytischen Begrenzung der Netzwerke auf Politikfelder. Denn in den Politikfeldern ist aus policy-analytischer Sicht zwar auch nur mit einem minimalen Grundkonsens der Akteure zu rechnen, jedoch hätten Akteure wenigstens ein gemeinsames Interesse an der Lösung von Problemen (von Beyme 2006, 286-288). Mit all dem wird – das muss mit Renate Mayntz (1996, 164) betont werden – zwar auch nicht mehr als die Steuerungsfähigkeit des Staates im Sinne von dezentraler „Entscheidungsfähigkeit“ betont. Jedoch ist davon auszugehen, dass Steuerung (aber auch wirtschaftliche Selbstregelung) in Form von durch korporative Akteure koordinierte Entscheidungen in eigendynamischen sozialen Teilsystemen nicht ohne Netzwerke zustande kommt (von Beyme 2006, 290). Netzwerke dürften ganz allgemein eine Begleiterscheinung von sozialer Dynamik und des damit einhergehenden beschleunigten Strukturwandels sein, wie man ihn in modernen Gegenwartsgesellschaften beobachten könne (Mayntz 1997 [1993], 242). In Bezug auf den Prozess der staatlichen Steuerung finde man sie bei der Politikformulierung aber auch bei der Implementation, wobei jeweils und auch über den politischen Prozess hinaus die Verhandlung für die Stabilisierung der Entscheidungsfindung unabhängig von ihrer Qualität grundlegend ist (Mayntz 1997 [1993], 241; 249).

Akteurszentrierter Institutionalismus: Ähnlich muss der *akteurszentrierte Institutionalismus* nach Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf (1995a) für die Policy-Forschung eingeordnet werden. Nur das dieser Ansatz weitgehend auf politische Entscheidungen angewendet wird. Mit ihm werden die Beziehungen und Machtasymmetrien in Politiknetzwerken („Gelegenheits- und Machtstrukturen“ (Scharpf 2000, 236-237)) und ihre Bedeutung für die individuelle bzw. korporative politische Entscheidungsfindung

und m. E. auch die Qualität der politischen Entscheidungen spieltheoretisch analysierbar. Der akteurszentrierte Institutionalismus kombiniert im Interesse daran, einen Ansatz zur empirischen Analyse von politischen Entscheidungen zu bieten, eine handlungstheoretische Grundausrichtung (aktorszentriert) mit einer institutionellen Komponente, d. h. einem engen Institutionenbegriff, der sich auf Regelsysteme beschränkt, die sanktionierbare formale aber auch soziale Normen einschließen (Scharpf 2000, 77). Es gilt: Staatliche Steuerung ist möglich (Mayntz und Scharpf 1995b, 32-33), allerdings nicht im Sinne eines für alle Staatstätigkeiten ausnahmslos anzuerkennenden Gemeinwohlverwirklichungspotenzials, das in jeder Beziehung eine „ideale Sprechsituation“ nötig mache, in der „Argumente, deren Ziel die Verwirklichung des privaten Eigeninteresses ist, keinen Platz hätten“ (Scharpf 2000, 38-39). Der akteurszentrierte Institutionalismus geht davon aus, dass Steuerungsversagen in einem sich zusehends an Autonomie verlierenden Staates die Regel ist. Die empirisch beobachtbaren Formen des „verhandelnden Staates“, wie zum Beispiel der *Schatten der Hierarchie* und das *Regieren in entgrenzten Räumen* bieten seither ein Raster für weitergehende spieltheoretische Untersuchungen (Scharpf 2000, 319 ff.). Entgegen einer strikt problemorientierten Policy-Forschung, deren Komplexität einen interdisziplinären Zugang notwendig mache, präferiert der akteurszentrierte Institutionalismus eine interaktionsorientierte Policy-Forschung, deren Fokus auf der Erklärung „vergängerischer politischer Entscheidungen [liegt], um so systematisches Wissen zu gewinnen, das der Praxis helfen könnte, realisierbare Problemlösungen zu entwickeln oder Institutionen zu verwerfen, die im allgemeinen die Formulierung und Implementation gemeinwohlorientierter Politik begünstigen“ (Scharpf 2000, 84-85).

2.1.1.2 Bei der Implementierung staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung

Implementationsforschung: In Anlehnung an US-amerikanische Arbeiten zur Implementationsforschung und nicht zuletzt in der Abwendung von einem allzu rationalen Planungs begriff und in der Zuwendung zu einer im Entstehen begriffenen „steuerungstheoretischen Politiktheorie“ (Mayntz 1977, 52) widmete sich in den 1970er Jahren auch ein deutsches Forschungsteam der Erforschung des Implementationsprozesses von politischen Programmen, um die Steuerungsfähigkeit des Staates auf der Ebene des Vollzugs bzw. der Regelanwendung zu untersuchen und um sie mit Blick auf die Programmwirkung bzw. den sogenannten „Programmerfolg“ zu stärken (Mayntz 1977, 56-58). Ziel sei es, „Probleme im Implementationsbereich zutreffender als bisher antizipieren zu können, um damit zu einer adäquateren Programmentwicklung vor allem in Hinblick auf die Wahl des Regelungsinstrumentes und des Vollzugsträgers bzw. der Gestaltung der zuständigen Implementationsstruktur beizutragen“, schreibt Renate Mayntz (1977, 58). Dabei entstand eine erste systematische Vorstellung eines „Werkzeugkastens“ von Politik, anders als im Rahmen US-amerikanischer Forschung jedoch nur wenig systematische Erkenntnisse über den Zusammenhang von Programmtypen und etwaigem Implementationserfolg (Dose 2008b, 56). Die Erfolge der deutschen und US-amerikanischen Implementationsforschung fasst Renate Mayntz (1997 [1983], 143-144) an anderer Stelle zusammen. Für eine effektive Implementation sei demnach

zweierlei zu beachten: Erstens die Charakteristika des Implementationssystems bzw. der Implementationsstruktur sowie das Verhalten der Implementationsagenten. Und zweitens das sogenannte Implementationsfeld, d. h. vor allem die Charakteristika und das Verhalten der Zielgruppe und andere interessierte Akteure.

Rechtspolitologische Steuerungsforschung: In den 1980er Jahren befand die rechtspolitologische Steuerungsforschung, dass die Steuerungsfähigkeit des Staates unter der zunehmenden Verrechtlichung von staatlicher Steuerung (Zunahme von Normen, Zunahme von Kompliziertheit, Zunahme von Widersprüchen) leide. Die Verrechtlichung führe im modernen Wohlfahrtsstaat nicht nur zu einem „doppelten »Staatsversagen« in ökonomisch-fiskalischer und sozio-politischer Hinsicht“ (Voigt 1983, 25), sondern auch zu einer Überforderung der öffentlichen Verwaltung bei der Anwendung des Rechts. Die Verwaltung entscheide wegen ihrer Überforderung und darüber hinaus aus Selbstschutz zunehmend interessengeleitet, ohne dazu legitimiert zu sein und somit quasi pathologisch, was wiederum mit einem Rechtsschutzverlust der Bürger gleichgesetzt werden könne (Voigt 1983, 30, 32).⁵² Dieser evolutionär verlaufenden Verrechtlichung der Gesellschaft sei mit der Entstaatlichung zu begegnen, so zumindest lautete die These der Zeit, die in der liberalen US-amerikanischen Gesellschaft die Deregulierungsbewegung hervorbrachte. Aus Sicht der bürokratischen bundesdeutschen Tradition wurde anders auf die Verbesserung der Gesetze durch ihre „Entregelung“ gesetzt. Zur Entregelung der Verrechtlichung diskutierte man neben der Rechtsbereinigung und der ersatzlosen Streichung vorhandener gesetzlicher Regelungen nicht zuletzt die Flexibilisierung von Recht, d. h. die Verwendung von Generalklauseln und Schaffung von flexiblen Anwendungskonzeptionen, die vor allem auf Beurteilungs- und Ermessensspielräumen in Konditionalprogrammen basieren und Regelungsdichte vermindern sollten (Voigt 1983, 31). Auch hier soll der Staat Steuerungsfähigkeit gewinnen, indem er sich und nicht zuletzt das regulative Instrument in Bezug auf seine Anwendung umorganisiert. Weniger strikt soll flexibel soll regulatives Recht in seiner Anwendung sein. In Folge der Flexibilisierung des Rechts müssten die Bedeutung der Fachverwaltungen gestärkt, aber auch die Selbststeuerungspotenziale der Steuerungsadressaten gefördert werden, denn die Implementation werde durch die Flexibilisierung zu einem komplexen relationalen Koordinierungsprozess im verhandelnden Implementationsnetzwerk der Verwaltung (Görlitz 1983, 83-85; Dose und Voigt 1995).⁵³ Inwieweit Flexibilisierung eine Lösung für die Steuerungsfähigkeit und den Steuerungserfolg des Staates insbesondere bezogen auf den vorliegenden Fall darstellt, muss im weiteren Verlauf geklärt werden. Grundsätzlich scheint es allerdings fraglich, das Heil der Steuerungsfähigkeit und des Steuerungserfolgs in der Flexibilisierung des Rechts zu suchen, weil dies im Kern ja nichts anderes bedeuten kann, als dass auch die den Einzelfall betreffende Rechtsanwendung im Konfliktfall verhandelbar wird und mächtigen Interessen einen besonderen Einfluss ermöglicht.

⁵² Rüdiger Voigt (1983, 33) sieht ein weiteres Feld der Verrechtlichung und der damit einhergehenden Verwaltungspathologien aber auch für die „Verwaltungen großer privatwirtschaftlicher Betriebe“ von Bedeutung.

⁵³ Karl-Heinz Ladeur (1983, 102) spricht in Bezug auf die Ermessen geleitete verwaltungsgerichtliche Planungskontrolle von einer „politische[n] Ökonomie“, also von einem relationalen Entscheidungsprozess.

Klassifikationsansätze der staatlichen Steuerung nach Klaus König und Nicolai Dose: Aus einer integrierten verwaltungswissenschaftlichen Perspektive steht die Entwicklung von „handlungsleitenden Orientierungen für das konkrete Verwaltungshandeln“ (König und Dose 1993b, 128) im Zentrum des von Klaus König und Nicolai Dose (1993a) herausgegebenen Bandes „Instrumente und Formen staatlichen Handelns“. Angesichts der aufkommenden Zweifel an der zentralen Steuerbarkeit von Gesellschaft durch den Staat ist es das Ziel der Arbeit, dass über die sozialwissenschaftlichen Disziplinen verteilte Wissen über die existierenden Handlungsformen bzw. Steuerungsinstrumente des Staates zu sammeln und für das zukünftige Handeln des Staates bzw. die Bewertung des staatlichen Handelns nutzbar zu machen. Nur ein hinreichendes instrumentenspezifisches *Steuerungswissen*⁵⁴ könne das wirkungsvolle gemeinwohlorientierte Handeln des Staates langfristig gewährleisten (König und Dose 1993c, 522-523). Allerdings gäbe es nicht den einen „Baukasten staatlicher Instrumente und Formen“. Vielmehr gelte es die „Referenzen staatlicher Steuerung aufzuzeigen und die Fragen von Instrumentierung und Formalisierung staatlichen Handelns in diese Referenzen einzubeziehen“ (König und Dose 1993c, 519). Letztlich steht hier die angemessene Abstraktion und technische Differenzierung von staatlichen Eingriffsformen im Vordergrund einer zusammengekommen äußerst verwaltungswissenschaftlich geprägten, anwendungsbezogenen Perspektive auf das vor allem durch das Recht und seine Einbettung in den Rechtsstaat formalisierte anwendungsspezifische Steuerungsinstrument. Dabei wird neben der Flexibilität des von der Verwaltung anzuwendenden Instruments nicht zuletzt auch der Adressat, d. h. das sogenannte Steuerungsobjekt, zu einem Faktor, der die Wirkungszusammenhänge von politischer Steuerung beeinflusst (Dose 1993; König und Dose 1993c; Dose 1997; Dose 2002).

Tools of Government Ansatz nach Lester L. Salomon: Ein anderer Ansatz ist die Arbeit von Lester M. Salomon (1981; 2002c), der aus einer US-amerikanischen Perspektive ebenfalls die Flexibilisierung von direkter rechtlicher Steuerung in empirischen Instrumentenstudien systematisiert, um ein instrumenten- und nicht programmspezifisches Steuerungswissen zu entwickeln, das bedauerlicherweise auch nach vielen Jahrzehnten der Praxis der Anwendung der Steuerungsinstrumente noch unterentwickelt sei (Salomon 2002b, 609-610). Bei der Unterentwicklung des Steuerungswissens ansetzend, systematisiert Lester M. Salomon (2002a, 22-37) die Steuerungsinstrumente anhand der Faktoren *Coerciveness*, *Directness*, *Visibility* und *Automaticity*.

- Coerciveness misst den Grad des Zwangs, den ein Steuerungsinstrument für den Regelanwender nach sich zieht.
- Directness misst den Grad der Unmittelbarkeit der Beteiligung des staatlichen Akteurs bei der administrativen Leistungserbringung.
- Visibility misst den Grad der Sichtbarkeit der für das Steuerungsinstrument verwendeten Ressourcen im Prozess der standardisierten Budgetplanung bzw. im Prozess der standardisierten Erfolgskontrolle.

⁵⁴ Vgl. FN 24.

- Automaticity misst den Grad der Nutzung eines bestehenden administrativen Systems, wobei hier vor allem der Markt von Bedeutung ist, aber auch das Steuersystem, das private Kreditsystem, das Gerichtssystem oder auch das Netzwerk lokaler Regierungs- und Nichtregierungsorganisationen können administrativ „benutzt“ werden, was letztlich auf das sich deutlich vom kontinentaleuropäischen abgrenzenden US-amerikanischen Staatsverständnis verweist, in dem Verwaltung oder Public Administration nicht zwingend hoheitlicher Natur zu sein hat.

Insgesamt kommt Lester M. Salamon in seinem Band zu dem Ergebnis, dass vor allem die Steuerungsinstrumente der Wirtschafts- und Sozialstaatssteuerung wenig Zwang, wenig Unmittelbarkeit, wenig Sichtbarkeit und wenig Automtizität aufweisen. Für diese Steuerungsinstrumente prägt er den Begriff der „Tools of New Governance“. In seinem Band finden sich zu den Steuerungsinstrumenten der New Governance zahlreiche Beispiele, so zum Beispiel der Fall der sogenannten *Government-Sponsored Entities* (GSE)⁵⁵ oder der sogenannten *Loans and Loan Guaranties*⁵⁶, die im Zuge der Finanzkrise für Aufsehen gesorgt haben, weil sie maßgeblich zur zyklischen Aggregation von Risiken im Finanzsystem beigetragen haben.⁵⁷ Entscheidend für alle versammelten Steuerungsinstrumente ist die Erkenntnis, dass die auch für die USA klassische direkte Leistungserbringung durch den Staat einer komplexen öffentlich-privaten Netzwerkstruktur der administrativen Leistungserbringung gewichen sei (Salamon 2002a, 6; Salamon 2002b, 601), die für jedes Instrument eine eigene „political economy“ konstituiere (Salamon 1981, 264; Salamon 2002a, 2). Lester M. Salamon (2002a, 7-8) sieht in der Analyse dieser komplexen Implementationsnetzwerke das *Missing Link* der modernen Policy-Analyse, deren „central preoccupation [...] the application of sophisticated techniques of microeconomics to the analysis of public problems“ (Salamon 2002a, 7) sei. Auf der Ebene der Steuerungsinstrumenten müsse man die charakteristischen „implementing institutions, standard operating procedures, types of expertise and professional cadres, products, degree of visibility, enactment and review processes, and relationship with other soci-

⁵⁵ *Government Sponsored Enterprises* (GSE) sind privat geführte Unternehmen mit einer staatlichen Lizenz (*charter*), die dazu verpflichtet sind, ein begrenztes Leistungsangebot anzubieten, dazu aber Steuervorteile und Ausnahmen von Regeln genießen (weniger Eigenkapital). GSE müssen zugleich profitabel sein und dem öffentlichen Interesse dienen, agieren aber in Marktsegmenten, in denen kein funktionierender Markt zustande kommt, d. h. in Marktsegmenten, die sich durch Marktversagen auszeichnen (Stanton und Moe 2002, 82-84). GSE finden sich in den USA seit 1916 nicht zur Vergabe von Krediten institutionalisiert, sondern zu deren Kauf und Umwandlung (*Securitization*) in handelbare Finanzprodukte, wodurch sie indirekt die Geschäftsbanken bei der Vergabe von Krediten entlasten (Brendsel 1996; Stanton und Moe 2002, 82-84; 96).

⁵⁶ *Loan Guaranties* haben in den 1930er Jahren die direkte Vergabe von Krediten durch Staatsunternehmen durch eine indirekte Kreditvergabe über das Geschäftsbankensystem ersetzt. *Loan Guaranties* sind somit Steuerungsinstrumente, die die Kreditvergabe des Geschäftsbankensystems an staatliche Garantien knüpfen. Während Thomas H. Stanton (2002, 389) den Erfolg dieses Steuerungsinstruments betont, der mit neuen Techniken der Verbriefung (*Securitization*) noch gestiegen sei, mahnte Lester M. Salamon (1981, 264-265) an, dass man mit der Verwendung des Steuerungsinstruments *Loan Guaranties* die Perspektive der Banker in die nationale Wohnungspolitik eingebaut habe, wodurch die nationale Ungleichheit gefördert wurde. Dass man mit der Perspektive der Banker auch das Entstehen von dynamischen Profit- und Verlustzyklen, also Prozyklizität, in die Leistungserbringung eingebaut hat, wurde im Zuge der Finanzkrise deutlich.

⁵⁷ Siehe hierzu Kapitel 3.

etal forces“ untersuchen, d. h. eine politökonomische Institutionenanalyse der Implementation betreiben (Salamon 1981, 264). In diesem Sinne belässt er es nicht bei einer Systematisierung seiner Tools of Government, sondern verweist auf die Dilemmata, die mit dieser Art der politischen und deshalb in Bezug auf die Problemlösung keinesfalls rationalen Steuerung einhergehen (Salamon 2002b, 602-605). Zentral sei dahingehend, dass die neuen indirekten Instrumente herausfordernder anzuwenden seien als die klassischen direkten Instrumente politischer Steuerung und sie somit eine *Management Challenge* der Regelanwendung erzeugten, für deren effektive Kontrolle das nötige instrumentenspezifische Wissen notwendig sei. Des Weiteren begründe die Verwendung indirekter Steuerungsinstrumente eine *Accountability Challenge*, die im Sammelband an unterschiedlichen Stellen diskutiert wird (Jordan 2002; Posner 2002). Accountability ist in Bezug auf die staatliche Leistungserbringung definiert als Leistungserbringung im Sinne des öffentlichen Interesses bzw. des Gemeinwohls (Posner 2002, 524). Die Autoren sehen die Gefahr, dass im Anwendungsnetzwerk konfligierende Interessen und die Macht einzelner privater Leistungsträger in den Verhandlungsnetzwerken der Regelanwendung die Gefahr erhöhen, das öffentliche Interesse hinter dem eigenen Profitinteresse zurückstehen zu lassen (Salamon 2002b, 609). Dies wiederum begründe eine *Legitimacy Challenge*, die über die Zeit hinweg den Staat als solchen delegitimieren könne. Daraus ist zu schließen, dass die Erfolgseinschätzung im Sammelband präsentierten Tools of Government eher ambivalent ausfällt. Zusammen mit der These, die Lester M. Salamon (1981, 272) das *Public Management Paradox* nennt, und die darauf verweist, dass vor allem die in Bezug auf ihre Anwendung kompliziertesten Steuerungsinstrumente beschlossen werden, stellt er zwar implizit fest, dass die Flexibilisierung der staatlichen Leistungserbringung zwar voranschreiten wird, der damit einhergehende Steuerungserfolg jedoch fragwürdig bleibt.

2.1.1.3 Bei der Problemanalyse staatlicher Steuerung ansetzende Steuerungsforschung⁵⁸

Problemanalyse, Problemkomplexität und Eigendynamik bei Renate Mayntz: Steuerungserfolg ist aus Sicht der Steuerungsforschung vor allem als Lösung gesellschaftlicher Probleme im Sinne des Gemeinwohls⁵⁹ zu verstehen. An der Erfolgsanalyse orientierte – oder präskriptive – staatliche Steuerung geht davon aus, dass es eine Verbindung zwischen dem Problem und seiner politischen Lösung gibt. Ja, dass die Identifizierung des Problems gar auf die Instrumente der politischen Steuerung verweise (Dose 2001b, 317). Jeder Steuerungserfolg – implizit verstanden als „Gemeinwohlmaximierung“ (Mayntz 2001, 19) – könne immer nur im Lichte des Problems bewertet werden.⁶⁰ Diese wichtige Erkenntnis teilen einige Autoren der US-amerikanischen aber auch der deutschen Policy-Forschung (Linder und

⁵⁸ An dieser Stelle müsste auch der *Ansatz für ein problemorientiertes Policy-Design* nach Nicolai Dose (2008b) aufgeführt werden. Wegen seiner Bedeutung für die hier vorliegende Arbeit wird der Ansatz weiter unten ausführlich dargestellt (siehe Abschnitt 2.2).

⁵⁹ Zum Gemeinwohlbegriff dieser Arbeit siehe Abschnitt 1.4.

⁶⁰ Diese Erkenntnis verweist darauf, dass staatliche Steuerung einen Zyklus durchläuft. Und wie jeder Zyklus besitzt auch der Policy-Zyklus eine Verbindung zu seinem Anfang bzw. zu einem neuen Policy-Zyklus. Die Evaluation im Lichte des Problems sollte eigentlich dazu dienen das Policy-Projekt abzuschließen oder seine problemorientierte Verbesserung einzuläuten.

Peters 1984; Ingraham 1987; Mayntz 1987, 90-91; Mayntz 1997 [1983]; Dose 2001b). Was aber genau das Problem ausmacht, dass es im Anschluss an seine Definition durch das politisch-administrative System zu lösen gelte, dass sei laut Renate Mayntz (1997 [1983]; 1997 [1995]) im Einzelfall so einfach nicht zu ermitteln. Zum einen, weil auch die Problemdefinition bzw. die Problemidentifikation im politischen Prozess selten ein rationaler Prozess ist – darauf wird noch zurückzukommen sein. Und zum anderen, weil insbesondere komplexe Probleme einerseits den analytischen Zugang schwierig machen und sie sich andererseits dynamisch-prozessual entwickeln können, d. h. bis zu einem Zeitpunkt x nicht als ausgewachsene gesellschaftliche Probleme in Erscheinung treten und demnach als solche nur schwerlich erkannt werden können. Renate Mayntz (1987, 101) formuliert dazu wie folgt:

„Unbestreitbar ist, daß mit dem Entstehen hochgradig differenzierter Gegenwartsgesellschaften und der für sie charakteristischen funktionalen Teilsysteme die Komplexität der funktionellen Interdependenzen und kausalen Vernetzungen gewachsen ist. Die Folge sind schwer abschätzbare Fern- und Nebenwirkungen, die durch weiträumige Output – Inputverflechtungen zwischen zahlreichen Akteuren entstehen, aber auch das Auftreten von Kumulations- und Aggregations-effekten, die beim Überschreiten kritischer Schwellenwerte unerwünschte und eventuell sogar kontra-intuitive Wirkungen zeitigen. Viele der Wirkungsbeziehungen, die dabei eine Rolle spielen, sind – wie sich am Beispiel von Umweltschädigungen anschaulich illustrieren ließe – selbst keineswegs neu, nur blieben sie bislang unter der kritischen Marke. Insofern tragen auch die Massierung bestimmter menschlicher Aktivitäten und die technisch enorm gesteigerten Handlungsmöglichkeiten dazu bei, die autonome soziale Dynamik als gefahrenträchtig und schwer durchschaubar erscheinen zu lassen. Steuerungsobjekte, die den Charakter vernetzter Systeme haben [...], präsentieren evidente kognitive und manipulative Probleme.“

Wollte man nun eine wissenschaftliche Problemdiagnose anfertigen, an der sich ein potentielles Policy-Design orientieren kann, dann müsste man die „Leistungserwartungen, die an solche Systeme gestellt werden“ und die „jenseits eines bestimmten Schwellenwertes [...] als Entartungserscheinungen erlebt“ werden (Mayntz 1987, 102), analysieren. Dazu gelte es bei den Handlungen der Akteure anzusetzen, denn die dynamischen „Verselbständigungstendenzen“ seien „das Produkt erkennbarer Handlungsstrategien identifizierbarer Akteure, die in bestimmten strukturierten Situationen agieren“ (Mayntz 1987, 102; siehe auch Mayntz und Nedelmann 1987, 666-667; Mayntz 2000). Die bleibende Frage ist, was löst die Dynamik des Steuerungsobjekts und die beobachtbaren Destabilisierungstendenzen über das Handeln der Akteure hinaus im jeweiligen Feld aus? Diese Frage beantworten Renate Mayntz und Birgitta Nedelmann (1987, 662-665) beispielsweise mit Verweis auf Norbert Elias und seinen „Königsmechanismus“. Sie schließen mit ihm, dass „Antagonismen, Ambivalenzen und Interdependenzen beim Entstehen eigendynamischer sozialer Prozesse auf komplexe Weise zusammenwirken können“ (665).

In Bezug auf die Durchführung einer Problemanalyse, die der sozialen Eigendynamik des Steuerungsobjekts Rechnung trägt, müsse festgestellt werden, dass diese höchst voraussetzungsvoll sei. Die Problemstehungsstruktur, d. h. das Steuerungsobjekt und seine Einbettung in einen institutionellen Kontext, und der aus ihr hervorgehende dynamische Prozess dürfe zudem nicht zu sehr vereinfacht werden (Mayntz 1987, 101), denn

„[s]oziale Sachverhalte unter eigendynamischer Perspektive betrachten heißt: Prozesse zirkulärer Stimulation zwischen angebbaren handelnden Akteuren analysieren, wechselseitige Verstärkungen oder (gerade umgekehrt) Hemmungen bestimmter Verhaltensweisen untersuchen und fragen, welche Effekte diese Zirkulärstimulation für die in den Prozeß involvierten Akteure und ihren Handlungskontext haben. Es heißt weiter, sich auf die Analyse des Prozeßverlaufs selbst zu konzentrieren und zu fragen, welche Prozeßformen durch zirkuläre Stimulation bzw. Verursachung entstehen und wie diese Formen auf die Prozeßursache selbst zurückwirken“ (Mayntz und Nedelmann 1987, 651-652).

Im Lichte dieser in den 1980er Jahre entstandenen soziologischen Arbeiten sind dann auch die steuerungstheoretischen Arbeiten zu sehen, die Renate Mayntz zusammen mit Fritz W. Scharpf (1995b) im Sammelband mit dem Titel „Selbstregelung und politische Steuerung“ veröffentlicht und herausgebracht haben. Hierin betonen sie zuerst nochmal die Bedeutung, sich mit der Steuerung und der zunehmenden Eigendynamik komplexer Gegenwartsgesellschaften zu beschäftigen (Mayntz und Scharpf 1995c, 10-11), für deren sektorspezifische Analyse sie den akteurszentrierten Institutionalismus bemühen (Mayntz und Scharpf 1995a). Für den akteurszentrierten Institutionalismus ist – wie gezeigt – eine Verknüpfung von handlungstheoretischer und neoinstitutioneller Sichtweisen grundlegend. Institutionen prägen die grundsätzlich handelnden Akteure (Mayntz und Scharpf 1995a, 49), determinieren jedoch nicht ihre multikausalen Einflüssen ausgesetzten Interaktionen, beeinflussen sie aber. Institutionen sind als „Regelungen“ definiert, als welche sie „wechselseitige Erwartungssicherheit begründen und [...] soziales Handeln über die Grenzen der persönlichen Beziehungen hinaus überhaupt erst möglich machen“ (Mayntz und Scharpf 1995a, 47). Das Problem dabei sei, so formulieren die Autoren, dass die Verbindung von Handlungstheorie und Institutionalismus ein Komplexitätsproblem insbesondere für den Gewinn verallgemeinerbarer Erkenntnisse heraufbeschwört, das sich nicht grundsätzlich lösen lasse, jedoch durch analytische Vereinfachung handhaben ließe (Mayntz und Scharpf 1995a, 66-67). Eine diesbezügliche Vereinfachung sei neben der Beschränkung auf die Untersuchung individueller und korporativer Handlungsrationaltäten anstatt Handlungsweisen, insbesondere die Orientierung nicht auf Märkte,⁶¹ sondern auf staatsnahe Sektoren, d. h. auf „gesellschaftliche Funktionsbereiche, die nicht zum

⁶¹ Diese Fokussierung kann beklagt werden, muss in Bezug auf das analytische Interesse der Autoren allerdings anerkannt werden. Es sei darauf hingewiesen, dass die Neuausrichtung des Forschungsprogramms des *Max Planck Instituts für Gesellschaftsforschung* in Köln, an dem auch Renate Mayntz und Fritz W. Scharpf tätig sind, sich vermehrt den Märkten und den in deren Leistungsstruktur zu verortenden Ordnungsschwierigkeiten widmet (Beckert und Streeck 2008).

Kernbestand der hoheitlichen Staatsfunktionen gehören, für die der Staat – im Durchschnitt der westlichen Industriegesellschaften – aber dennoch ein hohes Maß an Verantwortung übernommen hat“ (Mayntz und Scharpf 1995b, 13-14). Die Selbstregelung und Steuerung der staatsnahen Sektoren gelte es anhand einer Verengung auf die Analyse der „Leistungsstruktur“ und der „Regelungsstruktur“ zu analysieren, wobei für die durch die Regelungsstruktur beeinflusste Leistungsstruktur nicht zuletzt auch die Intensität des Wettbewerbs entscheidend für die Analyse von „Strukturvariablen und Leistungsmerkmalen“, d. h. für die Entstehung von regelungsbedürftigen Problemen, sei. Sie betonen, dass die Wirkungen einschlägiger Strukturvariablen außerhalb der „ökonomischen Konzentrationsforschung [...] empirisch und theoretisch noch weithin ungeklärt“ geblieben ist (Mayntz und Scharpf 1995b, 16-18).⁶²

Nationalstaats- und Problemlösungsbias als Selektionsprobleme der Steuerungsforschung nach Renate Mayntz: Trotz der zugegebenen Notwendigkeit, dass Wissenschaft selektiv sein muss, um verständliche Ergebnisse zu erzeugen, attestiert Renate Mayntz (2001, 18-19) der Steuerungsforschung mit Blick auf ihr Ziel der Erfolgskontrolle darüber hinaus zwei Selektionsprobleme, d. h. zwei Probleme, die ihre selektiv vereinfachte Perspektive ausmachen und ihre Ergebnisse verfälschen bzw. allgemein nur schlecht handhabbar machen können: Einen Nationalstaatsbias und einen Problemlösungsbias.

Den Nationalstaatsbias hält Renate Mayntz (2001, 18) durch die zunehmende Einbettung der Steuerungsforschung in die Mehrebenensystemforschung für weitgehend gelöst. Anders der Problemlösungsbias, der sich darin ausdrücke, dass politische Steuerung im Sinne der Steuerungsforschung implizit davon ausgehe, dass das politisch-administrative System stets demokratisch legitimierte rationale „Gemeinwohlmaximierung“ (Mayntz 2001, 19) betreibe. Anders gewendet: Sie kritisiert die vorherrschende Annahme, dass der Nationalstaat aber auch die politischen Mehrebenensysteme bzw. der kooperative Staat gesellschaftliche Probleme im Sinne des gesellschaftlichen Wohls zu lösen versuche. Diesen sogenannten Problemlösungsbias, der nicht substantiell die Orientierung an der Problemlösung in Frage stellt, sondern nur die Annahme kritisiert, dass politische Steuerung diese Annahme auf die Handlungs-rationalitäten der im politisch-administrativen System tätigen Akteure unkritisch überträgt, hat Renate Mayntz einer kritischen Analyse unterworfen. Sie hat die Zweifel an der Annahme ausgedrückt, dass politische Steuerung wirklich so rational im Sinne einer Orientierung der Handelnden am Gemeinwohl ist, wie die am Erfolg orientierte Steuerungsforschung als Ausgangspunkt ihres Forschungsinteresses ausgibt. Sie folgert, dass die Steuerungsforschung vor dem Hintergrund der verengten bzw. selektiven Problemlösungsperspektive in ihrer Zielrichtung als „krypto-normativ“ (Mayntz 2001, 19) erscheine. Das heißt, dass die Selektivität der Perspektive den Adressaten der steuerungstheoretischen Arbeiten in gewisser Weise eine Normativität vorgaukelt, da die Handlungsorientierungen der im politisch-administrativen System handelnden Akteure zu optimistisch-selektiv gefasst wird.

⁶² Ohne die explizite Verwendung des Wettbewerbsbegriffs, siehe auch Renate Mayntz (1997 [1996], 281)

Begegnen könne man diesem Problem, indem man sich reflektierend mit der Selektion auseinandersetze oder systematisch annehme, dass das Handeln der politischen Akteure auch rational im Sinne individueller, nicht gemeinwohlorientierter Handlungsmotive erfolgen kann, dass das Verhalten der Machterhaltung zum Selbstzweck und weniger der rationalen Problemdiagnose und Problemlösung gilt. Ganz so, wie es eigentlich zum Grundkonsens der politischen Wissenschaft gehöre. Es sei eine Betonung der Erkenntnisse der soziologischen Herrschaftstheorie erforderlich, um den normativen Anspruch der Bewertung von politischen Steuerungsvorhaben vollumfänglich Rechnung zu tragen. Die Analyse politischer Problemstellung- und Problemlösungsprozesse komme nicht ohne die Analyse von individuellen Machtpotenzialen auf einer handlungstheoretischen Ebene aus, um Makromodelle zu vervollständigen bzw. Makroeffekte auf ihre Ursachen zu untersuchen. Für die politische Ebene ist die Unterscheidung zwischen individuellen und kollektiven Handlungsrationaltäten von ganz besonderer Bedeutung, wenngleich dies empirisch betrachtet schwierig sei (Mayntz 2001, 24-27).

2.1.1.4 Zwischenfazit: Steuerungs-begriff und Steuerungsforschung

Die vorangegangenen Ausführungen haben sich den zentralen Eckpfeilern der modernen Steuerungsforschung und ihre Entwicklung gewidmet. Es konnte gezeigt werden, dass die Steuerungsforschung eine Disziplin ist, deren Forschungsinteresse viele Disziplinen vereint. Es konnte gezeigt werden, dass sich die Steuerungsforschung am Policy-Zyklus und an seinen wohl definierten Stationen abarbeitet, um ein sogenanntes Steuerungswissen zu generieren, mit dem sich politische Steuerung im Zeitverlauf verbessern lässt.

Kennzeichnend für die präsentierte handlungstheoretische Steuerungsforschung ist, dass sie ausgehend von der Planungseuphorie der 1950er und 1960er Jahre einen wachsenden Steuerungspessimismus entwickelt hat, der mit einer weitreichenden Komplexisierung des Sujets politischer Steuerung in allen Phasen des Policy-Zyklus einhergegangen ist. Staatliche Steuerung, d. h. die jeweilige Konstitution und das Verhältnis von Steuerungssubjekt und Steuerungsobjekt wird zunehmend deutlich komplexer wahrgenommen. Es wird auf gegenseitige Abhängigkeiten und Dynamiken im Verhältnis von Staat und Gesellschaft verwiesen, die permanent zunehmen und staatliche Steuerung selbst komplexer und schwieriger machen. Die einfache Dualität von Staat und Gesellschaft, auf die die frühe Steuerungsforschung und ihr Glaube an die ordnende Wirkung von staatlicher Steuerung durch Recht aufbaut, weicht zusehends der empirisch untermauerten Annahme, dass staatliche Steuerung und die dazugehörige Steuerungsforschung einer empirischen Komplexität Rechnung tragen muss, die den Staat und sein implizites Ziel der gemeinwohlorientierten Beeinflussung des Steuerungsobjekts bzw. der Gesellschaft letztlich gar infrage stellt.

Die Gefahr, dass die Steuerungsforschung sich selber abschafft, ist allerdings nicht gegeben. Dafür ist das wissenschaftliche Interesse am Staat, an seiner Tätigkeit des Regierens und an seiner Verantwortung für die Ordnung der Gesellschaft zu groß und weiterhin ungebrochen. Allerdings erfordert die wach-

sende Komplexität des Untersuchungsgegenstands Lösungen, mit denen sich die Komplexität beherrschen lässt. Lösungen, die die Steuerungsforschung als ernstzunehmende Teildisziplin vor allem der politikwissenschaftlichen Verwaltungswissenschaft auszeichnen. Diesbezüglich wird deutlich, dass vor allem eine Einbettung in governance-analytische, Institutionen als Handlungsstrukturen denkende Ansätze einen Mehrwert für die Generierung von Steuerungswissen bieten kann.

Zusammengefasst:

- Die Formierung der staatlichen Steuerung durch das Steuerungssubjekt muss aus analytischer Sicht als eine sektorspezifische Akteurskonstellation verstanden werden, in der Entscheidungen über Probleme und ihre Steuerung politisch *verhandelt* werden. Die institutionelle Regelungsstruktur, die diesen Prozess einrahmt, besteht aus national geltendem „Staatsrecht“, kulturellen Abhängigkeiten und je nach Politikfeld aus möglicherweise übernationalen Organisationen. Sie zusammen konstituieren die Akteure in der Akteurskonstellation, d. h. das sektorspezifische politisch-administrative Systems, an dem durchaus auch private bzw. gesellschaftliche Akteure beteiligt sein können.
- Der Vollzug bzw. die Anwendung der staatlichen Steuerung muss aus analytischer Sicht ebenso als eine sektorspezifische Akteurskonstellation verstanden werden, in der Entscheidungen *verhandelt* werden. Das dazugehörige Regelsystem wird allerdings durch das eingesetzte Steuerungsinstrument bzw. das Instrumentenbündel und die damit einhergehenden Verfahrensregeln konstituiert, die ebenso die Beteiligung von privaten bzw. gesellschaftlichen Akteuren ermöglichen können.
- Das Policy-Design und die Erfolgskontrolle der staatlichen Steuerung sind auf eine umfassende Problemanalyse angewiesen, die eigentlich am Anfang der problemorientierten Policy-Analyse stehen muss. Im Rahmen der Problemanalyse sind das Steuerungsobjekt und seine sozialökonomische Dynamik, seine von der Regelungsstruktur abhängige Selbstregulierung in der Leistungsstruktur zu untersuchen, weil hier – wenn Märkte das Ziel der Untersuchung sind – das Marktversagen durch das individuelle und korporative Handeln der Akteure entsteht. Die Regelungsstruktur, in der das Steuerungsobjekt seine Leistung erbringt muss somit ebenfalls als Steuerungsobjekt bzw. als Bestandteil der Problemanalyse untersucht werden. Sie verweist auf das Staatsversagen.
- Alles staatliche Handeln folgt nicht zwingend einer gemeinwohlverwirklichenden Handlungsorientierung. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die Akteure des politisch-administrativen Systems, ob national oder transnational, vornehmlich am eigenen Machterhalt und weniger an der effektiven Problemlösung interessiert sind. Sie sind Teil der institutionellen Dynamiken, die auch ihre Handlungsmotivationen prägen.

2.1.2 GOVERNANCE-FORSCHUNG

Der Governance-Begriff ist alles andere als eindeutig. Er ist vielmehr ein „Begriff mit variablem Gehalt“, wie Arthur Benz und Nicolai Dose (2010a, 13) schreiben. Mindestens sieben Governance-Begriffe lassen sich laut Arthur Benz und Nicolai Dose (2010a, 17-25) unterscheiden, beispielsweise der Governance-Begriff der Institutionenökonomie, der Governance-Begriff als soziale Ordnung, Good-Governance, der Governance-Begriff der Policy-Forschung, der Governance-Begriff der Regierungslehre und Verwaltungswissenschaft, Global-Governance und ein analytischer Governance-Begriff, der nachfolgend im Zentrum steht, weil sich mit ihm „kollektives Handeln und Entscheiden in komplexen institutionellen Strukturen besser verstehen und erklären“ (Benz und Dose 2010c, 251) lässt. Komplexe Systeme, die vor allem auch privatwirtschaftliche bzw. gesellschaftliche Akteure einschließt. Arthur Benz (2007, 4) hebt hervor: „[T]he term designates a certain analytical perspective determined to make apparently opaque and over-complicated structures and process of collective action in the state, economy and society comprehensible.“

Im Rahmen dieses analytischen Governance-Begriffs, der im Folgenden auch Governance-Begriff der Hagerer Schule oder Hagerer Governance-Konzept genannt wird, nimmt der Begriff des Wettbewerbs und der Begriff der Konkurrenz,⁶³ aber insbesondere auch der Begriff der Dynamik eine zentrale Stellung ein, der es insgesamt allerdings noch an Kohärenz fehlt. Hervorzuheben ist, dass der Wettbewerb nicht mit dem „Markt“ gleichgesetzt wird. Vielmehr ist der Markt eine institutionalisierte Wettbewerbsstruktur, die die Akteure und die Art und Weise ihrer spezifischen Interdependenzbewältigung in sämtlichen denkbaren Wettbewerbsstrukturen anleiten kann.

2.1.2.1 Governance, Interdependenzentstehung und Interdependenzbewältigung

Aus einer analytischen Perspektive sei es „zweckmäßig, Governance als Oberbegriff für sämtliche Muster der Interdependenzbewältigung zu verstehen“, steht in der Einleitung des Handbuchs Governance (Benz et al. 2007, 13). Governance ist somit die Bewältigung von *Interdependenzen des Handelns*, d. h. von wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen den Handelnden, die unterschiedlich stark sein können. Interdependenzbewältigung ist eine Leistung der Interaktion, die durchaus scheitern kann (governance failure). Ihr Gelingen bedeutet allerdings nicht, dass die wechselseitige Abhängigkeit mit ihrer Bewältigung zwingend verschwindet. Die Interdependenzbewältigung bringt vielmehr eine veränderte Struktur hervor, die zur Grundlage der nächsten und übernächsten (etc.) Interdependenzbewältigung wird (Schimank 2010, 21-23) und somit einen unterschiedlich strukturdynamisch sich vollziehenden Prozess

⁶³ Wettbewerb oder Konkurrenz, letztere wird, wenn die beiden Begriffe nicht synonym verstanden werden, was meistens der Fall ist, nicht selten als unregelmäßiger Wettbewerb definiert (Nullmeier 2005).

auslösen kann, in dessen Rahmen wechselseitigen Verflechtungen bzw. Abhängigkeiten, die für moderne Gesellschaften prägend sind, zunehmen können (Schimank 2010, 177-179).⁶⁴

Interdependenzen bzw. wechselseitige Abhängigkeiten sind zwischen den Polen Dependenz, d. h. völlige Abhängigkeit, und Independenz, d. h. völlige Autarkie, des Handelns zu verorten. Nach Uwe Schimank (2010, 44) entstehen wechselseitige Abhängigkeiten, Interdependenz oder anders gesprochen: Sozialität und Intersubjektivität bereits, wenn „ein Subjekt ins Wahrnehmungs- oder Relevanzfeld des anderen gerät“, weswegen zumindest vollständige Unabhängigkeit ein empirisch betrachtet seltenes Phänomen darstellen dürfte. Mit der Wahrnehmung oder Relevanz des Anderen beginne Ego sein Handeln an Alter auszurichten; „[e]r beobachtet die jeweiligen Gegenüber im Hinblick darauf, wie deren bereits geschehenes [bzw. tatsächliches] oder erwartbares Handeln sich auf die Verfolgung seiner eigenen Handlungsziele auswirkt bzw. auswirken könnte“, schreibt Uwe Schimank (2010, 97). Mit der Wahrnehmung oder Relevanz des Anderen beginnt eine von Taktik und Strategie geprägte prozessuale Dynamik.

Interdependenzen resultieren aber nicht nur aus der gegenseitigen Wahrnehmung heraus, sondern erwachsen – wie angedeutet – auch aus Entscheidungen der tatsächlichen Interdependenzbewältigung. Interdependenzen entstehen im fortlaufenden Prozess der Interdependenzbewältigung. Arthur Benz (2010c, 121) schreibt, dass Interdependenzen zwischen Ebenen „aus externen Effekten und Verteilungskonflikten resultieren können“, die auf Entscheidungen zurückzuführen sind, die der Interdependenzbewältigung gelten. So zum Beispiel sei die Entscheidung einer Kommune auf ihrem Gebiet umweltschädigende Industrien anzusiedeln, um beispielsweise das kommunale Steueraufkommen zu verbessern, auch für die Nachbarkommune relevant. Beide Kommunen werden über das Risiko der Industrieproduktion aneinander gebunden. Auch die Entscheidung des Bundes die eigene Verschuldung zu betreiben und damit die Stabilitätsziele der bundesdeutschen und europäischen Wirtschaftspolitik zu gefährden, ist in diesem Zusammenhang zu nennen (Benz 2010c, 116-117). Ein weiteres Beispiel betrifft gegenseitige Absprachen zur kollektiven Interdependenzbewältigung. Sind beispielsweise geheime Absprachen notwendig, dann geht mit der Absprache eine Zunahme der Interdependenz einher, die darauf beruht, dass alle Parteien die Sorge tragen, dass die geheime Absprache zu einem Zeitpunkt x in der Zukunft öffentlich wird.

Interdependenzen bzw. wechselseitige Abhängigkeiten und Verflechtungen haben besonders in den letzten Jahrzehnten, maßgeblich durch die Europäische Integration, zugenommen, was unter anderem als ein Grund für die Entstehung der Governance-Forschung, d. h. des analytischen Interesses an Mustern der Interdependenzbewältigung in Mehrebenensystemen verstanden werden darf. Die Zunahme der In-

⁶⁴ Siehe hierzu auch Renate Mayntz (1997 [1983], 156), die schreibt: „The accumulation of programmes also leads to the development of complex interdependencies within and between policy sectors, making compatibility with already existing programmes an increasingly important constraint for each additional one.“

terdependenzen ist gemäß der Governance-Forschung in zwei zentralen Bereichen des kollektiven Entscheidens zu beobachten: Erstens im Bereich des staatlichen Handelns, das sich zunehmend in transnationalen Mehrebenensystemen vollzieht, die sich neben der territorialen Entgrenzung zudem aus einer gleichberechtigten Kombination öffentlicher und privater Akteure zusammensetzen; sie wird auch als „zwischenstaatliche Interdependenz“ (Behrens und Reichwein 2007, 313)⁶⁵ diskutiert und ist – zweitens – von der „wirtschaftliche[n] Interdependenz“ (Behrens und Reichwein 2007, 315) zu unterscheiden, die weitgehend auf die Globalisierung der Wirtschaftsbeziehungen und die Globalisierung der Güter- und Kapitalmärkte zurückzuführen ist, und durchaus als Motor für die Entwicklung der zunehmenden zwischenstaatlichen Interdependenzen gewertet werden darf.

Uwe Schimank (2010, 99) unterscheidet vier Typen von Interdependenzsituationen, die bewältigt werden müssen: Erstens den Situationstypus, nach dem das *tatsächliche* Handeln anderer einen Akteur bei seiner Zielverfolgung stört. Zweitens den Situationstypus, nach dem das *erwartete* Handeln des anderen den Akteur bei seiner Zielverfolgung stört. Drittens den Situationstypus, nach dem das tatsächliche Handeln des Anderen den Akteur bei seiner Zielverfolgung unterstützt. Und viertens den Situationstypus, nach dem das erwartete Handeln der anderen die Zielverfolgung des anderen unterstützt. Während die ersten beiden Typen Formen einer *negativen*, d. h. die Zielverfolgung des Anderen störenden, Interdependenz darstellen, die die Interdependenzbewältigung erschweren, sind letztere als Typen *positiver*, d. h. die Zielverfolgung des Anderen produktiv stützenden, Interdependenz zu verstehen (Schimank 2010, 98). Alle Typen der Interdependenzbewältigung können nach Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 251) innerhalb oder zwischen Organisationen auftreten. Sie können also in Unternehmensorganisationen und zwischen Unternehmensorganisationen genauso wie in Staatsorganisationen, d. h. zwischen ihren territorialen Ebenen, als auch zwischen Staatsorganisationen bzw. zwischen Staaten auftreten. Sie können aber auch zwischen dem Staat, als Träger einer wie auch immer ausgeprägten Gemeinwohlpflicht, und privaten Akteuren, als Träger einer zumeist individuellen nutzenmaximierenden Handlungsorientierung beobachtet werden (siehe Benz et al. 2007, 14; Eberle 2010; Lütz 2010). Nach Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 269) verweisen insbesondere komplexe Regelsysteme, d. h. komplexe Strukturen der notwendigen Interdependenzbewältigung, auf die Existenz störungsanfälliger Typen der Interdependenzbewältigung und somit auf mögliche „Dilemmas kollektiven Handelns“. Hier können sie Stillstand, Eigendynamik, „[i]m günstigsten Fall [...] zufriedenstellende („zweitbeste“) Politikentwicklungen“, d. h. grundsätzlich eher wenig zufriedenstellende Lösungen für gesellschaftliche Probleme, und immer auch „Legitimitätsprobleme“ bewirken (ebd.).

Interdependenzbewältigung unterliegt und erzeugt mehr oder weniger dynamischen Strukturwandel (Benz 2006a, 45-46). Um die Muster der Interdependenzbewältigung in den modernen und zunehmend komplexer werdenden wirtschaftlichen und zwischenstaatlichen Abhängigkeitsgebilden ausfindig zu

⁶⁵ Die staatstheoretische Literatur zu diesem Thema ist umfassend. Sie stützt sich auf Begriffe wie Denationalisierung, Deregulierung, Komplexität, Zerfaserung, etc. Für einen guten Überblick siehe Arthur Benz (2008, 259 ff.).

machen, um sie analysieren zu können und um sie möglicherweise gar in eine Theorie der Governance einfließen zu lassen, haben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c) aufbauend auf die existierende Governance-Literatur ein dreidimensionales Analyseschema entwickelt, das nachfolgend beschrieben werden soll.

2.1.2.2 Governance-Mechanismen

Die erste Analysedimension des Konzepts betrifft die sogenannten Governance-Mechanismen. Mit ihnen wird auf die Mikroebenen der Interdependenzbewältigung fokussiert. Sie stellen Interaktions- bzw. Handlungsformen dar, mit denen Akteure ihre wechselseitige Abhängigkeit bewältigen, d. h. auftretende Störungen im Verhältnis zueinander wegkoordinieren können. Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 251) schreiben: „Mit Mechanismen erfassen wir die Art und Weise, wie Handlungen zusammenwirken und koordiniert werden. Das Konzept verweist auf kausale Verknüpfungen zwischen dem Handeln der einzelnen Akteure und erklärt, wie ein gemeinsames Ergebnis erzeugt wird, sei es gewollt oder nicht intendiert.“

Als zentrale Mechanismen der koordinierenden Interaktion zwischen Akteuren machen Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 252-253) die Nachahmung auf der Grundlage von Beobachtung, die Anpassung auf der Grundlage von Beeinflussung und die Vereinbarung auf der Grundlage von Verhandeln aus. Während Beobachtung die Grundform aller interdependenzbewältigenden Handlungskoordination sei, setze Beeinflussung Beobachtung und Verhandeln Beobachtung und Beeinflussung voraus, was dazu führe, dass der Abschluss von Vereinbarungen auf der Grundlage von Verhandeln die komplexeste Handlungskoordination ist. Komplexität bedeutet hier, dass die Form der Handlungskoordination vor allem analytisch schwieriger zu fassen ist, aber auch dass sie anspruchsvoller und dass sie in der praktischen Anwendung schwieriger zu erreichen ist.

Im Fall des Mechanismus der Verhandlung beispielsweise ist Koordination nur möglich, „wenn die beteiligten Akteure wissen, dass sie gemeinsame Interessen verwirklichen müssen, um ihre individuellen Interessen zu erreichen“ (Benz und Dose 2010c, 255). Darüber hinaus seien „Verhandlungslösungen [...] grundsätzlich nur möglich, wenn die Beteiligten von ihren ursprünglichen Forderungen abgehen“ (ebd., 263), was zusammengenommen nicht unerhebliche Hürden für die Interdependenzbewältigung durch Verhandeln darstellt. Zwei zentrale Modi des Verhandeln werden unterschieden: Das „Bargaining“, d. h. die Interdependenzbewältigung auf der Basis von Kompromissen und Tauschgeschäften, und das „Arguing“, d. h. die Interdependenzbewältigung auf der Basis von rationalen Argumenten. In realen Situationen des Verhandeln bzw. der Interdependenzbewältigung durch Verhandeln variierten die beobachtbaren Modi des Verhandeln „je nach Konfliktgegenstand, je nach der institutionellen Einbindung der Akteure und je nach Phasen des Prozesses“ (ebd., 255). Es sei sogar möglich, dass Verhandlungspartner „im Verlaufe von Verhandlungen zwischen beiden Interaktionsmodi wechseln“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (ebd., 264). Im Bargaining übten die Verhandlungspartner

Einfluss aufeinander aus. Verhandlungspartner könnten Drohkulissen aufbauen und das Ziel der Einigung verhindern bzw. eine Verhaltensänderung zu ihren Gunsten bewirken (ebd., 255). Entscheidend sei hier nicht zuletzt die Verhandlungsmacht, die von den Akteuren strategisch eingesetzt werden könne (ebd., 253).

Eine asymmetrische Verteilung von Macht dominiert auch die Bewältigung von Interdependenz durch Beeinflussung auf der Grundlage von Beobachtung. Wechselseitige Beeinflussung beruhe soziologisch betrachtet auf der Präsenz und der Verwendung sogenannter Steuerungsmedien wie zum Beispiel Macht, Geld, Wissen, Liebe. Aus politikwissenschaftlicher Sicht erfolge Beeinflussung durch den Staat oder im Namen des Staats allerdings eher durch Instrumente der staatlichen Steuerung. Wechselseitige Beeinflussung sei der Versuch der Beteiligten „auf das Handeln anderer aktiv einzuwirken“, wobei jede „Einflussnahme einer Seite regelmäßig Abwehrreaktionen oder Einflussbemühungen der anderen Seite“ auslöse (Benz und Dose 2010c, 254-255), was in die oben angedeutete Strukturdynamik der strategischen Interdependenzbewältigung mündet.

Wenn von Handlungskoordination mit dem Ziel der Interdependenzbewältigung die Rede ist, muss selbstverständlich ein Handlungsmodell zur Orientierung der Handlungsmotivationen zugrunde gelegt werden. Dies ist umso wichtiger, da die Handlungskoordination stets das Nebenprodukt der eigentlichen Handlungsmotivation ist (Benz und Dose 2010c, 253). Das analytische Governance-Konzept schließt kein mögliches Handlungsmodell explizit aus, stützt sich allerdings weitgehend auf das Modell des rationalen Handelns, nach dem Akteure „kollektives Handeln danach bewerten, welche Folgen für ihre eigenen Interessen zu erwarten sind“ (ebd., 252). Damit wird darauf verwiesen, dass Handlungskoordination an der Basis dem individuellen Willen folge, gleich zu sein (Identifikation) oder besser zu sein (Konkurrenz) als der Gegenüber. Identifikation sei vor allem in Gemeinschaften anzutreffen, die hier allerdings weitgehend ignoriert werden. In politischen (sowie in wirtschaftlichen) Prozessen sei der Funktionsmechanismus Konkurrenz hingegen deutlich wichtiger. „[K]ollektives Handeln“ beruhe hier „auf einer Art Konkurrenzverhältnis“, das im Governance-Mechanismus der Beobachtung und der von ihr abhängigen Nachahmung seinen Ursprung finde, fassen die Autoren zusammen (ebd., 253). Damit stellen Arthur Benz und Nicolai Dose prinzipiell die Konkurrenz in das Zentrum des Governance-Konzepts, ohne allerdings ihre Relevanz systematisch zu prüfen. Sie weisen zwar darauf hin, dass Koordination in vielen Bereichen der Gesellschaft auf Konkurrenz beruhe, beispielsweise in der Wissenschaft, im Markt, in der Politik, stellen aber keinen systematischen Bezug zu den beiden anderen Governance-Mechanismen her (ebd., 253-254). Allenfalls verstreut finden sich Hinweise, dass die Konkurrenz der Handlungskoordination aller drei Governance-Mechanismen zumindest inne wohne. So ließen sich durchaus auch konkurrentielle Beeinflussung aber auch konkurrentielles Verhandeln empirisch beobachten (Benz 2009, 89; Benz und Dose 2010c, 257).

2.1.2.3 Governance-Formen

Die zweite Analysedimension des Konzepts betrifft die sogenannten Governance-Formen, die gewissermaßen den institutionellen Überbau des kollektiven Handelns, die institutionelle Struktur, die Makroebene des Handelns konstituieren, ohne allerdings einen „direkten Zusammenhang zwischen Mechanismus und Form“ (Benz und Dose 2010c, 257) implizieren zu wollen.⁶⁶ Governance-Formen seien „Strukturen der Interaktion“ (Benz et al. 2007, 14). Der Begriff bezeichne „die Strukturen, in die kollektives Handeln eingebettet ist. Diese Strukturen können als Institutionen festgelegt und anerkannt sein oder sie können sich aus realen Machtverhältnissen ergeben“ (Benz und Dose 2010c, 251-252). Governance-Formen konfigurieren komplexe Struktur-Prozesskonfigurationen, beispielsweise Märkte aber auch politische Systeme bzw. andere regelbasierte Entscheidungssysteme oder kurz: „Arenen“ (Benz 2010c, 112), die „für einen Bereich kollektiven Handelns [stehen], der durch spezifische institutionelle Regeln sowie durch territoriale, funktionale oder soziale Grenzen der Interaktion bestimmt ist“ (2006a, 39-40).

Insgesamt lassen sich laut Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 257-264) fünf Governance-Formen unterscheiden: Strukturen von Gemeinschaft bzw. gemeinschaftlicher Interaktion, Strukturen von Wettbewerb (Marktwettbewerb und politischer Wettbewerb) bzw. wettbewerblicher Interaktion, Strukturen von Hierarchie bzw. hierarchischer Interaktion, Strukturen von Netzwerk bzw. Netzwerkinteraktion und Strukturen von Verhandlung bzw. Verhandlungsinteraktion. Nachfolgend gilt es sich die Governance-Formen etwas genauer anzuschauen. Dabei bleibt die Governance-Form Gemeinschaft allerdings weitgehend ausgeschlossen, weil sie für die weitere Diskussion vor allem institutionalisierter Handlungskontexte wenig relevant erscheint.

Wettbewerb: Der Wettbewerb ist als Struktur von hierarchischen Organisationen abhängig. Er entsteht strukturell gesehen zwischen ihnen, schreibt Arthur Benz (2006a, 35). Allgemein bezeichne Wettbewerb nicht nur den Markt, sondern „ein geregeltes Verfahren der Konkurrenz“, in dem der Governance-Mechanismus Konkurrenz die Interdependenzbewältigung präge und dabei „Innovation und Dynamik“ (Benz und Dose 2010c, 258) bzw. „die ständige Überwindung vorhandener Leistungsniveaus“ (ebd., 260) erzeuge. Grundlegend für diese gleichförmige dynamische Bewegung sei neben „einem komplexen institutionellen Kontext“ die Abhängigkeit oder das gemeinsame Interesse an einem knappen Gut, die Gegebenheit „gemeinsame[r] Vergleichsmaßstäbe und komparative[r] Handlungsorientierungen“ sowie die Akzeptanz der Grundregel, „dass der oder die ‚Leistungsfähigere‘“ gewinne (ebd., 258). Die Governance-Form Wettbewerb umschreibe eine Koordinationskonstellation, in der der Gewinn die zentrale Handlungsmotivation relativ gleichstarker bzw. gleichmächtiger – oder in Schönheitswettbewerben: gleichschöner – Akteure darstelle (ebd., 258). Der potenzielle Gewinn sei das bewusst oder unbewusst

⁶⁶ Damit ist nach Fritz W. Scharpf (2000) gemeint, dass Institutionen Handeln nicht determinieren, sondern eine „Gelegenheitsstruktur“ erzeugen, die Handlungsspielräume und Handlungsanreize setzt.

zu verfolgende Ziel, das auch den Wettbewerb zu einer vorherrschend integrativen im Unterschied zu einer vorherrschend konfliktuellen Koordinationsform mache (Benz 2009, 89).

Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 259-260) unterscheiden (neben dem Sportwettbewerb) den Marktwettbewerb vom politischen Wettbewerb. Zentrales Unterscheidungsmerkmal sei die Art und Weise der Definition der Vergleichsmaßstäbe. „Der politische Wettbewerb unterscheidet sich vom marktlichen Wettbewerb vor allem dadurch, dass hier Vergleichsmaßstäbe durch einen besonderen politischen Prozess zu definieren sind, während sie im Markt ausschließlich auf individuellen Präferenzen beruhen“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 259). Marktwettbewerb könne somit als ein für den einzelnen Akteur „freierer“ Wettbewerb verstanden werden, weil der einzelne Wettbewerber keiner Vergleichsmaßstäbe bedarf, die eine „übergeordnete Entscheidungsinstanz“ prägt. Dem politischen Wettbewerb und seinen Akteuren liegt hingegen ein komplexer politischer Prozess mit vielen Regeln und medial vermittelten Konventionen als Interaktionsgrundlage zu Grunde. Unter dem Strich ähnelten sich alle Wettbewerbskontexte allerdings darin, dass sie ein Verhältnis aus Freiheit und Regelmäßigkeit begründeten bzw. dass „zentrale Vorgaben und dezentrale Freiräume angemessen austariert“ sein müssten, damit Wettbewerb als dominante Governance-Form in einem Koordinationszusammenhang funktioniert (Benz 2009, 89). Wettbewerb kann dann abhängig von seiner institutionellen Ausgestaltung als Leistungswettbewerb beschrieben werden, der das wechselseitige Vergleichen im Interaktionszusammenhang anreizt und darüber wechselseitige integrativ-dynamische Koordinierung erzeugt, wie Arthur Benz (2009, 89-90) explizit für politische Mehrebenensysteme und somit für den politischen Wettbewerb ausführt (siehe auch Benz und Dose 2010c, 260).

Dies impliziert allerdings auch, dass insbesondere im politischen Wettbewerb Störungen der Koordination bzw. der Interdependenzbewältigung nicht selten sind. Insbesondere der politische Wettbewerb könne wechselseitige Koordinierung behindern, d. h. Konflikte entstehen lassen, die dann „durch Hierarchie (staatliche Regulierung), Netzwerke oder Verhandlungen beseitigt werden, die Koordination durch Beeinflussung oder Verhandeln organisieren“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 260). Dies sei der Fall, weil „[e]ine grundlegende Schwierigkeit des politischen Wettbewerbs [...] im Vergleich der Leistungen und in der Durchsetzbarkeit komparativer Handlungsorientierungen“ liege. Vergleiche scheiterten „oft an der Komplexität von Aufgaben, auf die sich die Leistungsmessung erstreckt, an Divergenzen über die Evaluierungsergebnisse oder an fehlendem Konsens über Maßstäbe, zum Teil aber auch schlicht an der Manipulation von Informationen durch die konkurrierenden Organisationen oder Akteure“. Wettbewerb setze „Transparenz voraus, die nicht ohne Weiteres und vor allem nicht ohne Kosten zu erreichen ist“. Parteien, Verbände, Regierungen und Verwaltungen neigten eher dazu, „ihre Aktivitäten hinter geschönten Erfolgsbilanzen zu verschleiern als sie offen zulegen“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 260). Das dies auch für den empirisch beobachtbaren Marktwettbewerb gilt, der keineswegs überwiegend als idealer Marktwettbewerb auf der Grundlage weniger

„Regeln, wie etwa die Eigentumsrechte, Tauschregeln oder Wettbewerbsregeln, für die der Staat zuständig ist“ (ebd., 259), sein weitgehend konfliktfreies Koordinationsprogramm entfaltet, muss für die weitere Argumentation betont werden.

Hierarchie: Die Governance-Form Hierarchie beschreibt eine institutionelle Struktur, die sich durch besonders eindeutige Regeln auszeichnet, die die Beziehungen in einem Koordinationszusammenhang regeln. Dazu bedürfe es formaler Regeln, „die neben der Aufteilung von Kompetenzen und Aufgaben auch Verhaltensweisen sowie Belohnungen und Sanktionen definieren“ (Benz und Dose 2010c, 261). Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c) sehen die Governance-Form Hierarchie vor allem in „institutionalisierten Handlungskontexten“ (ebd., 260), in Unternehmen und Organisationen wie Verbänden und Vereinen von grundlegender Relevanz, um endogene Konflikte durch verbindliche Entscheidungen zu steuern. Sie sehen die Governance-Form Hierarchie aber aus einer am Staat und seiner Organisationsmacht interessierten Perspektive auch als konstitutiv für einen machtbegrenzten und berechenbaren demokratischen Rechtsstaat und die gemeinwohlorientierte Organisation seiner Wirtschaft (ebd., 261), d. h. für das Verhältnis des Staates zu seinen Bürgerinnen und Bürgern oder kollektiven gesellschaftlichen Akteuren, deren gemeinwohlverträgliche Ordnung er mindestens als ein formal legitimierter hierarchischer Schatten zu gewährleisten hat (siehe auch Scharpf 2000, 282, 300, 323; Töller 2008).

Die Governance-Form Hierarchie beschreibt grundsätzlich die Organisation solcher Koordinationskonstellationen, die in einer extremen Form von einem Gegenüber mächtiger und ohnmächtiger Akteure geprägt wird. Macht tritt hier dominant als *Hegemonie* auf (Lange und Schimank 2004, 21-22). In allen anderen – für die vorliegende Arbeit empirisch relevanten – Koordinationskonstellationen verweist die Governance-Form Hierarchie auf institutionelle Strukturen, die ein Über-Unterordnungsverhältnis institutionalisieren, das den untergeordneten Vollzugsbeauftragten immer auch allerdings begrenzte Handlungsspielräume und Handlungsanreize gewährt. Fritz W. Scharpf (2000, 285) schreibt: „Hierarchische Autoritätsverhältnisse sind in eine größere strategische Konstellation eingebettet, welche die Möglichkeit einseitiger Anordnung begrenzt.“ Die Governance-Form Hierarchie ist somit nicht als ein einseitiger, sondern – wie alle Koordinationskonstellationen – ein wechselseitiger Koordinationskontext bzw. institutioneller Rahmen wechselseitiger Koordination zu verstehen, in dem kollektive Akteure interagieren, um Interdependenz zu bewältigen. Dies schließt ein, dass individuelle Akteure über Räume verfügen, ihre Interessen durchzusetzen bzw. wenigstens einzubringen, wodurch zwangsläufig der Koordinationsprozess gestört werden und andere Bewältigungsstrategien nach sich ziehen kann.⁶⁷ Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 261) verweisen dahingehend auf die besseren Informationen der mit Vollzugsaufgaben betrauten Akteure, „die sie gegen die formale Macht der Leitung ausspielen können“

⁶⁷ Für Fritz W. Scharpf (2000, 286-300) ist diesbezüglich ein Informations- und ein Motivationsproblem relevant. Fritz W. Scharpf (2000, 290) konstatiert zudem, dass „[i]n der realen Welt [...] gut funktionierende hierarchische Koordination in der Tat eher selten zu sein [scheint], und sie scheint immer schwieriger zu werden.“

(ebd.). Auch möglich und nicht selten praktiziert sei zudem, dass Akteure in der Hierarchie ihre Entscheidungen durch Verhandeln abstimmen. Hinzu komme die Bedeutung informaler Beziehungen, die hierarchische Beziehungen überlagerten, um in asymmetrischen Machtstrukturen Konflikte zu lösen.

Netzwerk: Die Governance-Form Netzwerk beschreibt Koordinationskonstellationen, in denen „formal autonome Akteure in relativ dauerhaften, aber selten formal geregelten Interaktionsbeziehungen gemeinsame Ziele oder Werte verwirklichen“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 262). Die Governance-Form Netzwerk beschreibt eine Struktur, die sich durch eine Verstetigung der informellen Beziehungen auszeichnet, die – wie oben angedeutet – hierarchische aber auch wettbewerbliche Beziehungen überlagern können, um jeweils die Bewältigung von Interdependenz möglich zu machen. Netzwerke dienen letztlich dem Informations- und Ressourcentausch zum Zwecke der wechselseitigen Beeinflussung (ebd.). In diesem Rahmen widerspreche Netzwerkkoordination „in vielen Bereichen von Staat und Gesellschaft formalen Regeln, weil sie entweder Korruption oder verbotene Kopplungen von Entscheidungen implizieren“, heißt es weiter (ebd.). Mit verbotenen Kopplungen von Entscheidungen dürften auch die in einer Marktwirtschaft in Verbindung mit Kartellen und Konglomeraten bekannten Preisabsprachen gemeint sein. Unternehmen, die in derartigen Organisationsformen Interdependenz bewältigen, laufen Gefahr, Wettbewerbsrecht zu verletzen. Vernetzung kann also durchaus auch als eine missbräuchliche Form der Wettbewerbskoordination gewertet werden.

In politischen Mehrebenensystemen stellen Netzwerke eine Struktur dar, in der weitgehend konsensuelle Entscheidungsfindung betrieben wird. Dabei gäbe es zwar kein hierarchisches Über- bzw. Unterordnungsverhältnis, jedoch könne Asymmetrie zwischen den sich im Netzwerk koordinierenden Interaktionspartnern nicht ausgeschlossen werden (Benz und Dose 2010c, 262). Entscheidend für die Koordinationskonstellationen, die von der Governance-Form Netzwerk dominiert werden, ist ihre Stabilität. Sie hänge entscheidend vom Vertrauen ab, dass zwischen den vernetzten Interaktionspartnern herrsche und abhängig von der Dichte der Beziehungen und der Bereitschaft sei, „gemeinsame Ziele bzw. Werte zu unterstützen“ (ebd.). In diesem Sinne ist die Governance-Form Netzwerk als Strukturmerkmal von entsprechenden Koordinationskonstellationen anschlussfähig an die oben erwähnten Netzwerktheorien. Empirisch findet man Netzwerke bestehend aus miteinander kooperierenden Akteuren in allen Phasen des politischen Prozesses in Mehrebenensystemen (Benz 2009). Wobei nicht eindeutig geklärt ist, inwiefern sich Netzwerkkoordination, die durchaus auch Verhandlungen umfassen kann, vom Wettbewerb unterscheidet oder von ihm überlagert werden kann. Arthur Benz (2009, 88) jedenfalls schreibt, dass in der Mehrebenensystemforschung die Bedeutung der Governance-Form Wettbewerb zu Gunsten der Governance-Formen Netzwerk und Verhandlung unterschätzt würde, womit er suggeriert, dass die hier dominierenden institutionellen Strukturen und die aus ihnen resultierende Interdependenzbewältigung durchaus auch als Wettbewerbsstruktur oder Konkurrenzverhältnis wahrgenommen werden können. Dies ist insbesondere in Bezug auf das Vertrauen richtig, dass auch für Marktbeziehungen, die abhängig von der Konzentration des Marktes ebenso als Netzwerkbeziehungen beschrieben werden können, eine nicht unerhebliche Funktion einnimmt (siehe Kapitel 4).

Verhandlung: Die Governance-Formen Verhandlung beschreibt institutionelle Strukturen, die sich durch formale Regeln, d. h. durch hierarchische Elemente auszeichnen, und die die Interdependenzbewältigung durch Verhandeln lenken (Benz und Dose 2010c, 262). Diese Strukturen müssen allerdings gleichzeitig auch weit reichende Freiheiten bereitstellen, insofern Verhandeln Freiheit voraussetzt und demnach auch in Netzwerkstrukturen (ebd.) genau genommen aber auch im Marktwettbewerb beobachtbar ist, wo der Preis nicht selten Ergebnis von Verhandeln ist. „Hierarchie und Netzwerk bilden demnach eher den Hintergrund, vor dem verhandelt wird“, schreibt Arthur Benz (2009, 164) mit Bezug auf Mehrebenenpolitik, die ein Verhandeln im Schatten der Hierarchie zum elementaren Muster der Interdependenzbewältigung gemacht hat. Es ist also entscheidend für die governance-analytische Beschreibung von Verhandlungsstrukturen, welches Maß an Formalität den Verhandlungsrahmen auszeichnet bzw. inwieweit sich die „Akteure an jeweilige Regelsysteme gebunden fühlen“, d. h. eine lose oder enge Kopplung zwischen den Akteuren und den Regelsystemen besteht (Benz 2010c, 121).

In der Governance-Forschung ist die Verhandlung als Governance-Form, die den Governance-Mechanismus des Verhandeln lenkt, insbesondere mit Bezug zur Mehrebenenpolitik im bundesdeutschen Verbundföderalismus aber auch in der Europäischen Union breit diskutiert worden (Benz 2009). Verhandlungsstrukturen legen grundsätzlich fest, „wer an Verhandlungen beteiligt wird und wer nicht“ (Benz und Dose 2010c, 263). Darüber hinaus lassen sich über die Feststellung der Formalität der Verhandlungsstrukturen Hinweise auf die sogenannte Kopplung der Akteure an eine bzw. mehrere Ebenen eines Entscheidungssystems ausmachen. Eine *lose Kopplung* bezeichnet nach Fritz W. Scharpf sogenannte *freiwillige Verhandlungen*; eine *enge Kopplung* hingegen die sogenannten *Zwangsverhandlungen*. Während erstere den Akteuren beispielsweise deutlich leichter zu ziehende Exit-Optionen bieten, ist es den Zwangsverhandelnden nicht bzw. nur bedingt ermöglichen, „ihre Interessen autonom weiter zu verfolgen“ (ebd.). Auch eine „Mischung aus Verhandlungen und wechselseitiger Anpassung“ (Benz 2010c, 120) zwischen territorialen Einheiten verweise auf nur lose Kopplungen, d. h. freiwillige Verhandlungen. Wenngleich auch hier Zwangsverhandlungen entstünden, wenn die Regeln von Wettbewerben überlagert würden. „Wettbewerbe können dagegen starke Zwänge zur Folge haben, denen sich Akteure in der Mehrebenenpolitik kaum entziehen können“ (ebd., 121). Ein häufig präsentiertes Beispiel ist der Parteienwettbewerb, der kompetitive Handlungsorientierungen erzeuge, die das Verhandeln als Mechanismus der Interdependenzbewältigung zwischen dem Bund und den Ländern blockieren und somit effektives und demokratisches Regieren erschweren könne (ebd., 122).⁶⁸

Letztlich sind Annahmen hervorzuheben, nach denen die Governance-Form Verhandlung als Struktur beeinflussen könne, welchen Modus des Verhandeln die Verhandelnden Akteure wählen. Bekannt sei beispielsweise, „dass Vertreter von Gruppen, die effektiven Kontrollen der von ihnen repräsentierten

⁶⁸ Eine angestrebte Entscheidung werde dadurch allerdings nicht unwahrscheinlicher, sondern tendiere vielmehr zu einer „zweitbesten Lösung“, die zumindest den Status quo verändere (Benz und Dose 2010c, 263). Die Politik ist also entscheidungsfähig, scheint aber ihre Problemlösungsfähigkeit zu opfern.

Akteure unterliegen, zu bargaining neigen, vor allem dann, wenn Verhandlungsverfahren öffentlich“ seien, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 262) – was in transnationalen Koordinationskonstellationen, die das Ziel einer öffentlich-privaten Regelentscheidungen verfolgen, der Fall sein dürfte. Ebenso wird darauf verwiesen, dass bilaterale Verhandlungen bzw. Verhandlungen zwischen wenigen „konkurrierenden Parteien oder Verbänden fast immer im Modus des bargaining ablaufen“ (ebd., 263-264). Andererseits könne aber auch Arguing durch Öffentlichkeit gefördert werden, „weil sich Verhandlungspartner dann verpflichtet fühlen, ihre Forderungen und Vorschläge als ‚gemeinwohlverträglich‘ zu begründen oder mit verallgemeinerbaren Gründen zu rechtfertigen“ (ebd., 263). Vor dem Hintergrund, dass – wie oben zitiert – Parteien, Verwaltungen und auch Unternehmen eher dazu neigen Informationen zurückzuhalten und gar zu manipulieren, scheint mir dies eher auf ein *symbolisches* Arguing hinauszulaufen. Arguing erfordert sicherlich mehr als Öffentlichkeit und Unabhängigkeit der Verhandlungsstruktur, zumal es Unabhängigkeit oder Independenz nicht geben dürfte, sondern mindestens Beobachtung und somit ein gefühltes Maß an Kontrolle immer gegeben ist. Insbesondere hier sind die institutionellen Bedingungen für den demokratischen Gemeinwohlcharakter nicht zuletzt der Mehrebenenpolitik kaum erforscht (Benz 2010a; Papadopoulos 2010). Diese Lücke lässt sich auch mithilfe der Analyseebene der Governance-Regime füllen.

2.1.2.4 Governance-Regime

Laut Arthur Benz und Nicolai Dose (2010: 264) beschreiben Governance-Formen bereits „komplexe Struktur-Prozess-Konfigurationen, die kollektives Handeln in ganz unterschiedlicher Weise bestimmen“. Dies wurde oben gezeigt. Die Kategorie der Governance-Regime verweise nun darauf, dass Governance-Formen bzw. die komplexen Struktur-Prozess-Konfigurationen oder funktionalen Arenen, die sie konfigurieren, „[i]n der Realität [...] fast immer in Kombinationen“ oder in „Mischformen“ vorkommen (ebd.), sie faktisch also noch deutlich komplexer sind als das die Governance-Formen ausdrücken. „Mit Governance-Regimen erfassen wir schließlich die reale Komplexität von Struktur-Prozess-Zusammenhängen“, schreiben Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 268). Das zueinander in Beziehung stehen verschiedener Governance-Formen oder Arenen, die dabei entstehenden „komplexen Arrangements [...], die viele Akteure aus unterschiedlichen Kontexten [...] in unterschiedlicher Weise zusammenbringen“ (ebd., 264), gelte es mit dem Begriff des Governance-Regimes zu erfassen (siehe auch Lange und Schimank 2004, 23; Benz 2007, 6-9). Über die Analyse der genauen Konfiguration der Mischformen ist es möglich, eine spezifische Störungsanfälligkeit des Koordinationsprozesses bzw. der Interdependenzbewältigung in Governance-Regimen auszumachen. Wobei Störung zumeist mit Blockadeanfälligkeit oder schlechtestenfalls fehlender Entscheidungsfähigkeit gleichgesetzt wird (Benz 2010c, 120), darüber hinaus aber auch langfristige, evolutiv oder dynamisch sich entwickelnde Probleme für die demokratische Legitimität (Input-Legitimität) eines Regelsystems einschließen sollte, die nicht selten von ineffektiver politischer Steuerung oder anders gesprochen: fehlender Output-Legitimität ausgeht (Papadopoulos 2010, 235).

Um die potenzielle Störungsanfälligkeit für spezifische Koordinationskonstellationen abschätzen zu können, unterscheiden Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 264) Governance-Regime bestehend aus *eingebetteten* und Governance-Regime bestehend aus *miteinander verbundenen Governance-Formen* (bzw. Arenen). Letztere sind komplexe Regelsystem, die auf eine höhere Störungsanfälligkeit verweisen.⁶⁹ Es gilt: „When policies are made in connected [verbundenen] arenas, decisions that are both effective and approved turn out to be more difficult“ (Benz 2007, 10).

Die eingebetteten Governance-Formen dürfen als weniger störungsanfällig gelten, im Zeitverlauf jedoch trotzdem als „tendenziell instabil“ aufgefasst werden (Benz 2006a, 39). Die relative Stabilität rühre daher, dass die Governance-Formen in einer klaren vertikalen Rangordnung zueinander stünden, was bedeute, dass die Koordinierung im Konfliktfall von einer zentralen Governance-Form bzw. einer Arena dominiert werde. Das bekannteste empirisch beobachtete Muster eines Governance-Regimes, das auf eingebetteten Governance-Formen basiere, seien die Verhandlungen im „Schatten der Hierarchie“ (Scharpf 2000, 323), wobei der Begriff des Schattens auf die Einbettung verweise (Benz 2006a, 36). Beispielsweise folgen Verhandlungen in der Ministerialverwaltung diesem Muster. Sie würden von einer dominanten Entscheidungsebene gewissermaßen „hierarchisch gestuft“ (ebd.) und daher nur geringe Störungen erzeugen. Relativ störungsfreie Verhandlungen können aber auch im *Schatten von Netzwerken* oder auch im *Schatten des Wettbewerbs* stehen. Ersteres gehe allerdings mit der Gefahr einher, dass Akteursgruppen ausgeschlossen würden, ermögliche aber unabhängig davon ein stabiles, vertrauensvolles Miteinander der vernetzten Akteure (ebd., 37). Letzteres sei ein hingegen vorwiegend in der Privatwirtschaft vorzufindendes Phänomen, in denen hierarchisch organisierte Unternehmen, ihre internen Verhandlungen, beispielsweise die um die Gehälter ihrer Angestellten, vom Marktwettbewerb dominiert sehen. In Märkten werden hierarchisch organisierte Unternehmen und ihre Manager von einem Wettbewerb dominiert, der ihre wechselseitige Interaktion und ihr Handeln, d. h. das gegenseitige Beobachten, die gegenseitige Beeinflussung, die Anpassung, das Verhandeln (mit Angestellten) und die damit einhergehenden Folgen beeinflusst (Benz und Dose 2010c, 265). Aber auch Netzwerke und Verhandlungen in der hierarchischen Verwaltung können im „Schatten des Wettbewerbs“ (Benz 2006a, 38) agieren. Hier sind eine Reihe von unterschiedlichen, künstlich geschaffenen Wettbewerben beispielsweise der Standortwettbewerb oder ein anders konstruierter Leistungsvergleich denkbar (ebd., 38-39), wobei die Dominanz des wettbewerblichen Schattens doch recht selten zu diagnostizieren sein dürfte. Zu ergänzen ist auch die Vorstellung von Ordnungspolitikern, wonach der Marktwettbewerb in die Governance-Form Hierarchie des Staates eingebettet sei, der beispielsweise Versuche seitens der Unternehmen ahnde und sanktioniere, den Wettbewerb durch Absprachen und durch über die Legalität hinausgehende Kooperationen auszuschalten. Die Annahme der störungsfreien Einbettung der Märkte in den Schatten der Hierarchie des Staates ist jedoch in Frage zu stellen: „[O]b nicht vielmehr die Regierungen von Staaten dem Markt unterworfen sind, ist eine durchaus offene Frage“, formulieren Arthur Benz und Nicolai

⁶⁹ Vgl. hierzu auch Christoph Ph. Schließmann (2010).

Dose (2010c, 269). Möglicherweise sind die Verhandlungen im Markt und im Staat sektorspezifisch vielmehr in ein und denselben Wettbewerb eingebettet: den Marktwettbewerb. Aus einer am Gemeinwohl orientierten Perspektive käme eine solche Einbettung in den Schatten des Wettbewerbs allerdings einer deutlichen Störung gleich.

Das aus einer am Konflikt interessierten Sicht deutlich interessantere Muster der Interdependenzbewältigung ist das der verbundenen Governance-Formen oder Arenen. Mit dem Muster der verbundenen Governance-Formen wird ein Muster der wechselseitigen Arenenkoordination ohne klare Rangordnung beschrieben. Arenen als spezifische Bereiche des kollektiven Handels, stehen hier quasi konkurrenziell nebeneinander, was zu dynamischen Wechselwirkungen und anhaltenden Spannungen führen könne. Wechselseitig verbundene Koordinierung durchlaufe mehrere Arenen, die sich durch spezifische Regelsysteme auszeichneten (Benz 2006a, 39-40), und sei deswegen erheblich störungsanfälliger, „weil Konflikte zwischen Funktionsmechanismen nicht durch eine klare Rangordnung oder durch Entscheidungssequenzen gelöst werden können“, sondern sich durch „endogene Flexibilitäten“ oder Freiheiten auszeichnen, „die von den Akteuren strategisch genutzt werden können“ (Benz und Dose 2010c, 266).

Für ein Governance-Regime des Typs verbundene Governance-Formen nennen Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 266-267) beispielhaft sowohl die *Politikverflechtung bei der Regelsetzung* in Mehrebenensystemen als auch die sogenannte *kooperative Verwaltung bei der Regelanwendung und Regelsetzung* in Mehrebenensystemen.

Die Politikverflechtung bei der Regelsetzung als ein relevanter Fall der Governance-Forschung geht zurück auf die Theorie der Politikverflechtung nach Fritz W. Scharpf, Bernd Reissert und Fritz Schnabl (1975), die diese am deutschen Verbundföderalismus entwickelt haben. Die Politikverflechtung beschreibt eine Konstellation, in der Einigungen nur durch die zwingend erforderliche intergouvernementale Kooperation zwischen dem Bund und den Ländern (Zwangsverhandlung) erfolgen kann und um erfolgreich zu sein, die strukturierte und gut organisierte argumentative Auseinandersetzung zwischen den verflochtenen Beteiligten notwendig mache. Gerhard Lehbruch (Lehbruch 1976) hat diese Konstellation durch seine Strukturbruchthese ergänzt. Seinen Ausführungen gemäß würden die regelsetzenden Verhandlungen im deutschen Verbundföderalismus, anders als im Regelsystem vorgesehen, von der Konkurrenz der Parteien (Parteienwettbewerb) strukturiert und überlagert, was er weitgehend am parteipolitisch-strategischen Verhalten der Parteien nachweist. Aus der Perspektive der Theorie der Verflechtung in Mehrebenensystemen, die auf den beiden Föderalismustheorien aufbaut und noch um das Konzept der Politikverflechtungsfälle ergänzt werden muss (Scharpf 1985), stünden im Ergebnis insbesondere bei Entscheidungen, die Verteilungskonflikte und damit auch die Entflechtung der föderalen Ordnung regeln, intransparente Entscheidungsverfahren, eine Tendenz zur Entparlamentarisierung so-

wie Entscheidungsblockaden und eine problemunangemessene bzw. „eine wenig adäquate Aufgabenerfüllung“ (Benz und Dose 2010c, 267).⁷⁰ Sie macht die Politikverflechtungstheorie neben der EU anschlussfähig an andere transnationale, schwach hierarchische und vorwiegend netzwerkartige Regelsetzungsarenen. Entweder die im Rahmen des Marktwettbewerbs selbstregulativ und relativ störungsfrei, weil gut in den Marktwettbewerb eingebetteten, technischen Normungsgremien. Oder die schwach institutionalisierten, d. h. nur schwach hierarchisch eingebetteten, und zunehmend politisierten intergouvernementalen Regelsetzung-Regime im globalen Mehrebenensystem, in denen privatrechtlich und öffentlich-rechtlich organisierte juristische Personen verhandeln (Zürn 2012), um eine gemeinsame Entscheidung zwischen Markt und Staat zu erzielen.

Ein ähnliches Muster einer störungsanfälligen Interdependenzbewältigung in verbundenen Governance-Regimen nennt man auch kooperative Verwaltung (Benz 1994; Dose 1995) oder die verhandelnde Verwaltung (Dose 1997). Mit ihr wird aus einer rechts- und verwaltungswissenschaftlichen Perspektive darauf verwiesen, dass private Akteure insbesondere bei der Regelanwendung zunehmend gleichberechtigt mit der öffentlichen Verwaltung agieren, deren Verhalten letztere als Teil der Exekutive reguliert und entsprechend kontrolliert, d. h. an den gesetzten Tatbeständen misst und nach Prüfung oder Interpretation gegebenenfalls Rechtsfolgen einleitet. Prägend ist neben der politikfeldspezifischen Analyse die Annahme, dass die kooperative Praxis insbesondere in Verbindung mit komplexen Regelungsmaterien zunimmt, weil gleichzeitig die Abhängigkeit der Verwaltung von exklusiven Informationen über das Regelungsfeld zunehme. Im Ergebnis stehe ein komplexes Gebilde unterschiedlich motivierter, jedoch gleichberechtigter Verhandlungspartner, in dem der sogenannte *Schatten der staatlichen Hierarchie*, der das Verhandeln der öffentlichen Verwaltung normalerweise präge, deutlich schwächer ausfalle, während das Handlungsarrangement nicht zuletzt von den in den Marktwettbewerb eingebetteten Normadressaten, aber auch von den mit ähnlich informierten und kompetitiv motivierten Verbänden begleitet und strukturiert werde. Was bleibt ist ein komplexer, im Schatten der schwachen Staatshierarchie ablaufender Interessenwettbewerb zwischen den verbundenen, unterschiedlich eingebetteten Arenen der Privaten und der öffentlich-rechtlichen Verwaltung, der insbesondere dann zu wenig adäquaten Ergebnissen führen könne, wenn nicht die Leitungsebenen, sondern die ausführenden Einheiten in Behörden verhandeln würden (Benz 2006a, 40-43; Benz und Dose 2010c, 267).

Um in den beschriebenen Mehrebenenkonstellationen bzw. Arenenverbänden dennoch Blockaden zu vermeiden oder zu lösen, d. h. aus der Perspektive der im Mehrebenensystem agierenden Akteure: um wenigstens *entscheidungsfähig* (im Unterschied zu *problemlösungsfähig*) zu bleiben, sei strategisches im Unterschied zu argumentativem Verhandeln gefordert. Arthur Benz (2009, 178) systematisiert die Verwendung zahlreicher, das Verhandeln prägender Strategien der Interdependenzbewältigung in verbundenen Governance-Regimen unter die folgenden vier Gruppen: 1. Policy-Definition (Gleichbehand-

⁷⁰ Siehe hierzu auch Werner Reutter (2010, 125).

lung, Struktur- und Besitzstanderhaltung, Kostenexternalisierung, Ausklammerung von Konflikten, Paketlösungen, Trennung von Norm- und Sachentscheidung), 2. Verfahrensgestaltung (Sequenzialisierung, Segmentierung, Bilateralisierung, Koalitionsbildung, negative Koordination, Spezialisierung), 3. Entscheidungsstrukturgestaltung (Arenenwechsel, Parallelinstitutionen, opting out und Flexibilisierung, Informalisierung) und 4. Zustimmungsmobilisierung (Verantwortungsverschiebung, Politikdarstellung, Politikvermittlung). Dieser umfassende Katalog potenziell anwendbarer Strategien, die immer die Entscheidungsfähigkeit erhöhen, spiegelt im Einzelfall auch die Innovationsfähigkeit eines solchen Governance-Regime, die sich durch „endogene Flexibilitäten“ oder Freiheiten auszeichneten, „die von den Akteuren strategisch genutzt werden können“ (Benz und Dose 2010c, 266). So zum Beispiel die Strategie der Bilateralisierung bzw. der Strukturierung in Vorverhandlungen, der Informalisierung oder der Gründung von Parallelinstitutionen (Benz 2009, 175-176). Solche vor allem und verfahrenstechnischen Innovationen stehen für eine dynamische Entwicklung der Struktur verbundener Governance-Regime, die im Rahmen von blockierten Interdependenzbewältigungsprozessen durchaus wünschenswert sein kann, immer aber mit der Komplexisierung von Entscheidungsstrukturen einhergehen muss und daher legitime und effektive Problemlösungen schwieriger macht (Benz 2010a; Papadopoulos 2010).

Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 271) haben mit Blick auf die Dynamik von Interdependenzbewältigung in verbundenen Governance-Regimen das „Muster verbundener Wettbewerbe im Schatten schwacher Hierarchie und Verhandlungen“ geprägt. Grundlage dieser Weiterentwicklung der Typologie ist die Annahme, dass Dynamik oder Eigendynamik im Governance-Regime die Problemlösung anhaltend stören kann. Exemplarisch dient der Fall der Krise der regulierungsbedürftigen Finanzmärkte, die im weiteren Verlauf dieser Arbeit im Zentrum der Auseinandersetzung stehen. Die Betonung der Eigendynamik als Störungskategorie von Governance-Regimen bedeutet hier, dass anstatt einer effektiven staatlichen Steuerung auf den Finanzmärkten „verbundene Konkurrenzmechanismen“ die wechselseitige Koordinierung im Wettbewerb zwischen den Banken dominiert und die staatliche Steuerung und ihre Protagonisten zu machtlosen Statisten verkommen lässt. Bezogen auf den hier als Referenz angeführten Fall der Finanzkrise von 2007 dominierte zwischen den Banken sozusagen ein ungezügelter Marktwettbewerb um Gewinne, der durch die installierten Vergütungssysteme der Banken sowie durch das gleichzeitige Gewinnstreben von externen (bspw. Rating-Agenturen, Kanzleien) und anderen zuweilen vertöchterten In-House Dienstleistern (Hedge-Fonds, Kreditoptimierer, etc.) verstärkt wurde und über Jahre hinweg negative externe Effekte produzierte, die die meisten Marktbeobachter wenig kritisch als Finanzinnovationen bezeichneten, und die 2007 zuerst auf den Immobilienmärkten und anschließend systemweit zu einer anhaltenden Krise der Finanzmärkte anwuchsen. Nicht zuletzt die empirische Existenz dieses Musters wechselseitiger, Eigendynamik verstärkender Interaktion, die sich vor allem durch Ausweichverhalten auf bestehende Regelungen auszeichnet und auch Strategien wie die Gründung von Parallelinstitutionen umfasst, soll im Rahmen dieser Arbeit untermauert werden. Sie stellt faktisch eine Ausweitung der Governance-Forschung auf privatwirtschaftlich geprägte und komplexe Koordinationskonstellationen dar, in denen gesellschaftliche Problemlagen sich dynamisch entwickeln.

2.1.2.5 Zwischenfazit: Strukturelle Einbettung und Steuerungsforschung

Die vorangegangenen Ausführungen beschreiben einen Analyserahmen, mit dem sich die handlungstheoretische Steuerungstheorie um eine institutionenanalytische Perspektive ergänzen lässt. Die entstehende kombinierte analytische Perspektive hilft, die reale Komplexität empirisch beobachtbarer Koordinationskonstellationen, auf elementare *Mechanismen* und *Formen* reduziert, zu beschreiben. Im Rahmen dieser analytischen Perspektive treten neben dem Wettbewerb und dem Markt Dynamiken bzw. Eigendynamiken aber auch Störungen wie anhaltend ineffektive Problemlösungen in den Vordergrund, „die aus der Wechselwirkung von Strukturen, Interaktionen und individuellen Handlungen“ resultieren (Benz und Dose 2010c, 257).

Die Perspektive ist geeignet, auch marktförmige Interdependenzbewältigung und damit gesellschaftliche Problemlagen zu analysieren, die ihren Ursprung in der Selbstorganisationsfähigkeit und der politischen Organisation der Märkte finden und traditionell von politischen Systemen im Rahmen ihrer Steuerungsfunktion gelöst werden müssen. Mit Blick auf die handlungstheoretische Steuerungstheorie verweist sie darüber hinaus darauf, dass die Wirksamkeit von politischen Steuerungsinstrumente *ex ante* allein vor dem Hintergrund der strukturellen Umgebung abzuschätzen ist. Wenn die strukturelle Umgebung durch den Markt gekennzeichnet ist, dann kommt insbesondere dem Wettbewerb als Koordinationsmechanismus und als Problemkategorie eine besondere, im weiteren Verlauf im Vordergrund stehende Bedeutung zu.

2.2 HEURISTIK: EINE PROBLEMORIENTIERTE STEUERUNGS- BZW. POLICY-ANALYSE

Der analytische Rahmen, in dem die Forschungsfragen dieser Arbeit beantwortet werden, ist die problemorientierte Policy-Analyse nach Nicolai Dose (2001b; 2008b; 2008c). Der problemorientierte Ansatz staatlicher Steuerung ist grundsätzlich optimistisch in Bezug auf die Erreichbarkeit von effektiver staatlicher Steuerung. Er ist dies allerdings nicht nur aus Trotz gegenüber den Pessimisten, sondern auch weil Effektivität bzw. die Orientierung am Gemeinwohl Anspruch des politisch-administrativen Steuerungssystems zu sein habe (Dose 2003, 20-21). Dazu komme, dass die Notwendigkeit staatlicher Steuerung trotz aller Diskussion um die Entstaatlichung und generellen Aufgabenkritik nicht nur in vieler Hinsicht offensichtlich sei, sondern in den nächsten Jahren noch zunähme (Dose 2008b, 18-20).⁷¹ Auf dieser Basis ist das Erkenntnisinteresse des Ansatzes problemorientierter staatlicher Steuerung von präskriptiv-analytischer Natur. Mit ihm sollen in der Tradition der politikberatenden, evaluativen Steuerungsforschung potentielle Handlungsanleitungen für staatliche Steuerung generiert werden (Dose 2008b, 23). Staatliche Steuerung soll mit dem Ansatz *ex-ante* oder *ex-post* auf ihre Effektivität, die

⁷¹ Das Steuerungsversagen gesellschaftliche Instabilität fördern kann, lässt sich in vielen westlichen Industriegesellschaften, deren Leistungsfähigkeit die Steuerungsforschung analysiert, gerade sehr gut beobachten. Traditionelle Ordnungsmuster (bspw. Parteiensysteme) sind dynamischen Veränderungsprozessen unterworfen und scheinen die bestehende Unsicherheit in Bezug auf die Zukunft zu vergrößern.

Gemeinwohltauglichkeit einschließt, und ihrer Effizienz bewertet werden. Legitimität sei von sekundärem Interesse, wobei festgestellt wird, dass eine effektive staatliche Steuerung auch positive legitimatorische Effekte nach sich ziehen kann (Dose 2008b, 21-22), d. h. den Prozess der fortlaufenden Legitimation eines demokratischen Staatswesens stützt.

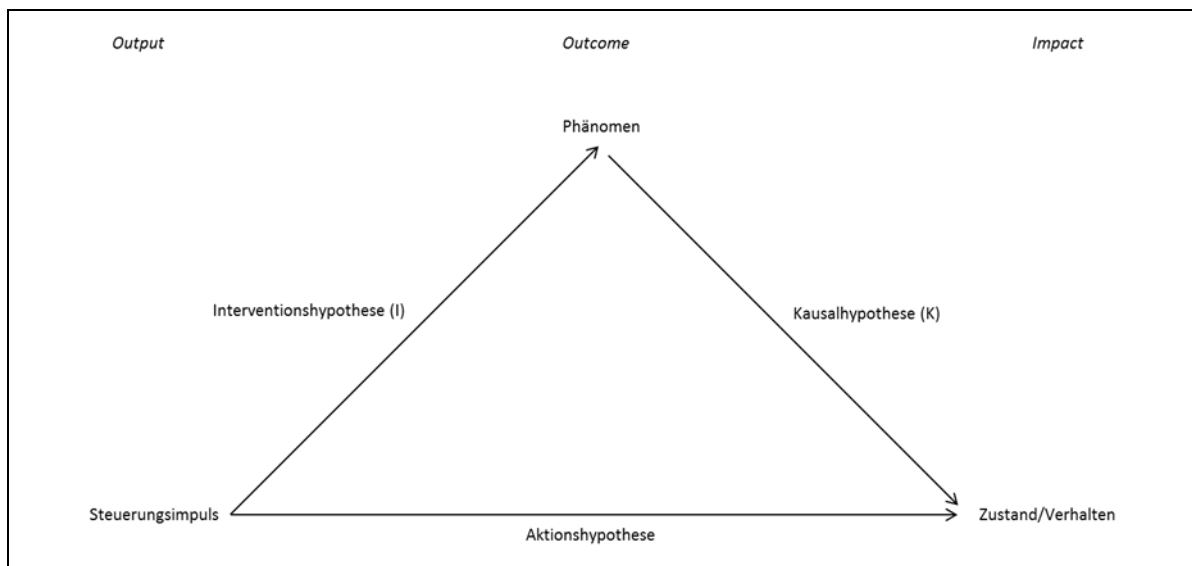
2.2.1 STEUERUNGSKONZEPTIONSANALYSE

Der Ansatz problemorientierter Steuerung formiert sich um die Analyse der Steuerungskonzeptionen herum. Um Effektivität staatlicher Steuerung bereits im Prozess der politischen Steuerung zu erreichen, sei es notwendig Steuerung vom Steuerungsinstrument, d. h. ausgehend von den einzelnen Maßnahmen, zu denken. Allerdings sei die Wahl der Steuerungsinstrumente vom gesellschaftlichen Problem und somit nicht zuletzt von der Problemanalyse abhängig.

2.2.1.1 Analyse der Steuerungskonzeptionen

Untersuchungsgegenstand sind die zu beschließenden (ex ante) bzw. die bereits beschlossenen (ex post) Steuerungsinstrumente und die von ihnen erzeugten Wirkungsketten, d. h. die potentiellen Folgen des Steuerungsimpulses. Mit Steuerungsinstrumenten sind explizit die Einzelmaßnahmen gemeint und nicht eine wie auch immer geartete Programmebene. Auch soll der Analysefokus an dieser Stelle politikfeldneutral bleiben. Angelehnt an die US-amerikanische Steuerungsforschung wird dazu ein Analyserahmen bestehend aus der Interventionshypothese, der Kausalhypothese und der Aktionshypothese bemüht. Grundlegend ist die Annahme, dass „jede Steuerungskonzeption implizite oder explizite Hypothesen über das erwartete Verhältnis einer Policy zu einem anvisierten Zweck enthält“ (Dose 2008b, 125).

Abbildung 2: Schema einer Steuerungskonzeptionsanalyse



Quelle: Dose 2008b, 128-129, eigene Darstellung

Eine Steuerungskonzeption kann in klassisch staatstheoretischer Terminologie auch als Interventionsmodell bezeichnet werden. Die Intervention geht mit einem Steuerungsimpuls einher, der verhaltens- oder zustandswirksame Folgen bei den Adressaten im Steuerungsobjekt auslöst. Abbildung 3 zeigt ein an die Arbeit von Nicolai Dose angelehntes Schema einer Steuerungskonzeptionsanalyse, das auch in Kapitel 6 dieser Arbeit zur plastischeren Veranschaulichung der impliziten Wirkungsketten Verwendung findet.

Kausalhypothese: Die Kausalhypothese beschreibt die Annahme, dass es einen Zusammenhang zwischen einem problematischen gesellschaftlichen „Phänomen“ und einem gesellschaftlichen Zustand oder einem Verhalten gibt. Verändert man das Phänomen, dann verändert man auch den gesellschaftlichen Zustand bzw. das gesellschaftliche Verhalten. Das bis hierhin noch abstrakte Phänomen lässt sich als gesellschaftliches Problemphänomen fassen.

Interventionshypothese: Die Interventionshypothese beschreibt die Annahme, dass es einen Zusammenhang zwischen einer Regel bzw. einem Instrument der staatlichen Steuerung und dem gesellschaftlichen Problemphänomen gibt, das durch ein Verhalten ausgelöst wird bzw. einen Zustand bedingt. Anders ausgedrückt: Grundlegend für den Erlass einer Regel ist die Annahme, dass man einen Steuerungsimpuls auslöst, der das Phänomen so verändert, dass die Problemverursacher ihr Verhalten verändern bzw. ein optimierter Zustand herbeigeführt wird.

Aktionshypothese: Die Aktionshypothese beschreibt die Annahme, dass der Zusammenhang auch ohne den Umweg über das Phänomen beschrieben werden kann. Nicolai Dose (2008c, 178) betont, dass mit der Aktionshypothese der Wirkungszusammenhang vereinfacht abgebildet wird. Erst die Zerlegung der Aktionshypothese in eine Interventions- und eine Kausalhypothese erleichtert die Betrachtung mit Blick auf „die Systematisierung vorhandenen Wissens“ (Dose 2008c, 178).

Den vorliegenden Fall der Instabilität des Interbankenmarktsystems betreffend sollte der Steuerungsimpuls zum Beispiel das gegenseitige Vertrauen der Regime-Anwender, d. h. der Dealer-Elitebanken, verbessern (Interventionshypothese), damit das Gesamtsystem einen stabileren Zustand zugeführt wird (Kausalhypothese). Diese Wirkungskette auf Plausibilität zu testen, bedeutet bei der Kausalhypothese zu beginnen. Wenn die Kausalhypothese überprüft und festgestellt wurde, dass das durch den Impuls anvisierte Interventionsziel (Phänomen) die Kausalhypothese erwartbar erfüllt, dann stellt sich die Frage ob die Interventionshypothese plausibel ist. Der durch ein Steuerungsinstrument ausgelöste Steuerungsimpuls muss dahingehend untersucht werden, ob er geeignet ist, die Regelungsstruktur so zu verändern, d. h. in die Leistungsstruktur derart zu intervenieren, dass das Interventionsziel (Phänomen) erreicht wird und die Kausalhypothese sich materialisieren können. Grundlegend für die Plausibilitätsprüfung sind die Problemanalyse, neun Bewertungskriterien und die Schätzung der potentiellen Einigungskosten.

2.2.1.1.1 Problemanalyse und Problemkategorien

Erst die Problemanalyse macht eine Erfolgsanalyse staatlicher Steuerung möglich.⁷² Sie steht deshalb am Anfang jeder problemorientierten Steuerungsanalyse. In der Problemanalyse gilt es das feldspezifische Fachwissen zu erheben, das Rückschlüsse auf die Entstehung des gesellschaftlichen Problems erlaubt. Probleme seien „Entwicklungen oder Zustände [...], die unter den geltenden Wertvorstellungen als Defizit angesehen werden“ (Dose 2008b, 138). Beispielhaft nennt Nicolai Dose etwa die Verschmutzung der Umwelt, den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit oder den Wohnraummangel.

Für Nicolai Dose (2001a, 78-79; Dose 2001b; 2008b, 140-141) ist die Problemanalyse mit Blick auf ein effektives ex ante Policy-Design aber insbesondere auch von Bedeutung, um die Wahl des ursachenadäquaten Steuerungsinstruments einzugrenzen bzw. es aus der Problemkategorie ursachenadäquat abzuleiten. Ursachenadäquat bedeutet, dass das eingesetzte Steuerungsinstrument bei den Ursachen und nicht bei den Symptomen des Problems ansetzen darf. Dazu müsse die Problemanalyse systematisch auf der Basis abstrakter Problemkategorien erfolgen, die neben eine genaue Einzelfallanalyse treten (Dose 2008b, 138).

Als Ausgangspunkt seiner systematischen Problemanalyse bestimmt Nicolai Dose (2001a; 2008b, 139-141) die wohlfahrtsökonomische Marktversagenstheorie, deren Problemkategorien

- externe Effekte,
- Unteilbarkeiten und Irreversibilitäten,
- Informationsmängel und
- Anpassungsmängel

sind. Die Identifikation eines gesellschaftlichen Problemzusammenhangs mithilfe der zur Verfügung stehenden analytischen Problemkategorien soll eine problemorientierte und ursachenadäquate Instrumentierung möglich machen. Die wohlfahrtsökonomischen Kategorien des Marktversagens gelte es für die Zwecke der problemorientierten Steuerungsanalyse anzuleiten. Eine genauere Ausarbeitung des analytischen Gehalts, der den Problemkategorien zu Grunde liegt, soll in Kapitel 4 nachgegangen werden. Hier sei für jede Kategorie nur kurz auf die wesentlichen problemanalytischen Zusammenhänge verwiesen. Die wohlfahrtsökonomische Problemkategorie verweise darüber hinaus auf das Steuerungsinstrument, das imstande sei, das Problem zu beheben. Hervorzuheben ist, dass alle Problemkategorien auf ein strukturelles Defizit verweisen: eine Allokationsineffizienz.

Externe Effekte: Die Problemkategorie der externen Effekte verweist darauf, dass Austauschbeziehungen auf einem Markt nicht zwingend rein privater Natur sind, sondern für viele mittelbar Beteiligte auch unfreiwilligen Charakter haben. Marktförmiges Handeln zweier oder mehrerer Akteure kann zeitnahe oder in Zukunft sich einstellende negative oder positive Effekte auslösen, die nicht Teil der Preisbildung

⁷² Siehe Abschnitt 2.1.1.3.

der privaten Markttätigkeiten sind. Man kann auch von fortlaufenden Fehlallokationen sprechen. Eine ursachenadäquate Antwort auf die Problemkategorie der externen Effekte ist ihre Internalisierung, wengleich grundsätzlich darauf hingewiesen werden muss, dass die Feststellung externer Effekte nicht fallübergreifend eine spezifische Instrumentierung empfiehlt (Dose 2008b, 142).

Nicolai Dose (2008b, 143-144) verfeinert die Problemkategorie der externen Effekte darüber hinaus mit einer Struktursystematik des Problems. Er unterscheidet

- die Problemstehungsstruktur
- die Problemwirkungsstruktur und
- die Problemlösungsstruktur,

wobei potenzielle Inkongruenzen zwischen den Strukturen auf mögliche externe Effekte verweisen helfen. Drei Konstellationen von Kongruenzbeziehungen lassen sich unterscheiden:

- Die Problemstehungs- und Problemwirkungsstruktur ist größer als die Problemwirkungsstruktur: Notwendig als Teil der ursachenadäquaten instrumentellen Begegnung ist hier die Ausweitung der Problemlösungsstruktur auf die Problemstehungsstruktur, wie dies im Zusammenhang mit dem Regieren jenseits des Nationalstaats geschieht.
- Die Problemstehungsstruktur ist größer als die Problemwirkungsstruktur und die aktuelle Problemlösungsstruktur ist so groß wie die Problemwirkungsstruktur jedoch kleiner als die Problemstehungsstruktur. Auch hier müsste die Problemlösungsstruktur an die Größe der Problemstehungsstruktur angepasst werden, um das Problem adäquat zu lösen.
- Die Problemstehungsstruktur entspricht der Problemwirkungsstruktur und annähernd auch der Problemlösungsstruktur, was bedeutet, dass die Problemlösung keine Maßnahmen umfassen muss, mit denen die Bedingungen politischer Steuerung in dieser Problemkategorie verbessert werden. Politische Steuerung kann sich einfach beispielsweise an die Internalisierung von externen Effekten halten.

Unteilbarkeiten und Irreversibilitäten: Die Problemkategorie der Unteilbarkeiten und Irreversibilitäten weist darauf hin, dass die im Modell der vollständigen Konkurrenz angenommene unbegrenzte Teilbarkeit der Produktionsfaktoren und Güter nicht gegeben ist, das also im Fall der Unteilbarkeiten das Erstellen von Teilmengen eines Gutes, beispielsweise durch Zulieferer, teurer ist, als die ganze Produktion aus einer Hand zu fertigen. Dies nennt man auch Subadditivität von Kostenfunktionen. Gegeben ist ein solcher von Unteilbarkeiten und Irreversibilitäten gezeichneter Markt im Falle beobachtbarer Monopolisierungstendenzen oder im Falle der Entwicklung von Marktzugangsbeschränkungen, die nicht zuletzt durch irreversible Investitionen entstehen, die einzelne Marktakteure leisten, um den Markt ihrer Wahl zu bestreiten. Für den steuerungspolitischen Eingriff ist stets das Ausmaß der Subadditivität und der Irreversibilitäten entscheidend. Subadditivitäten bei niedrigen Irreversibilitäten machen wegen der weitgehenden Bestreitbarkeit der Märkte keine Eingriffe notwendig. Subadditivität bei hoher Irreversibilität

macht wegen der Gefahr des missbräuchlichen Wettbewerbsverhaltens Preis- und Qualitätskontrollen möglich. Und abnehmende oder gleich bleibende Subadditivitäten bei gesunkener Irreversibilität machen die Privatisierung und Deregulierung des jeweiligen Marktes, aber gegebenenfalls auch seine Re-Regulierung möglich (Dose 2008b, 145-148).

Informationsmängel: Die Problemkategorie der Informationsmängel verweist darauf, dass Problemkonstellationen sich anders als im Modell des vollständigen Wettbewerbs angenommen, in dem von vollständiger Information aller Marktteilnehmer ausgegangen wird, aus Informationsasymmetrien ergeben können. Entscheidend ist die Unterscheidung zwischen Unkenntnis und Ungewissheit. Letztere ist eine Form der Informationsmangellage, die struktureller Art ist und somit nicht auf null reduziert werden kann. Grundsätzlich gilt in Verbindung mit der Problemkategorie Informationsmängel, dass sie den handelnden Akteuren unterschiedliche strategische Möglichkeiten bietet, sie zu bewältigen. Dazu gehört auch das eigennützige bzw. opportunistische Explorieren, das man auch als *Moral Hazard* oder als *Adverse Auslese* bezeichnet. Grundsätzlich ist allerdings davon auszugehen, dass Probleme dieser Art durch einen instrumentell herbeigeführten Informationsausgleich ursachenadäquat bearbeitet werden können (Dose 2008b, 150-157).

Anpassungsmängel: Die Problemkategorie der Anpassungsmängel beschreibt eine Problemkonstellation die die wohlfahrtsökonomische Annahme der unendlichen Reaktionsgeschwindigkeit zwischen den Marktteilnehmern in Frage stellt. Es wird festgestellt, dass Abweichungen von der unendlichen Reaktionsgeschwindigkeit staatliche Eingriffe nötig machen. Im Rahmen dieser Problemkategorie führt Michael Fritsch (2011, 301-305) in der neuesten Auflage seines Bandes auch die Blasenbildung auf den transnationalen Finanzmärkten. Neben den unzureichenden Marktaktivitäten wegen hoher Transaktionskosten sowie der fehlenden Flexibilität bei Nachfrageschwankungen ist insbesondere der Fall des anomalen Anbieterverhaltens hervorzuheben (Dose 2008b, 158-164). In diesem Kontext merkt Nicolai Dose (2008b, 158) an, dass speziell Anpassungsmängel, aber auch andere Problemkategorien, nicht alleine einem Problemkonstellation beschreiben helfen, sondern dass durchaus mehrere Problemkategorien ein Problem verursachen können. Beispielhaft wird die Entstehung des Arbeiterschutzes im 19. Jahrhundert genannt. Dies ist nicht unerheblich für die weiteren Ausführungen, die eine Problemanalyse komplexer dynamischer Probleme anvisiert (siehe Abschnitt 2.2.3).

2.2.1.1.2 Bewertungskriterien

Die Bewertungskriterien dienen dazu, deutlich zu machen, dass die Plausibilität einer politischen Intervention bzw. einer Maßnahme oder eines Steuerungsinstruments von höchst unterschiedlichen Erwägungen getragen sein kann. Nicolai Dose (2008b, 229-237) unterscheidet insgesamt neun Bewertungskriterien, die hier nicht alle im Detail vorgestellt werden sollen. Sie umfassen:

- das Kriterium Sicherstellung der Gefahrenabwehr,
- das Kriterium Kosteneffizienz,

- das Kriterium dynamisch Effizienz,
- das Kriterium Treffsicherheit,
- das Kriterium Ausmaß des erforderlichen Steuerungswissens,
- das Kriterium finanzielle Lasten,
- das Kriterium Kompatibilität mit gleichzeitig wirkenden Einflüssen staatlicher Steuerung,
- das Kriterium Verwaltungsaufwand und
- das Kriterium zukunftsfähiges Gesamtkonzept.

Wichtig ist es hervorzuheben, dass einige absolute einigen relativen Bewertungskriterien gegenüberstehen. Nach Nicolai Dose ist beispielsweise die *Sicherstellung der Gefahrenabwehr* ein absolutes Kriterium, weil die Voraussetzungen zu seiner Anwendung entweder mit *Ja* oder mit *Nein* beantwortet werden können, sie also entweder *gegeben* oder *nicht gegeben* sind. Die anderen Bewertungskriterien sind hingegen weitgehend relativ, insofern sie hinter ein anderes zurücktreten dürfen. Tritt ein relatives Bewertungskriterium allerdings maximal ausgeprägt in Erscheinung, dann kann es sein, dass die zu bewertende Maßnahme sich verbiete. Zur Verdeutlichung wird auf das Beispiel der Treffsicherheit verwiesen. Tendiert die Treffsicherheit einer Maßnahme gegen null, dann ist das anvisierte Ziel nicht zu erreichen, die Maßnahme also nicht plausibel. In Bezug auf die Verwendung der Bewertungskriterien bei der Gestaltung von politischen Maßnahmen in Verbindung mit einer ex ante Plausibilitätsprüfung der Interventionshypothese gelte es sich auf einige wenige Bewertungskriterien zu beschränken. Dies wird dadurch erleichtert, dass einzelne Bewertungskriterien an instrumentenspezifische Kontexte gebunden sind, d. h. in Verbindung mit einem Steuerungsinstrument an analytischer Relevanz gewinnen. Nachfolgend sollen die ersten vier Bewertungskriterien aus der obigen Reihe etwas genauer präsentiert werden.

Das Kriterium Sicherstellung der Gefahrenabwehr: Gefahrenabwehr ist – wie angedeutet – ein absolutes Bewertungskriterium. Sollte Gefahrenabwehr bei einer staatlichen Intervention angezeigt sein, dann gibt es keine Wahl. Dann muss der Staat seiner Schutzpflicht nachkommen und die Steuerungsinstrumente so gestalten, dass der Bürger im Sinne der Verfassung geschützt wird. Während offensichtliche Gefahren für „Leben, Gesundheit und Eigentum“ umfassend schutzwürdig seien, seien andere potentielle Gefahrenlagen nach „Maßgabe ‚praktischer Vernunft‘ auszuschließen“, wobei bereits eine wahrscheinliche Gefahrenlage das Nachkommen der Schutzpflicht auslösen könne. Letzteres betrifft laut Nicolai Dose nicht zuletzt das umweltrechtliche Prinzip der Vorsorge. Weitergedacht könnte man es auch auf Art. 109 GG anwenden, der das *Staatsziel* formuliert, den „Erfordernissen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts Rechnung“ zu tragen. Als kleineres Land mit einem ähnlichen Schutzrecht in der Verfassung hat ein Schweizer Gericht diesen jüngst an das Bewertungskriterium der Gefahrenabwehr gekoppelt. Die ökonomische Stabilität der Schweiz sei ein polizeirechtliches Gut, das Maßnahmen in ihrem Sinne notwendig mache. In der Literatur finden sich Sichtweisen, die insbesondere die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte in die Nähe dieses Bewertungskriteriums rücken. Weil eine solche auf

die Wirtschaftspolitik bezogene Ausweitung den herkömmlichen Polizeibegriff sprengen könne, sei aber davon auszugehen, dass die Gefahrenabwehr zu diesem Zweck allenfalls die reaktive Bankenrettung legitimiere (Zünd und Errass 2011). Ohne auf das Bewertungskriterium Ausmaß des erforderlichen Steuerungswissens explizit einzugehen, ist nicht zuletzt in Bezug auf das Vorsorgeprinzip das Steuerungswissen von überaus großer Bedeutung, um potentielle Gefahren per staatlicher Steuerung auch präventiv vorzubeugen (Dose 2008b, 234).

Das Kriterium Kosteneffizienz: Die Kosteneffizienz ist ein wohlfahrtsökonomisches Bewertungskriterium. Es wird nicht selten von den Normadressaten selbst vorgebracht. Verwiesen wird mit diesem Bewertungskriterium dann auf den Wettbewerbsdruck, dem man globalisierungsbedingt ausgesetzt ist und der es erforderlich mache, einen möglichst kosteneffizienten Eingriff vorzunehmen, um das anvisierte Ziel zu erreichen. Kosteneffizienz ist genau dann gegeben, wenn das Ziel zu den geringstmöglichen Kosten realisiert werde.

Das Kriterium dynamische Effizienz: Die dynamische Effizienz ist ein Bewertungskriterium, das ebenfalls ökonomische Interesse in den Plausibilitätstest einbindet. Dynamisch effiziente Interventionen basieren auf Steuerungsinstrumenten, die den Normadressaten in ihrer Leistungsstruktur den Stand der Technik zu optimieren. Dynamische Effizienz verweist also darauf, dass die Intervention den Fortschritt bzw. die Anreize an Innovationen zu arbeiten, nicht erstickt.

Das Kriterium Treffsicherheit: Die Treffsicherheit ist ein Bewertungskriterium, das die Effektivität der Maßnahme und damit die Effektivität der Interventionshypothese beschreiben hilft. Es ist mithin das entscheidende Bewertungskriterium für den Erfolg einer Maßnahme, weist aber auch darauf hin, dass es nötig sein kann, bei der Treffsicherheit Abstriche zu machen. Solche Abstriche gingen dann allerdings mit der Gefahr einher, dass sogenannte „null effects“ oder gar „perverse effects“ bzw. „Boomerang effects“ sich anstelle einer Problemlösung einstellten. Insbesondere letztere verweisen auf ein Verhalten, dass dem Steuerungsziel diametral entgegensteht. Auch nichtintendierte Nebenwirkungen können bei fehlender Treffsicherheit erwartet werden. Hier könnte – so eine im Verlauf der Arbeit weiter zu verfolgende These – ein Abwägungszusammenhang mit der dynamischen Effizienz gegeben sein, den es im Einzelfall zu prüfen gilt.

2.2.1.1.3 Einigungskosten

Ein weiteres Element des Plausibilitätstests der Interventionshypothese betrifft die Einigungskosten. Einigungskosten sind definiert als „diejenigen Kosten [...], die entstehen, um eine analytische Phase der Politikformulierung mit einer Übereinkunft und die Phase der Implementation mit einem erfolgreichen Vollzug abschließen zu können“ (Dose 2008b, 217). Die These lautet, dass jede Intervention ein unterschiedliches Maß an Einigungskosten das anvisierte Steuerungsinstrument betreffend nach sich zieht. Es ist denkbar, dass die Einigungskosten auch von den *institutionellen Bedingungen* abhängen, Nicolai Dose (2008b, 219) spricht relativ unscharf von der „normative[n] Prägekraft von Organisationen und deren Regeln“, in die die Akteure der Regelsetzung eingebettet sind, d. h. die ihr Handeln ermöglichen

und begrenzen. Dies bleibt in Bezug auf die Analyse der Einigungskosten allerdings weitgehend ausgeblendet, weil es nicht darum geht, die Besonderheiten von Einzelfällen zu ermitteln, sondern die Einigungskosten in „mittelfristig stabilen Situationen“ quasi in einem Gleichgewichtsmodell des policy-Design zu modellieren (Dose 2008b, 219). Den Anspruch des Tests reduziert Nicolai Dose (2008b, 213) dahingehend, dass es nicht notwendig sei, „abschließend voraussehen zu können, wie wirkmächtig die verschiedenen Akteure im politischen Prozess sein werden“. Wichtiger sei es hingegen „ansatzweise prognostizieren zu können, welche Ausprägung der Widerstandswillen und dessen Organisierbarkeit haben können“.

Ausgangspunkt für die Prognose der Ausprägung der Einigungskosten in diesem Sinne ist eine Wirkungs- und Änderungsklassifizierung, die bei den Betroffenen und ihren spezifischen Interessen ansetzt. Wobei jede Betroffenenengruppe für sich und mit Bezug auf das zu bewertende Steuerungsinstrument betrachtet werden muss. Diese Wirkungs- und Änderungsklassifizierung stützt sich auf die drei zentralen Policytypen nach Theodore Lowi *distributiv*, *regulativ* und *redistributiv* und leitet von ihnen eine Kategorisierung des Ausmaßes der Veränderung für den jeweils Betroffenen bzw. eine Klassifizierung des erwartbaren gesellschaftlichen Widerstands ab. Demnach sei *distributiv* gleichzusetzen mit schwacher Veränderung und somit wenig Einigungskosten, d. h. schwachem gesellschaftlichem Widerstand. *Regulatorisch* sei gleichzusetzen mit mittlerer Veränderung und somit mit mittleren Einigungskosten, d. h. mittelmäßig ausgeprägter gesellschaftlicher Widerstand. Und *redistributiv* sei gleichzusetzen mit einem hohen Grad an Veränderung und somit mit hohen Einigungskosten und einem hohen zu erwartenden gesellschaftlichen Widerstand (Dose 2008b, 219-221).

Die potentiellen Einigungskosten lassen sich so an einer konkreten Maßnahme festmachen. Neben dem potentiellen Widerstand, der einer Maßnahme entgegenschlagen dürfte, lassen sich durch eine Ergänzung des Analyserahmens auch die potentielle *Widerstandsfähigkeit* und der potentielle *Widerstandswille* der Betroffenen abschätzen. Dazu gilt es die Frage zu stellen, über welche Organisationsfähigkeit der Widerstand der Betroffenen verfügt. Fallen die Kosten und Nutzen, den Widerstand zu organisieren beispielweise beide konzentriert an, dann ist mit einem ausgeprägten Widerstand zu rechnen, weil es den Betroffenen leicht fallen sollte, den Widerstand zu organisieren. Fallen die Kosten und der Nutzen hingegen diffus an, sind die Kosten für den einzelnen nicht zu spüren und ein Nutzen damit auch nicht gegeben, dann ist der potentielle Widerstand als gering einzuschätzen, weil es relativ schwer ist, eine Interessenallianz zu schmieden (Dose 2008b, 223-224).

2.2.1.1.4 Institutionelle Bedingungen

Nicolai Dose (2008b, 166 ff.) strebt darüber hinaus an die institutionellen Bedingungen in die Bewertung des Steuerungsinstruments einzubinden. Unter Institutionen werden nach Douglas C. North „die Spielregeln einer Gesellschaft oder, förmlicher ausgedrückt, die vom Menschen erdachten Beschränkungen menschlicher Interaktion“ verstanden, die die „Anreize im zwischenmenschlichen Tausch, sei

dieser politischer, gesellschaftlicher oder wirtschaftlicher Art“ setzen.⁷³ Grundsätzlich ist es der Anspruch der problemorientierten Steuerungsanalyse die institutionellen Bedingungen *systematisch* zu berücksichtigen (Dose 2008a, 80). Dies würde bedeuten, jede Regel und ihre Wirkung auf das Interaktionsverhalten bzw. die Interdependenzbewältigung im steuerungspolitisch relevanten Zusammenhang zu untersuchen. Nicolai Dose beschränkt seine Ausführungen hierzu weitgehend auf den koordinationszusammenhang, der in dieser Arbeit als Regelsetzungs-Regime bezeichnet wird sowie auf die institutionellen Bedingungen in Deutschland, die er um die institutionellen Bedingungen der europäischen und der internationalen Ebenen ergänzt. Man kann zurecht behaupten, dass die systematische Integration der institutionellen Bedingungen in die handlungstheoretische Steuerungsperspektive zwar begonnen wurde, aber noch ausbaufähig ist. Im Kontext des Ansatzes für ein problemorientiertes Policy-Design wirkt sie noch etwas desintegriert, insbesondere dann, wenn man nach den institutionellen Bedingungen der Problementstehung, d. h. der genauen Konstitution der Problementstehungsstruktur, fragt. In den späteren governance-theoretischen Arbeiten scheint die Integration etwas Form anzunehmen. Hier verweisen Arthur Benz und Nicolai Dose (2010c, 270-272) darauf, dass insbesondere der Wettbewerb ein institutionelles Element darstellen könnte, dass eigendynamische Probleme erzeugen und erfolgreiche politische Steuerung verhindern, kann. Im Rahmen dieser Arbeit gilt es insbesondere hier anzuknüpfen, wie oben bereits ausgeführt wurde.

2.2.1.2 Steuerungsinstrument: materiell-rechtliche Ge- und Verbote

Auf der Grundlage der herausgearbeiteten Thesen, gilt es nun die Plausibilität der Steuerungskonzeptionen zu testen. Weil das Steuerungsinstrument für den Ansatz problemorientierter Steuerung von zentraler Bedeutung ist, hebt Nicolai Dose insbesondere die Bedeutung des vorhandenen instrumentenspezifischen Wissens dafür hervor, die Plausibilität der Maßnahmen zu testen. Das für die vorliegende Arbeit entscheidende Steuerungsinstrument sind die materiell-rechtlichen Ge- und Verbote. Sie sollen hier auch in Bezug auf ihren Einsatzbereich, ihre Erfolgsfaktoren, ihr Verhältnis zu den Bewertungskriterien und den Einigungskosten vorgestellt werden.

2.2.1.2.1 Einsatzbereich

Materiell-rechtliche Ge- und Verbote kommen nicht zuletzt im vollzugsbedürftigen Verwaltungsrecht zum Einsatz. Sie sind von strafrechtlicher Relevanz. Im vollzugsbedürftigen Verwaltungsrecht konstituieren sie ganze sektorspezifische Rechtsgebiete des *Besonderen Wirtschaftsverwaltungsrechts* (Stober und Eisenmenger 2011), u. a. auch das Bankenaufsichtsrecht (Ohler 2012), das im Zentrum dieser Arbeit steht. Materiell-rechtliche Ge- und Verbote werden dort eingesetzt, wo es eine große Zahl von Fällen gleich zu behandeln gilt. Die Verwaltung schließt dann von gegebenen Tatbeständen auf eine programmierte Rechtsfolge. Der zuständige Beamte, beispielsweise ein Polizist, wendet eine abstrakt-generelle Norm auf den gegebenen Einzelfall an, in dem er beispielsweise einen Bescheid ausstellt oder einen

⁷³ Zitiert nach Nicolai Dose (2008b, 166).

Platzverweis erteilt. Der zuständige Beamte kann abhängig von der Rechtsnorm aber auch flexibler agieren. Nicolai Dose (2008b, 248) unterscheidet zwischen sogenannten *strikt-regulativen Ge- und Verboten* und *flexibilisierten Ge- und Verboten*. Letztere zeichne sich dadurch aus, dass die Rechtsnormen entweder auf der Tatbestandsseite oder auf der Rechtsfolgenseite durch *sekundäre Elastizitäten* geprägt sind. Sind sie auf der Rechtsfolgenseite zu finden, dann spricht man in der Terminologie des deutschen Verwaltungsrechts von Ermessen. Sind sie jedoch auf der Tatbestandsseite zu finden, dann spricht man von unbestimmten Rechtsbegriffen. Die sekundären Elastizitäten die letztere nach sich ziehen, entnimmt man den Rechtssätzen der Rechtsnorm. Als sogenannter *Beurteilungsspielraum* gewähren sie dem Vollzugsbeamten einen Handlungsspielraum bei der Konkretisierung der Norm. Nicolai Dose spricht von einem „Delegationsbegriff, mit dem der Rechtsanwender vom Gesetzgeber ermächtigt wird, die betreffenden Normen zu vervollständigen und zu verdeutlichen“. Hervorzuheben ist, dass das auf der Basis von Beurteilungsspielräumen gewährte Handeln der Verwaltung nicht gerichtlich überprüft werden kann, was die sekundären Elastizitäten dieser Art zu Letztentscheidungskompetenzen der Verwaltung macht. Die Unterscheidung zwischen Beurteilungsspielräumen (Tatbestandsseite) und Ermessen (Rechtsfolgenseite) ist allein für das deutsche Verwaltungsrecht von Bedeutung. In anderen Rechtsräumen spricht man schlicht von Ermessen oder *Discretion*, wenn man die Letztentscheidungskompetenzen oder schlicht die Unabhängigkeit bzw. Freiheit der Verwaltung meint. Sekundäre Elastizitäten oder die Letztentscheidungskompetenzen der Verwaltung finden in der Regel dann Anwendung, wenn der Regelungsgenstand sich durch Komplexität auszeichnet, was im Wirtschaftsverwaltungsrecht eher der Fall ist als beispielsweise bei der sozialstaatlichen Leistungsverwaltung. Je komplexer also der Regelungsgegenstand ist, desto weit reichender sind mithin die Letztentscheidungskompetenzen der vollziehenden Verwaltung. Mit der Flexibilisierung soll die notwendige Regelungsdichte verringert werden, um die Verrechtlichung des Feldes zu verhindern.

2.2.1.2.2 Erfolgsfaktoren

Der Erfolg des Einsatzes materiell-rechtlicher Ge- und Verbote, d. h. die Befolgung einer auch flexibilisierten Rechtsnorm, kann über Abschreckung oder durch Selbstbindung erfolgen.

Der Erfolg durch Abschreckung hängt weitgehend davon ab, welche Sanktionen dem Normadressaten bei Erfüllen der die Rechtsfolge auslösenden Tatbestände drohen. Ein zentraler Erfolgsfaktor ist somit die „Rechtsnormbefolgung durch Abschreckung“. Ist Abschreckung gegeben, dann sind die Erfolgsaussichten materiell-rechtlicher Ge- und Verbote sehr gut. Abschreckung wiederum ist dann gegeben, wenn die Wahrscheinlichkeit gewichtet mit der Höhe einer erwartbaren Strafe bekannt ist. Alle Abschreckung lohnt allerdings wenig, wenn die Verwaltung nicht in der Lage oder überfordert ist, die materiell-rechtlichen Ge- und Verbote anzuwenden. Es muss die Kontrolldichte ausreichend sein, um die Abschreckung auf einem stabilen Niveau zu halten. Von Bedeutung ist darüber hinaus der potentielle Nutzen, den der Normadressat davon haben könnte, gegen die Rechtsnorm zu verstoßen. Mit dem Nutzen steige letztlich auch der Anspruch an die Abschreckungswirkung und somit auch an die Kontrolldichte. In Verbindung mit der Verwendung sekundärer Flexibilitäten sind weitere Erfolgsfaktoren zu beachten.

Sekundäre Flexibilitäten begründen Implementationsstrukturen, die sich durch Verhandlungen zwischen der Verwaltung und den Normadressaten auszeichnen. Die Verhandlungen können unterschiedlich intensiv sein. Folgende Gründe sind anzuführen: Erstens ist die Intensität der Verhandlungen abhängig von der Aufgabenangemessenheit der Implementationsstruktur, zweitens vom Beratungsbedarf der Normadressaten und drittens von der Quantität des Personals. Je fragmentierter nun die Implementationsstruktur (nachfolgend die Leistungsstruktur des Regelanwendungs-Regimes) ist, desto schleppender sei auch der Vollzug. Wenn beispielsweise die technische und die rechtliche Kompetenz in einer Vollzugsbehörde getrennt bzw. nicht integriert oder koordiniert sind, dann entstehen zwischen den Kompetenzträgern Kommunikationsschwierigkeiten, die sich in der Dauer des Vollzugs bemerkbar machen. Insgesamt mache die Verwendung von sekundären Flexibilitäten, den Vorgang der Implementation politisch. Beispielsweise gewinnen spezifische Tauschakte zwischen den Behördenvertretern und den Normadressaten im Verhandlungsprozess an Bedeutung, um eine tragfähige Einigung zu erzielen.

Erfolg durch Selbstbindung ist im Gegenteil zur Abschreckung eine Form der Anerkennung der moralischen Grenzen eines spezifischen Deutungszusammenhangs. Moralische Grenzen werden auch als Sozialnormen bezeichnet. Im vorliegenden Fall der materiell-rechtlichen Ge- und Verbote ist anzunehmen, dass die Erwartbarkeit von Selbstbindung an eine möglicherweise flexibilisierte positive Rechtsnorm mit der Bindung an eine soziale Norm steige. Mindestens drei Probleme lassen sich allerdings dieser Aussage entgegenstellen: *Erstens* sei die Bedeutung des Zusammenhanges begrenzt, möglicherweise sei die Selbstbindung an eine soziale Norm eine Frage des Typs, was mit dem Verweis auf das Beispiel des Alkoholikers und der 0,5 Promille-Grenze angedeutet ist. Auch die Selbstbindung brauche Abschreckung und eine „ausreichende Kontrolldichte“ (Dose 2008b, 259). In welchen Fällen sie höher oder niedriger ausfallen dürfen, darüber finden sich keine Informationen. Man kann jedoch annehmen, dass im Sinne der vorliegenden Wettbewerbsthese, die Kontrolldichte und die Abschreckung mit der Wettbewerbsintensität zunehmen müssen. Dies ist insbesondere möglich, weil man *zweitens* einen Verfall moralischer Werte und somit auch einen Verfall bestehender Sozialnormen feststellen müsse.⁷⁴ Ein weiteres Problem sei drittens der Zusammenhang zwischen dem Regelungsbedarf und dem Veränderungsbedarf des „Bereichs“, zu dessen Optimierung man sich anschieke. Die Bereiche mit dem größten Regelungsbedarf unterlägen gleichzeitig einem übermäßigen Veränderungsbedarf. Sie entzögen sich zwangsläufig jeder Wirkung der ohnehin nur sehr schwach ausgeprägten Sozialnormen. Bezogen auf das Umwelt- und Technikrecht seien dies beispielsweise die sozialen Normen „Achtung vor der Natur sowie dem menschlichen Leben und der menschlichen Gesundheit“. Aber nicht nur ihre Allgemeinheit lässt die Bindungskraft materiell-rechtlicher Ge- und Verbote sinken. Renate Mayntz (1979, 72-76) geht davon aus, dass bei der abnehmenden Bindungskraft von Sozialnormen und gleichzeitiger Kompensation des entstehenden Regelungsbedarfs durch Steigerung der Regelungsdichte nicht zuletzt auch die Reaktionsfähigkeit der Normadressaten zunimmt, materiell-rechtliche Ge- und Verbote und die mit

⁷⁴ Dies könnte auch mit dem Wettbewerb zu tun haben.

ihnen entstehenden Handlungskontexte im eigenen Interesse zu manipulieren. Dies bejaht sie vor dem Hintergrund, der Struktur der Normadressaten materiell-rechtlicher Ge- und Verbote. Die Normadressaten seien heute weniger individuelle als vielmehr organisierte und mächtige Unternehmen, die vor allem zu den Vollzugsbehörden gute Beziehungen aufgebaut hätten. Die Interdependenz der Normadressaten untereinander, die im weiteren Verlauf als Indikator für gestiegene Wettbewerbsintensität aufgefasst werden soll, spielt hier noch keine Rolle.

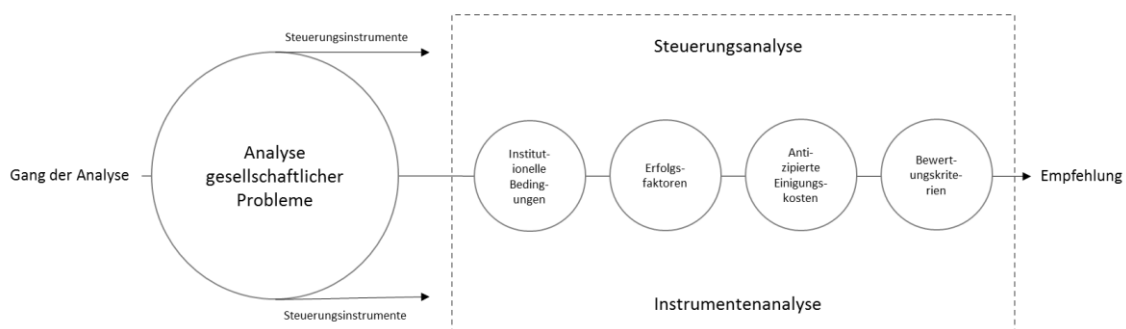
2.2.1.2.3 Problemkategorien, Bewertungskriterien und Einigungskosten

Die materiell-rechtlichen Ge- und Verbote sind das zentrale Steuerungsinstrument des modernen Staats. In Bezug auf die Problemkategorien externe Effekte, Informationsasymmetrien, Unteilbarkeiten und Anpassungsmängel bieten sie einen ursachenadäquaten Lösungsansatz. Materiell-rechtliche Ge- und Verbote seien in Verbindung mit den Bewertungskriterien vor allem in puncto Treffsicherheit und Gefahrenabwehr bei Gegebenheit der notwendigen Erfolgsfaktoren einzusetzen. Die Treffsicherheit sinke allerdings mit dem Grad der Flexibilisierung bzw. des Einsatzes sekundärer Elastizitäten. Nachteile fänden sich jedoch in Verbindung mit den Bewertungskriterien Kosteneffizienz und dynamische Effizienz. Hier seien materiell-rechtliche Ge- und Verbote nicht per se förderlich. Die Einigungskosten, die materiell-rechtliche Ge- und Verbote nach sich zögen, seien abstrakt nicht eindeutig zu bestimmen. Hervorzuheben sei allerdings, dass der Einbau sekundärer Elastizitäten die Einigungskosten senken könne, allerdings auf Kosten der Treffsicherheit, wie richtigerweise nochmals betont werden muss.

2.2.2 ABLAUF EINER PROBLEMORIENTIERTEN STEUERUNGSANALYSE

Im Anschluss an die Ausführungen zur problemorientierten Steuerungsanalyse soll noch einmal kurz ihr Ablauf schematisch dargestellt werden (Abbildung 4).

Abbildung 3: Ablaufdiagramm einer problemorientierten Steuerungsanalyse



Quelle: Eigene Darstellung

Der Ablauf der Steuerungsanalyse ist ein mehrstufiger Prozess, der vor allem eines erforderlich macht: das Vorhandensein von instrumentenspezifischem Steuerungswissen. Dieses Steuerungswissen wird vor allem bei der Analyse des gesellschaftlichen Problems gewonnen, dass es zu regeln gilt. Aber auch das bestehende systematische Wissen die Steuerungsinstrumente betreffend ist entscheidend. Auf

Grundlage der Problemanalyse wird die Steuerungsanalyse vorstrukturiert. Denn das ermittelte Problem verweist auf die Steuerungsinstrumente, die eine ursachenadäquate Problemlösung versprechen.

Ausgehend von der Problemanalyse, die bereits eine ex ante Instrumentenwahl und somit auch eine Bewertung der möglicherweise erfolgten Instrumentenwahl möglich macht, schließen sich weitere Prüfungen der durch den Einsatz der Steuerungsinstrumente intendierten Wirkungsprozesse im Rahmen der oben erklärten Steuerungsanalyse (siehe 2.2.1.1 Analyse der Steuerungskonzeptionen) an. Zu nennen ist insbesondere der Test der Erfolgsfaktoren, die den Einsatz eines Steuerungsinstruments betreffen und für die ein vom Einzelfall systematisch abstrahierendes Steuerungswissen vorliegt. Dies gilt auch für den Test der antizipierten Einigungskosten und den Test anhand der Bewertungskriterien.

Etwas schwieriger ist es, die institutionellen Bedingungen als Faktor für die erfolgreiche problemorientierte Steuerung in die Analyse der Steuerungskonzeptionen einzubringen. Denkbar ist eine Herangehensweise, die sich an den oben besprochenen Regime-Typen – *Markt-Governance-Regime*, *Regelanwendungs-Regime* und *Regelsetzungs-Regime* – orientiert (Kapitel 2.1.2.5) und die dem abstrahierenden instrumentenbezogenem Steuerungswissen ein fallspezifisches, auf Institutionen und Machtverhältnisse rekurrierendes Steuerungswissen entgegensetzt. Der Einbezug der institutionellen Bedingungen in die Analyse verweist dann darauf, dass sich Problemlagen in komplexen Regelsystemen aus einer im Zeitverlauf dynamischen Miko-Makro-Entstehungskonstellation entwickeln. Sie verweist darauf, dass eine historische Perspektive, d. h. die Zeitverlaufsanalyse des Entwicklungsprozesses, der an der fortlaufenden Interdependenzbewältigung abzulesen ist, mögliche Konflikte und Problemlagen offenlegt, die eine reine Instrumentenanalyse nicht zu leisten vermag. Sie könnte im Detail darauf verweisen, wie und warum die Steuerungsadressaten im Markt-Governance-Regime auf den Steuerungsimpuls reagieren, wie und warum sie den neuen strukturellen Grenzen begegnen, welche kreativen Ausweichmanöver sie antizipieren und letztlich praktizieren. Der Wettbewerb bzw. die Konkurrenz zwischen den Anbietern von Gütern fördert Ausweichmanöver der in der Interdependenzbewältigung vereinten Akteure. Dies gilt wohl auch für die Produktion von politischen Gütern, d. h. gesellschaftlichen Problemlösungen, in Regelsetzungs-Regimen. Auch hier ließe sich der präsentierte Analyseschritt der Einigungskosten durch eine auf Institutionen und Machtverhältnisses rekurrierende Perspektive ergänzen. Von zentraler Bedeutung für das Regelanwendungs-Regime ist die endogene Flexibilität der beschlossenen und verwendeten Steuerungsinstrumente, ihre ihnen inhärenten Freiheiten, die sich auf die institutionelle Struktur auswirken und die besagten strategischen Ausweichmanöver erst möglich machen. Auch dies könnte nicht nur für die Markt-Governance-Regime, sondern auch für die Regelsetzungs-Regime von Bedeutung sein.

2.2.3 BEMERKUNGEN ZUR WAHL DES STEUERUNGSANSATZES

Nicolai Dose geht es mit seinem Steuerungsansatz um die rationale Wahl des problembedingt „besten“ Steuerungsinstruments bzw. Instrumentenbündels. Der Ansatz will ausgehend von einem systematischen problem- und instrumentenbezogenen Wissen vor allem einen Analyserahmen für die praktische

Begleitung des Politikformulierungs- und Politikentscheidungsprozesses sein. Parallel zum Formulierungsprozess soll der Ansatz den politischen Akteuren eine Grundlage zur präskriptiven ex ante-Bestimmung eines Steuerungsinstruments bzw. Instrumentenbündels bieten, das geeignet ist, das gesellschaftliche Problem zu beheben. Anders als die ex ante-Bestimmung steht vor dem Hintergrund der Erfahrung der gesamtgesellschaftlich folgenreichen Krise im Interbankenmarktsystem die Bewertung eines bereits beschlossenen Instrumentenbündels im Mittelpunkt. Zu einer solchen ex post-Bestimmung ist der Ansatz ebenso gut geeignet.

Zum Zweck der Ermittlung der Ursachenadäquanz des im Rahmen des Baseler Prozesses beschlossenen Instrumentenbündels entfalten zwei Teilaspekte ihren spezifischen Analysewert: Die Steuerungskonzeptionsanalyse als auch das instrumentenspezifische Wissen über die materiell-rechtlichen Ge- und Verbote. Beide helfen die Wirkung der Baseler Eigenkapitalregulierung zu bewerten. Beide finden sich in der Arbeit zur Analyse des beschlossenen Instrumentenbündels eingesetzt.

Von großer Bedeutung für die Wahl des Ansatzes ist jedoch vor allem, dass mit ihm das oben definierte Gemeinwohl als Steuerungsziel untersucht werden kann. Diese Perspektive ist für die politische Wissenschaft von großem Wert, werden gesellschaftliche Problemlagen doch meist aus ökonomischer Sicht interpretiert. Mit dem Ansatz bietet sich ein verwaltungs-, rechts- und politikwissenschaftlich geprägter Blick auf Problemlagen, der ökonomische Analysen nicht ignorieren, sie allerdings freier verwenden lässt. Mit dem Ansatz lässt sich auf eine kombinierte interdisziplinäre Analyse aufbauen, dabei ein neues Steuerungswissen erzeugen, das zwingend Problemlösungswissen sein muss. Mit dem Ansatz soll versucht werden zu verstehen, wie Prozesse oder Strukturen in politisch-administrativen Systemen (Steuerungs-Regimen), vor allem aber in komplexen Problemstellungskontexten (Markt-Regimen) im Sinne der Gesellschaft verbessert werden können. Dabei gilt es jedoch deutlicher als der Ansatz für ein problemorientiertes Policy-Design vorsieht, die in der Struktur angelegten Handlungsrationitäten der an der Problemstellung und der Problemlösung beteiligten Akteure Rechnung zu tragen. Es gilt die Wirkung der beschlossenen Instrumente deutlicher an der Struktur des Problemstellungszusammenhangs zu messen. Dabei kommt der zentralen Problemkategorie der Wettbewerbsintensität eine der Governance-Forschung entlehnte, zentrale Bedeutung zu.

Und auch darüber hinaus bleibt die Anwendung des Analyserahmens nach Nicolai Dose partiell, wenngleich er die Struktur der Gesamtanalyse vorgibt. Dies betrifft insbesondere die Problemanalyse und ihren Link zur Wahl des problemadäquaten Steuerungsinstruments im Rahmen der wohlfahrtsökonomisch angeleiteten Problemanalyse.

Bei der Analyse des gesellschaftlichen Problems ist darauf zu verweisen, dass der vorliegende Fall sich durch ein komplexes Problem auszeichnet, dessen prozessuale bzw. dynamische Entstehung hervorzuheben ist. Um die Struktur dieses Problems adäquat zu fassen, muss die Problemanalyse verfeinert werden. Es ist schwer anzunehmen, dass insbesondere ein komplexes gesellschaftliches Problem auf der Grundlage einer einzelnen Problemkategorie hinreichend erklärt werden kann. Entsprechend gilt es, was

Nicolai Dose – wie angedeutet – selbst als Möglichkeit begreift, mehrere der zur Auswahl stehenden wohlfahrtsökonomischen Problemkategorien in Analyse des komplexen Problems zu integrieren. Die Analyse baut auf die Problemkategorie der negativen externen Effekte auf, um die darüber hinaus gehenden Ursachen dieses zeitläufigen Allokationsproblems mit Hilfe der anderen Problemkategorien her-zuleiten.

Die wohlfahrtsökonomisch orientierte Herangehensweise liefert dabei ohne Zweifel sehr gute Ansatzpunkte, kann aber zur angemessenen Problemdurchdringung des komplexen gesellschaftlichen Problems der Krise an den Finanzmärkten nicht die notwendige Detailtiefe bieten. Notwendigerweise muss eine neue strukturelle Problemkategorie entwickelt werden, um die Problemstellung adäquat zu erfassen: die Wettbewerbsintensität. Die Struktur der Wettbewerbsintensität erklärt das in der Problemstellungstruktur weithin zu beobachtende Verhalten der Strukturausbeutung.

Aus einer an der Integration institutionen- und machttheoretischer Argumente interessierten analytischen Herangehensweise an politische Steuerung und ihre Wirkung muss die wohlfahrtsökonomisch orientierte Herangehensweise dahingehend verfeinert werden, dass die Problemkategorien Informationsmängel und Marktmacht Teil einer Analyse werden, die auf Gelegenheitsstrukturen verweist, die bei gegebener Wettbewerbsintensität von den Akteuren nutzenmaximierend exploriert werden. Die Problemkategorie der negativen externen Effekte ist dabei sicherlich relevant, zeigt aber allenfalls den dynamischen, sich im Zeitverlauf entwickelnden Grundcharakter des gesellschaftlichen Problems an. Sie zeigt an, dass eine im Zeitverlauf wiederholt getroffene „Entscheidung“, d. h. die Produktion eines für die Allgemeinheit umweltschädlichen Produkts oder die fortlaufende Nichtrevision eines für die Zukunft der Allgemeinheit problembehafteten politischen Programms, höchst problematische Folgen für ein Gemeinwesen und seine politische Ordnung zeitigen kann, die allerdings wiederum vor dem Hintergrund anderer möglicher Problemursachen kontingent sind bzw. sich einfach nur weniger dynamisch entfalten.

Die wohlfahrtsökonomisch angeleitete Problemanalyse kann vor diesem Hintergrund zwar helfen, eine Problemursache ausfindig zu machen und gegebenenfalls auch eine adäquate Instrumentalisierung abzuleiten. Um allerdings komplexe Problemlagen erfassen zu können, muss sie, wie in Kapitel 4 gezeigt wird, um die Problemkategorie der Wettbewerbsintensität verfeinert werden, die neues Steuerungs-wissen sowohl in Bezug auf ein mögliches Markt- aber auch in Bezug auf ein mögliches Steuerungs-versagen liefern kann bzw. auf die enge, sich gegenseitig bedingende Verbindung von Markt- und Steuerungsversagen verweist. Die Problemkategorie der Wettbewerbsintensität besitzt über weitgehende Anknüpfungspunkte an die vier gängigen wohlfahrtsökonomischen Problemkategorien, insbesondere aber auch an die Problemkategorie der Anpassungsmängel, die früher den heute nur noch rudimentär bzw. in die Gleichgewichtspreisfixierung eingebetteten Sachverhalt des ruinösen Wettbewerbs kannte (siehe 4.1.4). Sie verfügt aber auch – wie oben gezeigt – über weitgehende Anknüpfungspunkte an die Governance-Forschung und ihren dreidimensionalen Analyserahmen.

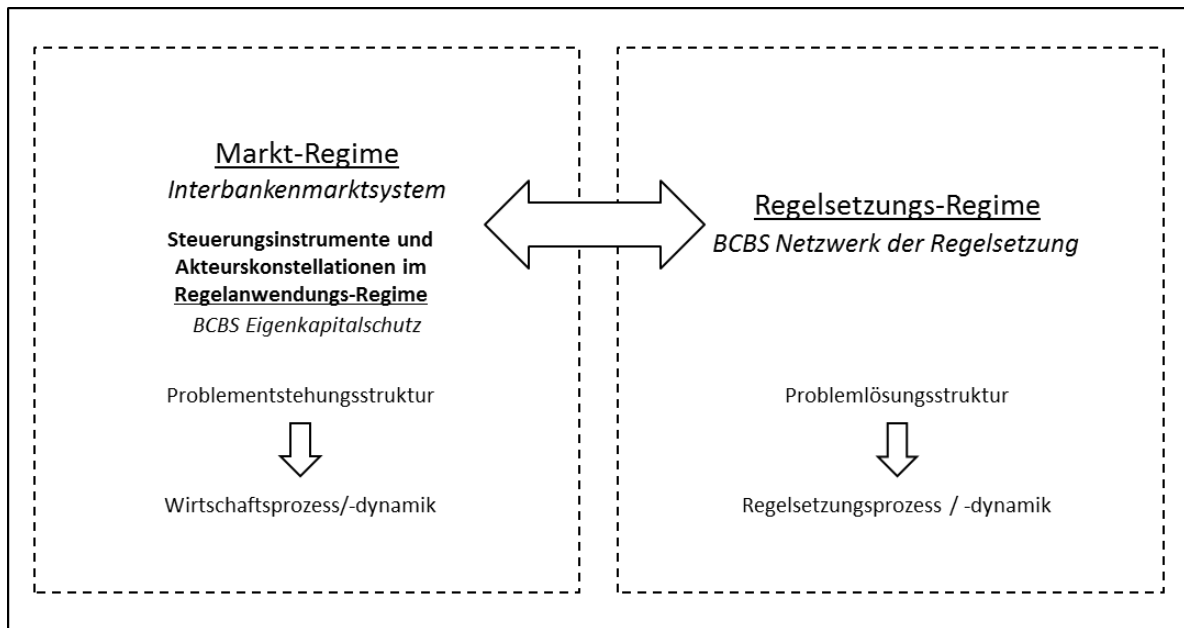
Grundlegend für die Verfeinerung der Problemanalyse und die Möglichkeit neues Steuerungswissen rund um das Strukturproblem des Wettbewerbs bzw. der Wettbewerbsintensität zu erzeugen, ist, dass die handlungstheoretisch geprägte Steuerungsanalyse mit der institutionenanalytischen Perspektive der Governance-Forschung kombiniert werden kann. Die Steuerungsanalyse nach Nicolai Dose kann als Teil einer weiterentwickelten Governance-Forschung angewendet werden, die die Mikro-Makro-, d. h. Struktur-Prozess-Systematik gesellschaftlicher Dynamik ernst nimmt und somit das Objekt politischer Steuerung als einen strategisch handelnden, mit dem Staat weitgehend eigenständig interagierenden Akteur fasst. Hiermit wird der handlungstheoretische Steuerungsansatz für die Einbeziehung neuer, aus umfassenden Einzelfallanalysen gewonnener Erkenntnisse über gesellschaftliche Problemlagen sensibilisiert, die über die Zeit hinweg entstanden sind, und deren bestehende Regelung möglicherweise selbst ein Teil der Ursache darstellt, weil sie strategisches Handeln der Normadressaten erst möglich macht. Dies ist besonders gut möglich, wenn man davon ausgeht, dass alle Interaktionen durch die Governance-Mechanismen der Beobachtung, Anpassung und Verhandlung geprägt sind, und dass ihr Auftreten auf das Mikroverhalten der in einem institutionellen Makrorahmen agierenden Akteure verweist. Es ist besonders gut möglich, wenn man davon ausgeht, dass mit zunehmendem institutionellen Wettbewerb sich die wechselseitigen Interaktionen der Regime-Anwender strategischer, professioneller und kreativer, d. h. in der Summe dynamischer, in Bezug auf das Gewinnen von individuellen Wettbewerbsvorteilen und damit weg von einem ernstzunehmenden überindividuellen Verantwortungs-bewusstsein bzw. einem ebensolchen Problemlösungswillen entwickeln. Darüber hinaus ist es aber auch sehr gut möglich, dass eine solche Erweiterung des Ansatzes politikfeld- und problemspezifisch nicht nötig ist; es also Sinn macht, den Ansatz ohne jede erweiternde Komplexisierung anzuwenden.

2.3 WEITERENTWICKLUNG DER THEORIE

2.3.1 ANALYTISCHE DIFFERENZIERUNG: MARKT-, REGELANWENDUNGS- UND REGELSETZUNGS-REGIME

Drei sogenannte Governance-Regime bilden im Anschluss an die obigen Ausführungen den Rahmen für die weitere Analyse: Erstens das Markt-Governance-Regime (Interbankenmarktsystem) als Problemstehungsstruktur, zweitens das Regelanwendungs-Regime (BCBS Eigenkapitalschutz-Regime) als ein spezieller Teil der Problemstehungsstruktur und drittens das Regelsetzungs-Regime (BCBS Mehrebenensystem bzw. Netzwerk der Gesetzgebung) als Problemlösungsstruktur. Sie alle beschreiben spezifische Strukturen, in denen Akteure handeln. Sie alle sind miteinander verzahnt. Das bedeutet, zwischen ihnen bestehen Abhängigkeiten (Abbildung 2).

Abbildung 4: Verzahnung von Regime-Typen in der policy-analytischen governance-Forschung



Quelle: Eigene Darstellung

Markt- oder Produktions-Regime (Interbankenmarktsystem): Markt-Regime sind im Folgenden als komplexe Regelsysteme, mit Renate Mayntz (2007, 80) als *Produktionssysteme* oder *Produktionsregime* zu verstehen. Markt-Regime beschreiben einen Interaktionszusammenhang verschiedener Governance-Formen bzw. Arenen, die sich durch die Dominanz der Governance-Form Wettbewerb auszeichnen, die allerdings aus ordnungspolitischer Sicht in die hierarchischen Arenen des Staates eingebettet finden, d. h. zumindest den Schatten der Hierarchie in Haftungsfragen ernst nehmen müssen, und so auf der Grundlagen der gewährleisteten Marktfreiheiten einen Leistungswettbewerb erzeugen, der die Allokation auch hinsichtlich dynamischer Ansprüche effektiv gestaltet und somit keine Problementstehung zulassen dürfte. Markt-Regime sind als verbundene Wettbewerbe und somit als Problementstehungsstrukturen allerdings von einer problematischen Eigendynamik der marktförmig konkurrenzialen Interdependenzbewältigung geprägt, wenn ihr hierarchischer Schatten abhängig von der Komplexität des Koordinationszusammenhangs schwächer geworden ist. Traditionell ist die Komplexität von Produktionsregimen oder Markt-Governance-Regimen abhängig von der Produktverfassung und der Marktstruktur eines Sektors, weil beide sich traditionell auf die Aufgabenwahrnehmung des Staates als Ordnungsgestalter auswirken und ausgewirkt haben (Kapitel 4). Mit der dahingehenden Auffälligkeit ihrer institutionellen Strukturen gewinnen Produktionsregime an *Staatsnähe* und somit auch an Komplexität, denn Staatsnähe geht einher mit gewachsenen Steuerungstraditionen, d. h. mit einer gewachsenen regulatori-

schen Verflechtung zwischen dem Staat und dem jeweiligen Sektor, die zusammengenommen das Produktionssystem konstituieren.⁷⁵ Vor dem Hintergrund eines auf Handlungsfreiheiten basierenden Marktwettbewerbs können in Markt-Regimen aus analytischer Sicht insbesondere folgende Arenen der Interaktion miteinander verbunden sein: Erstens, die Unternehmen als hierarchische Organisationen, die in den Marktwettbewerb eingebettet sind und deren Verhalten vom Marktwettbewerb geprägt wird. Zweitens, die Unternehmen als Organisationen, deren interne Komplexität (Corporate Governance) bei gleichzeitiger Intransparenz atemberaubend groß sein und sich nicht zuletzt durch die Implementation leistungsorientierter Vergütungssysteme dynamisch auf den Marktwettbewerb auswirken kann – die marktdominanten Konglomerate zeichnen sich vor allem auch durch die Existenz interner quersubventionierter Märkte aus. Drittens, die Arenen der Selbstregulierung des Marktes, die staatliche Regulierung in die Hände nutzenmaximierender Unternehmen legen, wobei es hier zwischen zwei Arenen zu unterscheiden gilt. 1.) Arenen, in denen in Form eines dominanten privaten Netzwerks Standards gesetzt werden, die allen eine gemeinsame Wettbewerbsgrundlage bilden sollen.⁷⁶ Und 2.) Arenen, deren Steuerungsleistung durch ein staatlich gefördertes Unternehmen gewährleistet wird. Und viertens die Regeln, die von den nationalen (und falls vorhanden) internationalen Behörden und Behördenverbänden (bzw. Aufsichts- und Aufsichtsverbänden) angewendet werden und die nach klassischer Vorstellung marktwirtschaftliche Dynamik im Sinne des Gemeinwohls durch formal legitimierte Regulierung und Aufsicht kontrollieren und gegebenenfalls bremsen sollen.

Regelanwendungs-Regime (BCBS Eigenkapitalschutz-Regime): Mit dieser Kategorie wird der Blick auf einen besonderen Ausschnitt von Produktionsregimen bzw. von Markt-Regimen gelenkt: Auf ihre politische Steuerung bzw. die Anwendung der beschlossenen Regeln, die von den nationalen oder transnationalen Aufsichtsbehörden angewendet werden und die die marktwirtschaftliche Dynamik im Sinne des Gemeinwohls kontrollieren bzw. bremsen sollen. Der Zuschnitt ist dabei abhängig vom Forschungsinteresse. Im Fall der vorliegenden Arbeit sind es die Regeln des Baseler Eigenkapitalschutzes. Für eine Analyse von politischer Steuerung scheint mir eine solche Zuspitzung auf einen Teil der Interaktionskonstellation essentiell. Dabei darf jedoch der Bezug der Steuerungsinstrumente zu ihrer Umwelt bzw. zum Problemstellungskontext nicht außer Acht gelassen werden. Ist es doch das Ziel ein Instrument oder ein Instrumentenbündel (siehe Kapitel 2.2) mit Blick auf das Handeln der Akteure im Produktionsregime zu analysieren. Einiges spricht somit dafür, dass das Regelanwendungs-Regime mit den Implementationsnetzwerken nach Lester M. Salamon (2002a, 6; 2002b, 601) identisch ist, die ihm zufolge

⁷⁵ Siehe hierzu bspw. Renate Mayntz (2007), die drei unterschiedlich komplexe Märkte bzw. Wirtschaftssektoren vergleicht: Internationalen Tourismus, Telekommunikation und Pharmaindustrie. Produktionsregime können aber durchaus auch solche Leistungsstrukturen umfassen, die je nach der Erwartungshaltung an den Staat und seine Tätigkeit eher hoheitsrechtlichen Charakter haben. Wettbewerb und Dynamik kann hier schon im Rahmen einer deutlich geringeren Verbundenheit negative Effekte auslösen. Diese Produktionsregime sollen hier aber ausgeblendet bleiben.

⁷⁶ Verwiesen sei hier mit Bezug auf das Interbankenmarktsystem auf die zahlreichen Referenzzinssätze, die in Komitees, bestehend aus ausgewählten Banken, regelmäßig neu bestimmt wurden.

mit der Verwendung neuer Steuerungsinstrumente entstanden sind, als die klassische direkte Leistungserbringung durch den Staat einer komplexen öffentlich-privaten Netzwerkstruktur der administrativen Leistungserbringung gewichen ist: einem komplexen Regelanwendungs-Regime.⁷⁷ Marktversagen und Steuerungsversagen gehen demnach Hand in Hand.

Komplexe Regelanwendungs-Regime sind jedoch nicht zwingend als schwache Hierarchien und Verhandlungen zu bezeichnen. Sie bergen allerdings die Gefahr, eine solche Struktur zu entwickeln. Komplexe Regelanwendungs-Regime liegen für die Governance-Forschung insbesondere dann vor, wenn die Praxis der kooperativen Verwaltung die Interdependenzbewältigung bei der Regelanwendung prägt; wenn also private und öffentlich-rechtliche Akteure, die naturgemäß in unterschiedliche Arenen eingebettet sind und auch unterschiedliche Handlungsrationitäten verfolgen sollten, die Anwendung der Regeln gleichberechtigt, d. h. im Sinne der Governance-Terminologie auf verbundene Weise, verhandeln und wenn der eigentlich starke Schatten der Hierarchie das Verhandeln prägt. Abhängig ist dies ganz grundsätzlich von der *endogenen Flexibilität*, d. h. der Unbestimmtheit, der anzuwendenden Regeln, die im Bereich des Rechts und der rechtsstaatlichen Regelanwendung einen grundsätzlich wenig störungsanfälligen und demokratiekompatiblen Rahmen möglich machen, ihn aber dann nicht zwingend bereitstellen, wenn sie den staatlichen Kontroll- und Aufsichtsbehörden Letztentscheidungskompetenzen überlassen, die diese mit den Normadressaten verhandeln, die somit ebenfalls über Teilhabefreiheiten manchmal gar Letztentscheidungskompetenzen bei der Regelanwendung verfügen (Kapitel 5). Jedenfalls bewältigen folgende Akteure hier ihre Interdependenz auf eine Weise, die die Wahrscheinlichkeit senkt, dass einem gemeinwohlorientierten Gestaltungswillen entsprochen wird: Erstens die Unternehmen, zweitens die Verbände und drittens die Aufsichtsbehörden, die zunehmend an Unabhängigkeit von ihren Prinzipalen gewinnen.

Regelsetzungs-Regime (BCBS Regelsetzungs-Regime): Mit diesem dritten zentralen Arenenverbund, der im Rahmen einer governance-analytischen Steuerungsforschung besprochen werden muss, tritt der Verbund der Akteure in das analytische Interesse, die die Entscheidungen und insbesondere die Inhalte einer politischen Steuerung verhandeln. Es tritt – wenn man so will – der Teil des Policy-Zyklus in den Vordergrund, in dessen Rahmen die später anzuwendenden Steuerungsinstrumente auf die Agenda gesetzt, ausgearbeitet und beschlossen werden. Im traditionellen Sinne der politikwissenschaftlichen Policy-Analyse ist der Untersuchungsgegenstand hier die Problemlösungsstruktur, d. h. beispielsweise das politisch-administrative System, das durchaus auch ein komplexes Governance-Regime darstellt. Die traditionellen politisch-administrativen System haben aber in vielen Politikfeldern deutlich an Komplexität dazugewonnen, seit auch hier im Rahmen der Transnationalisierung der politischen Problemlösung die Anzahl der Akteure gestiegen und die sie ordnenden hierarchischen Regeln weniger wirksam sind

⁷⁷ Lester M. Salamon spricht in mehreren Arbeiten davon, dass die neuen Steuerungsinstrumente öffentlich-private Implementationsnetzwerke erzeugen, die man als politische Ökonomien verstehen könne (vgl. Salamon 1981, 264; Salamon 2002a, 2). Siehe hierzu Abschnitt 2.1.1.3.

bzw. auf den entsprechenden Ebenen nicht gelten bzw. die auf den entsprechenden Ebenen vorzufindenden Regeln gering sind, Stabilität also auch hier durch Netzwerke und Vertrauen geprägt wird. Die im Kontext des Regime-Musters der verbundenen Wettbewerbe ebenfalls nur noch vor dem Hintergrund einer schwachen Hierarchie verhandelnden Akteure setzen sich erstens aus den Unternehmen und ihren Interessenvertretungen, zweitens den Unternehmensberatungen und Anwaltskanzleien, die zunehmend an Einfluss auf den Regelungsprozess gewinnen, sowie den jeweiligen politischen und administrativen Mandatsträgern der Leitungs- und Ausführungsebene von Parteien und Behörden zusammen. Im Rahmen transnationaler Governance, d. h. beispielsweise re-regulatorischer Interdependenzbewältigung, findet sich zudem ein enges Geflecht aus jeweils nationalen und transnationalen Organisationen, die sich aufwendig beispielsweise über informelle Vorverhandlungen koordinieren müssen. Es ist zu vermuten, dass der Policy-Zyklus zu einem hochgradig strategisch geführten Prozess degeneriert, der von multiplen Wettbewerben überlagert wird. Zentral ist sicherlich auch hier der Marktwettbewerb, der die zu regulierende Industrie und ihre Verbände auf Konfrontationskurs zu allzu weitgehend umverteilenden Gesetzen gehen lässt. Denkbar ist aber auch, dass der zwischen den hierarchischen Staatsorganisationen zunehmende *Standort-, Staaten- oder Systemwettbewerb* die Verhandlungen überlagert. Und das die zunehmend an Unabhängigkeit von der Leitungsebene gewinnenden Verhandlungsführer in den Gremien sich von den privatwirtschaftlichen Akteuren auf Kosten einer effektiven Gemeinwohlausrichtung der zu beschließenden Regeln vereinnahmen lassen, was letztlich die Unwirksamkeit von politischem Handeln nach sich zieht – mit allen für die Repräsentation und die Akzeptanz einer politischen Ordnung so wichtigen staatslegimatorischen Konsequenzen, die ihre Folgen auch erst im Zeitverlauf offenbaren (Kapitel 7).

2.3.2 STRUKTURPROBLEM: WETTBEWERBSINTENSITÄT, INTENSIVER WETTBEWERB

Der Begriff der Wettbewerbsintensität bzw. des intensiven Wettbewerbs ist entscheidend für eine Steuerungsforschung, die Struktur und Aktion miteinander verbindet. Wettbewerb als Strukturelement dynamisiert das Handeln der sogenannten Struktur Anwender. In der Governance-Forschung spricht man – wie oben gezeigt – auch von verbundenen Wettbewerben.

Zuerst einmal sei gesagt, dass das Muster verbundene Wettbewerbe in Mehrebenensystemen oder Governance-Regimen für eine erhöhte Wettbewerbsintensität steht. Es beschreibt aus der Sicht dieser Arbeit eine Strukturdynamik. Aus einer marktzentrierten Sicht ist Wettbewerbsintensität die Geschwindigkeit, mit der Konkurrenten die zwischen ihnen immer wieder entstehenden Ungleichheiten zu nivellieren versuchen (Kantzenbach 1966, 39-40). Wettbewerbsintensität ist damit die Geschwindigkeit bzw. die Dynamik der Abfolge von *Vorstoß und Imitation*, wobei beides die *Wahrnehmung von Freiheit* (Kirchhof 2005, 55) als instrumentelle Wahrnehmung von Gelegenheiten beschreibt (Hickerson 1984)⁷⁸,

⁷⁸ Nach Steven R. Hickerson (1984) darf Freiheit nicht allein als Abwesenheit von Zwang, d. h. als negative Freiheit, definiert werden. Vielmehr betont er den möglichen Erkenntniswert einer positiven Freiheit. Die positive

die der einzelne Akteur erkennen muss und die in eine dynamische Abfolge von Prozessen mündet, in denen es anerkannte Gewinner und Verlierer gibt. Wettbewerbsintensität beschreibt also eine notwendige Dynamik des kreativen und reaktiven Handelns, einen Handlungsdruck bzw. Handlungszwang, der im härtesten Fall als „Überlebenskampf“ beschrieben werden kann und damit an klassische Evolutionstheorien darwinscher Prägung erinnert. Wettbewerbsintensität reizt strategische, opportunistische und/oder nutzenmaximierende Verhaltensweisen an, die aus einer individuellen Sicht rational erscheinen mögen (Hasse und Krücken 2013). Wettbewerbsintensität reizt dazu an, die Suche nach den Freiheiten zu intensivieren bzw. zu professionalisieren, die im Rahmen eines Regelsystems herrschen, in das die Konkurrierenden eingebettet sind. Wettbewerbsintensität motiviert dazu, Regeln und Normen auszuweichen bzw. sie kreativ und reaktiv aus Eigeninteresse zu umgehen. Wettbewerbsintensität kann dabei negative externe Effekte erzeugen, die im Zeitverlauf gesellschaftliche Problemlagen nach sich ziehen. Wettbewerbsintensität kann gesellschaftlich *ruinös* wirken.

Die Frage allerdings ist, was die Wettbewerbsintensität einer Prozesskonstellation strukturell gesehen beeinflusst. Was macht eine wettbewerbsintensive und insbesondere eine ruinös wettbewerbsintensive Struktur aus? Nicht zuletzt wiederum mit Charles Darwin ließe sich hier auf die strategische Interdependenz⁷⁹ und damit mindestens die gegenseitige Wahrnehmung der miteinander verbundenen Akteure bzw. Arenen verweisen, die um knappe Ressourcen oder die Meinungshoheit ein Problem betreffend konkurrieren. Wettbewerbsintensität stiege mit dem Interdependenzgrad also genau so lange an, bis die Interdependenz nicht mehr existiert – marktstrukturanalytisch gewendet: bis das Monopol oder die Alleinherrschaft eintritt. Die modelltheoretische Krux allerdings ist, dass Wettbewerbsintensität durch andere Governance-Formen (Netzwerk, Hierarchie) der Interdependenzbewältigung abgeschwächt werden kann und das eine solche Abschwächung umso wahrscheinlicher wird, je weniger Akteure miteinander konkurrieren. Hier sei auf das Beispiel des Parteienwettbewerbs im deutschen Verbundföderalismus verwiesen. Solange die Bundesrepublik Deutschland es mit einem konzentrierten Parteiensystem zu tun hatte, fand sich der Parteienwettbewerb durch klare Mehrheitsverhältnisse, aber auch durch Beziehungen zwischen den Mandatsträgern so geschwächt, dass seine Funktionalität gewährleistet war. Mit Zunahme der konkurrierenden Parteien änderte sich das Bild. Absprachen sind seither schwieriger geworden und auch historisch gewachsene Bünde zwischen einzelnen Mitgliedern der Parteien finden sich seltener, wodurch die notwendigerweise ausgetragenen Positionskämpfe um Entscheidungen

Freiheit ist eine instrumentelle Freiheit, die abhängig von Informationen bzw. Wissen und Macht eingesetzt werden kann. Das Besondere einer solchen instrumentellen Freiheit ist, dass sie sich dynamisch entwickeln kann. Sie hat evolutiven Charakter.

⁷⁹ Laut dem „Handbook of Organizational Design“ (Nystrom und Starbuck 1984) ist strategische Interdependenz die gegenseitige Abhängigkeit von Organisationen im Wettbewerb. Sie beginne mit der gegenseitigen Kenntnissnahme („mutual awareness“) (Pennings 1984, 433). Für Johannes M. Pennings (1984, 434) navigieren strategisch interdependente Organisationen, die zusammen einen Markt konstituieren, „between the Scylla of cutthroat competition and the Charybdis of group marriages of reason“, d. h. zwischen Wettbewerb und Kooperation. Die strategische Interdependenz sei im Oligopol am größten (siehe auch Abschnitt 4.1.4): „When there are few competitors, each has the ability to influence market parameters such as price. Each competitor is constrained by this ability of its rivals and, therefore, becomes strategically dependent on them“ (Pennings 1984, 436).

marktförmiger werden, d. h. an Transaktionen bzw. Tauschgeschäfte und weniger an inhaltlich Kompromisse erinnern (Lehmbruch 1976; Kropp 2010, 61-81). Ein ähnlich gelagertes Beispiel ist das klassische Bankgeschäft. Hier wurde die Konkurrenz zwischen den hoch konzentrierten Banken durch feste Beziehungen zu den Klienten entdynamisiert. Ungeschriebenes Gesetz war, dass es die sogenannte Hausbank eines potenziellen Kunden anzuerkennen gelte. Die Banken konnten sich ihrer Kunden oder Klienten also weitgehend sicher sein (Relationship Banking). Im rheinischen Kapitalismus findet sich dieses Modell gar noch durch ein enges Geflecht an Beteiligungen zwischen den Banken und den Unternehmen verstärkt. Mit Wegfall der Möglichkeit sich einer – in den Worten Joseph A. Schumpeters (2010 [1939], 104) – Überwindung von Wettbewerbsintensität durch wechselseitige *Vertrustung*⁸⁰ hinzugeben, steigt folgerichtig die Notwendigkeit Vorsprünge der Konkurrenten nivellieren zu müssen, d. h. sich der Abfolge von Vorstoß und Imitation professionell hinzugeben. Sind die Produkte bzw. Techniken, die die Fähigkeit zum Vorstoß und damit das Merkmal für *Wettbewerbsfähigkeit* darstellen, leicht zu imitieren, was im Bereich der Finanzwirtschaft weitgehend gegeben ist, insofern die gehandelten Produkte durch Einträge in Computersystemen dokumentierte Vertragsabschlüsse darstellen, dann lässt sich von einer Neigung zur hohen Wettbewerbsintensität sprechen.

Vor diesem Hintergrund ist Leistungswettbewerb als eine Wettbewerbsintensität zu beschreiben, die möglicherweise gehemmt durch andere Governance-Formen, eine in gewissem Maße dynamische, langfristig allerdings stabile und kontrollierbare Koordinationskonstellation erzeugt. Stützt man sich nur auf den Wettbewerb als Koordinationsmechanismus, ohne dass den Konkurrenten Möglichkeiten gewährt werden, gegenseitiges Vertrauen aufzubauen und zu erhalten, dann ist das Entstehen negativer externer Effekte wahrscheinlich. Dies kann strukturell bedingt bereits unausweichlich sein, wenn der Verursacher negativer externer Effekte⁸¹ bereits weiß, dass er die Folgen nicht zu tragen hat.

⁸⁰ Der Begriff *Vertrustung* steht synonym für Vermachtung. Er schließt alle netzwerkartigen Kartellierungspraxen ein, die eine Abweichung vom „Wettbewerbskapitalismus“, eine Tendenz zur Vermachtung im Sinne des engen Marktmarkt-begriffs (vgl. Abschnitt 4.1.3) beschreiben.

⁸¹ Zum Begriff vgl. Abschnitt 2.2.1.1.1 und Abschnitt 4.1.1.

3. PROBLEMANALYSE I: DEALER-ELITEBANKEN UND INTERBANKENMÄRKTE – DAS INTERBANKENMARKTSYSTEM

„Eigendynamische Prozesse sind komplizierte empirische Vorgänge; das Ineinandergreifen und Umkehren von Ursache und Wirkung, die zirkuläre Stimulation zwischen Aktion und Reaktion, verstärkende bzw. hemmende Rückschleifen lassen sich oft nur durch detaillierte empirische Feinarbeit herausfinden“, schreiben Renate Mayntz und Birgitta Nedelmann (1987, 652). Eine solche empirische Feinarbeit wird im nachfolgenden Kapitel angestrebt. Es soll hier die eigendynamische und systemdestabilisierende Entwicklung der Dealer-Elitebanken und des Interbankenmarktsystems beschrieben werden. Die Analyse der Ursachen der Finanzkrise steht dabei noch etwas im Hintergrund. Sie folgt im 3. Kapitel. Hier gilt es vielmehr die empirisch beobachtbaren technischen bankenwirtschaftlichen Veränderungsprozesse zu beschreiben, die konstitutiv für das gesamtgesellschaftliche Makroereignis *Finanzsystemkrise* gewesen sind, aber nicht erklären, warum die Dealer-Elitebanken handelten, wie sie letztlich im Vorfeld der Finanzkrise gehandelt haben.

Das nachfolgende erste Kapitel der Problemanalyse ist in drei Teile geteilt: Erstens (3.1) die Entstehung der Dealer-Elitebanken. Ein Organisationstyp, der in den USA herrschenden institutionellen Bedingungen entsprungen ist. Institutionelle Bedingungen, die kompetitive Dynamik erzeugen und den Geschäftsbanken bereits im 19. Jahrhundert eine besondere Kreativität abverlangt haben. Zweitens (3.2) die Interbankenmärkte als *alternative* Finanzierungsmärkte. Die Interbankenmärkte als Märkte für das marktformige Passivmanagement der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden, deren dynamische Weiterentwicklung die *Dealer-Elitebanken* zu geldschöpfenden quasi-Börsen in einem von den nationalen Zentralbankensystemen zu unterscheidenden exklusiven Interbankenmarktsystem werden ließ. Und drittens (3.3) die Zusammenfassung der Ergebnisse der ersten beiden Abschnitte mit Rückblick auf die jüngste Finanzkrise und mit Blick auf das *Systemrisiko im Interbankenmarktsystem*. Auf der Basis einer Differenzierung zwischen Symptom und Ursache wird die Destabilisierung des Interbankenmarktsystems durch die Ausweitung des finanzwirtschaftlichen Innengelds als wettbewerbsbedingte Entwicklung der Kombination aus Dealer-Elitebanken und Interbankenmärkten für das sich anschließende dritte Kapitel (4. *Problemanalyse II*) vorbereitet.

3.1 DEALER-ELITEBANKEN: US-AMERIKANISCHE ENTWICKLUNGSLINIEN

In diesem Abschnitt soll der Typus der Dealer-Elitebanken über den Fakt hinaus, dass sie höchst gewinnorientiert agieren, beschrieben werden. Vier Bankentypen werden nachfolgend unterschieden: die lizenzierten Banken, die lizenzierten Bankenkonglomerate, die nicht-lizenzierten Investmentbanken, auch *Nicht-Banken* genannt, und die lizenzierten Dealer-Elitebanken. Hinzu kommt eine Vielzahl von

anderen Finanzorganisationen, die als institutionelle Investoren bezeichnet werden, für die in der einschlägigen Fachliteratur jedoch auch der Begriff der Nicht-Banken verwendet wird, weil sie anders als die lizenzierten Banken keine Banklizenz besitzen. Alle genannten Finanzorganisationen sind Großkunden der Organisationen, die im weiteren Verlauf Dealer-Elitebanken genannt werden. Der Begriff der Dealer-Elitebanken ist ein Kunstwort, mit dem die Abgrenzung eines speziellen Bankentyps erreicht werden soll. Dealer-Elitebanken beschreiben einen Bankentyp, der mit Charles W. Calomiris (1998) auch „American-Style“ Universalbanken genannt werden soll: ein alle Bankentypen integrierender Bankentyp nach US-amerikanischem Vorbild, von dem es heute weltweit ca. 20 Exemplare gibt, die auf besondere Weise das moderne Bankgeschäft prägen.

Die Unterscheidung der fünf Finanzorganisationstypen macht insbesondere in Verbindung mit dem US-amerikanischen Bankensystem Sinn. Mit der Unterscheidung ist es möglich, die dynamische Entwicklung der lizenzierten US-amerikanischen Geschäftsbanken (lizenzierte Banken) zu lizenzierten US-amerikanischen Dealer-Elitebanken (American-Style Universalbanken) verständlich zu machen. Die Investmentbanken sind für diese Entwicklung von maßgeblicher Bedeutung gewesen. Sie waren bis 1999 weitgehend frei agierende, d. h. unreguliert gewinnmaximierende Finanzunternehmen und als solche das Vorbild der regulierten bzw. lizenzierten US-amerikanischen Geschäftsbanken.

Die nachfolgende Analyse der Entwicklung der lizenzierten Geschäftsbanken zu lizenzierten Bankenkonglomeraten und zu lizenzierten Dealer-Elitebanken gliedert sich wie folgt: Erstens (3.1.1) soll die US-amerikanische Geschäftsbank und ihre soziokulturelle und rechtspolitische Einbettung in das US-amerikanische Bankensystem bis ca. 1950 dargestellt werden. Dabei stehen neben den zentralen Funktionen des lizenzierten US-amerikanischen Bankgeschäfts die regulatorische Schwächung des Kreditgeschäfts der US-amerikanischen Geschäftsbanken und erste Ansätze dieser Schwächung kreativ zu entkommen im Zentrum der Argumentation. Zweitens (3.1.2) sollen die US-amerikanischen institutionellen Investoren dargestellt werden, die sich als eine Gruppe von nicht-lizenzierten Elitebanken früh zu einem zentralen privatwirtschaftlichen Konkurrenten der lizenzierten Geschäftsbanken entwickelten. Grundlegend für die sich verschärfende Konkurrenzsituation war das mit dem Kredit konkurrierende handelbare Wertpapier. Drittens (3.1.3) sollen die US-amerikanischen Investmentbanken dargestellt werden, die sich der Aufgabe annahmen, das Wertpapier zu vermitteln. Sie entwickelten sich bis in die 1990er Jahre zum äußerst profitablen Zentrum der aufstrebenden Wertpapierindustrie, und damit zum Vorbild des Bankentyps der Dealer-Elitebanken. Viertens (3.1.4) soll herausgearbeitet werden, wie es den US-amerikanischen Geschäftsbanken schlussendlich gelang, ein Teil der von den nicht-lizenzierten Investmentbanken dominierten Wertpapierindustrie zu werden. Durch die Deregulierung des US-amerikanischen Bankgeschäfts wurden die Geschäftsbanken, die sich als Bankenkonglomerate bereits in Position gebracht hatten, zu bankbasierten Investmentbanken bzw. zu lizenzierten Dealer-Elitebanken. Zuletzt (3.1.5) sollen in einer Synthese die Dealer-Elitebank anhand von fünf Indikatoren definiert werden, einige analytische Schlüsse zum Geschäft der Dealer-Elitebanken gezogen werden und der Blick

auf das marktförmige Passivmanagement, d. h. die Finanzierungs- und Risikosteuerung der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden auf den Interbankenmärkten gerichtet werden.

3.1.1 US-AMERIKANISCHE GESCHÄFTSBANKEN

Was ist das lizenzierte Bankgeschäft? In einer engen Definition ist das Bankgeschäft die Vermittlung oder Intermediation von Finanzierungsliquidität über die Bankbilanz. Man nennt diese Intermediation auch bankbasierte im Unterschied zur marktbasierter Kreditvermittlung, die nicht über eine Bankbilanz abgewickelt wird. Das klassische US-amerikanische Bankgeschäft, auf das es sich an dieser Stelle der Analyse zu beschränken gilt, ist ein weitgehend auf dieses lizenzierte und bankbasierte Kreditgeschäft reduziertes Geschäft.⁸²

In allen Wohlfahrtsstaaten – insbesondere auch in den USA – macht das Betreiben des Bankgeschäfts den Erwerb einer Banklizenz bei den zuständigen Regulierungsbehörden notwendig. Die Lizenz erlaubt den Geschäftsbanken nicht explizit die Vergabe von Krediten, denn auch Finanzinstitute ohne Lizenz (Nicht-Banken) können *Kredite* vergeben. Die Lizenz erlaubt den Geschäftsbanken vielmehr, um das freie Kapital der anderen Wirtschaftssubjekte in einem weitgehend geschlossenen Finanzsystem durch das Setzen des sogenannten Einlagenzins zu werben. Eine Befugnis, die Morgan Hicks (2010, 79; 83) als „first law of banking“ und als entscheidenden Teil der *Public Private Partnership* beschreibt, die die Geschäftsbanken mit dem Steuerungsraum, dessen Lizenz sie halten, eingehen. Die auf der Grundlage der Lizenz gesammelten Geldmittel investieren die Geschäftsbanken in die Kreditvergabe (*Fund-with-Deposits*), d. h. die Projekte ihrer realwirtschaftlichen Kreditkunden. Um genau zu sein, verleihen sie die ihnen zur Verfügung gestellten Geldmittel gegen einen Zinssatz,⁸³ der den Einlagenzins übersteigt. Die Differenz (*Spread*) aus den Kosten des Einlagennahmens und den Einnahmen des Kreditvergebens ergibt den Gewinn des klassischen Bankgeschäfts. Banken verdienen Geld „by earning ‘the spread’, or differential, between the relatively high rate of interest earned on the loans they make and the relatively low rate of interest paid on the deposits they receive“ (Macey 2012, 603).

Dieses traditionelle Bankgeschäft ist ein Risikogeschäft: Einerseits kann der Kreditkunde ausfallen, d. h. nicht mehr in der Lage sein, seinen Schuldnerpflichten nachzukommen (Kreditausfallrisiko). Und zweitens bleibt den Geschäftsbanken anstatt des Geldes der Einlagenkunden eine schuldvertragliche Forderung an den Kreditkunden und die Hoffnung, dass nicht nur der Kreditnehmer seine Schuld in der schuldvertraglich vereinbarten Laufzeit des Kredits begleichen kann, sondern insbesondere auch, dass die Einlagenkunden, die man auch als Einlagengläubiger bezeichnen kann und die ohne genauere Infor-

⁸² Das Kreditgeschäft der US-amerikanischen Geschäftsbanken ähnelt allerdings dem Kreditgeschäft der Geschäftsbanken anderer Nationen, weswegen die banktheoretische Beschreibung des Kreditgeschäfts weitgehend internationale Gültigkeit besitzt.

⁸³ Die Möglichkeit der Zinsveränderung ist das einzige marktförmige Mittel des traditionellen Passivgeschäfts der Geschäftsbanken. Wie noch zu zeigen sein wird, ist es in den USA lange Zeit verboten gewesen, Zinsen auf Kundeneinlagen anzubieten.

mationen die Projekte der Kreditkunden finanzieren, nicht plötzlich ihr in liquide Kundeneinlagen gebundenes Geld zurückverlangen. Denn während die Einlagengläubiger häufig über eine kurzfristige, liquide Forderung verfügen, ist die Forderung der Banken an den Kreditkunden langfristig und illiquide. Eine Konstellation, die die das Bankgeschäft definierende Funktion der Fristentransformation repräsentiert, bei der kurzfristige Einlagen in langfristige Kredite gewandelt werden (Macey und O'Hara 2003, 97; Issing 2007, 79; Turner 2010b, 7).

Der Kredit ist ein Schuldvertrag zwischen der Bank als Kreditgeber/Investor und einem Wirtschaftssubjekt als Kreditnehmer. Der Kredit ist nicht handelbar. Er ist kein marktfähiges, d. h. kommerzielles, sondern ein reguliertes Produkt. Der Kredit kann traditionell nicht an Dritte veräußert werden: Er ist illiquide. Folglich ist es die eigentliche Funktion der Banken, Kreditverträge an Kredit suchende Wirtschaftssubjekte zu vermitteln und bis zum Vertragsende in der bankeigenen Bilanz zu halten. Eine Funktion, die im angloamerikanischen Finanzjargon auch *Originate-to-Hold-to-Maturity* genannt wird, wobei Maturität (*Maturity*) die Variable der Fristigkeit des Kreditvertrags beschreibt. Die Funktion, die die US-amerikanischen Geschäftsbanken dabei erfüllen, lässt sich in zwei zentrale Aufgaben unterteilen: Erstens die Einschätzung der Wahrscheinlichkeit der vertragsgerechten Rückzahlung der Schuld im Vorfeld des Vertragsschlusses und zweitens die Beobachtung der vertragsgerechten Rückzahlung der Schuld im Anschluss an den Vertragsschluss. Zwei Aufgaben, die als Monitoring oder Informationsgewinnung und Informationsverarbeitung bezeichnet werden können, und die die US-amerikanischen Geschäftsbanken – aber auch Geschäftsbanken in anderen Nationen – zu organisieren gelernt haben (Allen und Carletti 2010, 41).

Die Geschäftsbanken wandeln also kurzfristige/liquide Einlagen (Zahlungsliquidität) in langfristige/illiquide Kredite (Finanzierungsliquidität) um.⁸⁴ Die Banken gehen mit dieser Aufgabe – neben dem Ausfallrisiko des Kreditschuldners – ein Risiko ein: Das Liquiditätsrisiko, d. h. das Risiko zahlungsunfähig zu werden. Das Liquiditätsrisiko ist potentiell umso größer, je inkongruenter das Verhältnis der Fristen zwischen den marktliquiden Einlagen (Passiva) und den illiquiden Krediten (Aktiva) ist. Das heißt: Je langfristiger die Kredite sind, desto größer ist das von der Geschäftsbank zu kompensierende Liquiditätsrisiko, die sogenannte *Fristeninkongruenz* (*Maturity Mismatch*). Ziehen nun mehrere Einleger ihre liquiden Einlagen gleichzeitig ab – ein Zusammenhang, den man auch *Bankrun* nennt – dann kommt abhängig von der Fristeninkongruenz der Zeitpunkt, an dem die Bank ihren in der Lizenz vereinbarten Auszahlungsforderungen ihrer Einleger nicht mehr nachkommen kann. Ihre Geldmittel reichen nicht,

⁸⁴ Auf die Unterscheidung zwischen Zahlungs- und Finanzierungsliquidität wurde bereits in der Einleitung hingewiesen, um Ordnung in die schillernde Begriffswelt von Kapital, Geld und Liquidität zu bringen. Es sei wiederholt, dass Finanzierungsliquidität Kapital ist. Zahlungsliquidität ist hingegen Geld. Sowohl Geld als auch Kapital muss als Liquidität bezeichnet werden, wobei Geld liquider ist als Kapital. Kapital verfolgt den Zweck der langfristig gebundenen Finanzierung, Geld den Zweck des spontanen Zahlens. Die Begriffe Finanzierungsliquidität und Zahlungsliquidität werden nachfolgend den Begriffen Kapital und Geld weitgehend vorgezogen. Zahlungsliquidität wird gegebenenfalls aber auch als *geldnahe Finanzierungsliquidität* bezeichnet. In der vorliegenden Arbeit soll bis auf einige Ausnahmen vereinfachend von *Liquidität* gesprochen werden.

um den plötzlichen Einlagenabzug zu kompensieren. Die Bank droht zahlungsunfähig bzw. illiquide zu werden (Diamond und Dybvig 1983; Brunnermeier et al. 2014).

Für die US-amerikanischen Geschäftsbanken ist das Liquiditätsrisiko das zentrale Geschäftsrisiko. Dies lässt sich beispielsweise damit bestätigen, dass die Geschichte des *Bankruns*, d. h. der massenhafte Abzug von Kundeneinlagen, eine in erster Linie US-amerikanische Geschichte aufweist (Calomiris und Gorton 1991). Der Grund dafür ist die Organisation der US-amerikanischen Geschäftsbanken, die sich fundamental von den kontinentaleuropäischen Universalbanken unterscheidet, welche traditionell weniger in eine Public Private Partnership als in eine unmittelbar öffentliche Organisationsstruktur eingebettet waren.⁸⁵ Die US-amerikanischen Geschäftsbanken agierten traditionell in einem sogenannten *Free Banking System*. Die US-amerikanischen Geschäftsbanken verfügten zwar über eine Lizenz. Sie verfügten aber eben nicht über eine staatlich garantierte Sicherheit, beispielsweise von einer *Lender-of-Last-Resort* Zentralbank vor dem Bankrott gerettet zu werden, wie dies in Kontinentaleuropa und insbesondere in Deutschland seit spätestens Mitte des 19. Jahrhunderts üblich war (Tilly 1989). Erst mit der Installation der US-amerikanischen *Federal Reserve Systems* 1913, die gemessen an kontinentaleuropäischen Maßstäben damals und heute nur im Ansatz eine *Lender-of-Last-Resort* Funktion einnimmt (Friedman und Schwartz 1963; Humphrey 2010, 353-361), und der Einführung der Einlagenversicherung durch den *Federal Deposit Insurance Act* von 1950 nahmen die USA nach dem Vorbild anderer Nationalstaaten ihre Verantwortung für die US-amerikanischen Geschäftsbanken wahr und machten den klassischen Einlagen-Bankrun weitgehend obsolet (Macey und O'Hara 2003, 97-98; Eisenbeis und Kaufman 2010).

Die US-amerikanischen Geschäftsbanken blieben aber trotz der Institutionalisierung des Federal Reserve Systems und der Einlagenversicherung völlig andere Banken als ihre kontinentaleuropäischen Zeitgenossen. Insbesondere ihre Dynamik ist hervorzuheben. Die US-amerikanischen Geschäftsbanken müssen als weitaus kreativer und innovativer bezeichnet werden (Wojnilower 1987; Bernstein 1992).⁸⁶ Die Ursachen für die Kreativität im US-amerikanischen Bankensystem liegen in der Wettbewerbsintensität, dem die einzelnen Banken ausgesetzt waren. Richard Sylla (2002b, 54) beschreibt das US-amerikanische Bankensystem als „the craziest patchwork quilt of banking regulations ever devised by the

⁸⁵ Die wissenschaftliche Literatur zu den kontinentaleuropäischen Universalbanken ist breit. Einige einschlägige Publikationen stammen beispielsweise von Richard Tilly (1998), Charles W. Calomiris (1995), Manfred Pohl (1986) und Alan D. Morrison (2010). Die Debatte um die Vor- und Nachteile der Universalbankenorganisationen kann hier nicht in Gänze dargestellt werden. Der fundamentale Unterschied zwischen den kontinentaleuropäischen und den hier im Zentrum stehenden Elitebanken ist das institutionelle Umfeld, indem die modernen Elitebanken ausgehend von den USA ihr aggressiv-kommerzielles Aktivgeschäft entwickeln konnten. Die kontinentaleuropäischen Universalbanken erfüllen die Funktion der Fristentransformation traditionell am stabilsten. Das Zweigstellennetz und die nationalen Zentralbanken ermöglichten den kontinentaleuropäischen Banken bereits früh, relativ sicher hohe und langfristige Kredite zu vergeben (Tilly 1989). Das deutsche Bankensystem ist in der Sprache der Komparativisten ausgedrückt das *most-different-system* zum US-amerikanischen Bankensystem. Der Hinweis darauf soll an dieser Stelle mit Verweis auf existierende vergleichende Analysen genügen (Tilly 1989; Calomiris 1995).

⁸⁶ Eine ähnliche „Innovationsfähigkeit“ findet man aus ähnlichen Gründen auch auf der internationalen Ebene des Finanzsystems (Battilossi 2000). Dieser internationalen Ebene widmet sich diese Arbeit in Kapitel 3.2.

mind of man“: Das US-amerikanische Bankensystem integriert von Beginn an verschiedene Bankensysteme, die miteinander konkurrieren. Den bundesstaatlichen Bankensystemen hat man mehrmals in der Geschichte versucht ein nationales System überzustülpen: Ein erstes Mal mit dem *National Banking Act* von 1864, ein zweites Mal mit dem *Federal Reserve Act* von 1913 und ein drittes Mal mit dem *Federal Deposit Insurance Act* von 1950. Entstanden ist ein fragmentiertes System, in dem *State Banks* mit *National Banks* auf vielfache Weise konkurrieren. Während *National Banks* ihre Banklizenz vom *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) erhalten und Mitglied des *Federal Reserve* und des *Deposit Insurance Systems* sein müssen und damit auch von den jeweiligen Institutionen, also dem OCC, dem *Federal Reserve Board* und der *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), beaufsichtigt werden, haben *State Banks* die Wahl eine *State Member Bank*, eine *State Nonmember Insured Bank* oder eine *State Nonmember Noninsured Bank* zu sein und entsprechend beaufsichtigt zu werden (Hackley 1966, 567; Cane und Barclay 1990, 275-278). Alle Banken, die im Wertpapiergeschäft tätig sind, werden darüber hinaus durch die *Securities Exchange Commission* (SEC) und die *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) beaufsichtigt.⁸⁷ Das US-amerikanische Banken- und Aufsichtssystem ist hochgradig fragmentiert – ganz ähnlich dem globalen Finanzsystem.

Die US-amerikanischen Geschäftsbanken wurden durch den New Yorker Free Banking Act von 1838 in sämtliche US-amerikanische Geschäftsbankengesellschaftsrechte als beschränkt haftende Aktiengesellschaften inkorporiert (Sylla 1985, 106-107). Als inkorporierte Aktiengesellschaften mit bundesstaatlicher oder föderaler Banklizenz durften sie Einlagen nehmen. Dies befähigte sie grundsätzlich die Fristentransformation auszuüben, d. h. kurzfristige Einlagen zu nehmen und langfristige Kredite zu vergeben. Die Ausübung beider Funktionen fand sich allerdings aus zwei Gründen maßgeblich eingeeht: Erstens durch den US-amerikanischen Regulierungswettbewerb, in dessen Rahmen trotz gegenteiliger volkswirtschaftlicher Bedürfnisse ein Einheitsbankensystem aufrecht erhalten wurde, welches die Marktkonzentration der US-amerikanischen Geschäftsbanken effektiv verzögerte (White 1982; Berger et al. 1995b). Und zweitens durch ein britisch geprägtes Verständnis dessen, was Geschäftsbanken als kommerziell ausgerichtete Unternehmen in einem entkommerzialisierten Geschäft leisten sollen (Cleveland 1908, 135-137), d. h. durch ein US-amerikanisches „commercial banking principle“ (Hammond 1934, 91), das die Geschäftsbanken insbesondere in der Verantwortung sah, Teil eines sicheren, innerstaatliche Grenzen überwindenden Zahlungssystems, dem sogenannten „open market“, zu sein, mit dessen Hilfe auf der Basis von kurzfristigen, geldähnlichen Finanzierungspapieren die Finanzierung der Privatwirtschaft sichergestellt werden sollte (Foulke 1980 [1931], 3-20).⁸⁸ Trotz gegenteiliger Dynamiken wurde diese Geschäftsbankentradition im Federal Reserve Act von 1913 zwar nicht im

⁸⁷ Die Einführung der SEC erfolgte 1934 durch den Securities Exchange Act gegründet. Als Börsenaufsicht registriert und besteuert sie öffentlich gehandelte, standardisierte in den USA begebene Wertpapiere. Die CFTC wurde 1975 gegründet. Sie verfolgt u.a. die Aufgabe die Funktionsfähigkeit der nationalen Märkte zu gewährleisten.

⁸⁸ Das US-amerikanische Verständnis der Geschäftsbanken ist dem britischen Verständnis ähnlich. Allerdings erlaubten die Briten ihren Geschäftsbanken zu Beginn des 20. Jahrhunderts Zweigstellen zu gründen, was eine

Wortlaut, so allerdings in der Substanz erhalten (Currie 1931, 698), weswegen diese Tradition auch nachfolgend noch die US-amerikanische Finanzmarktregulierung und damit auch die Konstitution und die Dynamik der US-amerikanischen Kapitalmärkte geprägt hat.⁸⁹

Der US-amerikanische Regulierungswettbewerb trug dazu bei, dass die US-amerikanischen Geschäftsbanken über lange Zeit hinweg äußerst atomisiert blieben. Effektiv wäre es gewesen, die Konzentration des Bankensystems in einem Maße zuzulassen, das es erlaubt hätte, die langfristige Geldnachfrage von den Banken ausnahmslos durch die Fristentransformation zu befriedigen. Konzentrationsprozesse wurden allerdings relativ flächendeckend durch ein von den Bundesstaaten reguliertes System unterbunden, das es den Banken verbot, Zweigstellen zu gründen (Fischer 1968, 19-20). Statt konzentrierter Geschäftsbanken entstanden überall in den USA Einheitsbanken⁹⁰ (*Unit Banks*), d. h. Ein-Büro-Banken bzw. Geschäftsbanken ohne jede Zweigstelle. Der Zwang zur Einheitsbank brachte zwangsläufig die Trennung der Interessen der *City Banks* (bundesstaatlich und nationale lizenzierte Banken) von den Interessen der *Country Banks* (nur bundesstaatlich lizenzierte Banken) mit sich. Während die *City Banks* im Wettbewerb standen, genossen die *Country Banks* eine Art Monopolstellung (Sylla 1969, 677-678). Die Abschaffung des Zweigstellenverbots hätte ihre satten Profite bedroht, den *City Banks* allerdings neue Möglichkeiten eröffnet. Im Regulierungswettbewerb zwischen der nationalen und den bundesstaatlichen Ebenen war die große Zahl der *Country Banks* immer wieder ausschlaggebend dafür, dass der Kongress zu Gunsten des Einheitsbankensystems und damit gegen den Willen der Bevölkerung entschied, die insgesamt günstigere Finanzdienstleistungen nachfragten (White 1982, 35-36). Nicht nur schafften es die *Country Banks* das Einheitsbankensystem zu verteidigen, sie schafften es immer auch sich dabei besser zu stellen. Dies gelang, indem sie mit dem Argument der gestiegenen Bestreitbarkeit des Marktes vorzugsweise die Senkung des Grundkapitals durchsetzten, das zur Bankgründung erforderlich war. Kompromisse dieser Art stärkten zwar den Bankenwettbewerb in den Städten, was dort günstigere Bankdienstleistungen zur Folge hatte. Sie vermochten es allerdings nicht, eine Konzentration der US-amerikanischen Geschäftsbanken zu fördern, was eine Verbesserung der Fristentransformation mit sich gebracht hätte. Vielmehr ließen Kompromisse dieser Art in der Hauptsache die Anzahl der US-amerikanischen Geschäftsbanken ansteigen. Sie stieg 1914 auf 22.030 Banken und sollte nachfolgend noch weiter steigen. Eine Entwicklung, die in der Tendenz die Macht der *Country Banks* weiter festigte (White 1982, 36), das Kreditgeschäft der Geschäftsbanken allerdings völlig von der bestehenden Nachfrage entkoppelte.⁹¹

unmittelbare Konzentration der britischen Geschäftsbanken nach sich zog, samt der Förderung des langfristigen Kredits.

⁸⁹ Es lässt sich argumentieren, dass das durch den Glass-Steagall-Act 1933 formal eingeführte Trennbankensystem im Kern dieser Geschäftsbankentradition folgt.

⁹⁰ Die Übersetzung ist aus einem von Ludwig Mülhaupt (1977, 48) verfassten und etwas in die Jahre gekommenen Lehrbuch der Bankenbetriebswirtschaft übernommen.

⁹¹ In einigen Bundesstaaten schafften es die *Country Banken* die Zweigstellenregelungen bis in die 1990er Jahre entweder umfassend oder zumindest in Teilen zu konservieren (Berger et al. 1995b, 188-189).

Um die systembedingten Behinderungen ihres Kreditgeschäfts zu kompensieren, entwickelten die US-amerikanischen Geschäftsbanken das sogenannte *Correspondent Banking*. Das Correspondent Banking ist ein koordinatorisches Mittel zur Überwindung der Zweigstellenrestriktionen. Im Netzwerk des Correspondent Banking lässt sich zwar nicht die Losgrößentransformation verbessern, jedoch bietet das Netzwerk einen Interbankenfinanzierungsmechanismus, der weniger ein organisierter Markt als ein informelles Netzwerk für Finanzierungsliquidität darstellte. Damit die zahlreichen fragmentierten Unit Banks die Nachfrage nach Finanzdienstleistungen bedienen konnten, waren sie auf Bankennetzwerke angewiesen. Man korrespondierte in der Vertikalen, d. h. immer mit finanzkräftigeren Geschäftsbanken, beispielsweise City Banken, die wiederum mit den New Yorker Banken korrespondierten, den größten US-amerikanischen Geschäftsbanken – und bis 1887 die einzigen US-amerikanischen Banken mit Reservebankenstatus.⁹² In Geschäftsbanken mit Reservebankenstatus durften die Country und City Banken laut *National Banking Act* von 1864 bis zu 60 Prozent ihrer Reserven aufbewahren (Carosso 1970, 48). Die kleineren Geschäftsbanken legten die eigenen Reserven in den (größeren) korrespondierenden Reservebanken an, wo sie Zinsen für sie bekamen. Möglich war es auch, dass die kleineren Geschäftsbanken ihre Waren- und Unternehmenskredite mit Hilfe von Kreditlinien der (größeren) korrespondierenden Geschäftsbanken finanzierten (Fischer 1968, 110-113). Das System korrespondierender Banken sicherte das Zahlungssystem,⁹³ kompensierte die Fragmentierung des Bankensystems, half die Geldmärkte zu entwickeln und machte New York bereits früh zum Zentrum der nationalen Finanzwirtschaft (James 1976; Todd 2001; Norman et al. 2006; James und Weiman 2010). Was in der Literatur so gut wie nie erwähnt wird, ist der Nebeneffekt dieser Entwicklung. Der Nebeneffekt, dass dieses System die Banken zu gegenseitigen institutionellen Gläubigern machte.

In den Städten – und insbesondere in New York – entstanden also durchaus große Geschäftsbanken, sogenannte *Money Center Banks*. In Besitz einer bundesstaatlichen oder föderalen Lizenz prosperierten sie abhängig von der Einwohnerzahl und dem Reichtum ihres Standortes, aber auch abhängig von ihrem unternehmerischen Geschick und insbesondere auch von der von Bundesstaat zu Bundesstaat wechselnden regulativen Grundstimmung.⁹⁴ In Regionen, in denen die Geschäftsbanken über eine für die Ausübung der langfristigen Fristentransformation ausreichende Kapitalbasis verfügten, blieben ihre Aktivitäten allerdings durch die nachfolgend zu besprechenden US-amerikanische *Commercial Banking Principles* beschränkt. Was Bray Hammond (1934, 91-92) als *Commercial Banking Principles* bezeichnet, lässt sich als eine Art gewohnheitsrechtlich institutionalisierte Geschäftsbankenkultur beschreiben. Die

⁹² Dies sollte sich mit der Einführung des Federal Reserve System (FRS) von 1913 ändern. Mit dem FRS setzte man den New Yorker Reservebanken zwölf regional Reservebanken zur Seite. Das informelle System des Correspondent Banking wurde durch das FRS allerdings nicht vollständig substituiert (vgl. Abschnitt 3.2.1).

⁹³ Das Correspondent Banking sicherte das Zahlungssystem bis 1913 in Abwesenheit einer US-amerikanischen Zentralbank. Es ersetzte die Zentralbank durch geschichtete Interbankenmärkte, die in den Money Center Banks hierarchisch zusammenliefen.

⁹⁴ Kalifornien erlaubte das Zweigstellenwesen. Dort entwickelte sich um 1900 die *Bank of America* über ihr Zweigstellenwesen zu einer der größten US-amerikanischen Geschäftsbanken. Gerald C. Fischer (1968, 33-35) verweist darüber hinaus auf die Möglichkeit des „intracity branching“, also des Zweigstellenwesen in Großstädten, das ebenso große Geschäftsbanken hervor brachte.

Commercial Banking Principles setzten Maßstäbe sowohl für das Passiv- als auch für das Aktivgeschäft der US-amerikanischen Geschäftsbanken. Es galt, dass das Bankgeschäft zu beiden Seiten der Bilanz, obwohl man von Geschäftsbanken (*commercial banks*) sprach, kein kommerzielles Geschäft zu sein hatte. „[T]he business of banking was not commerce“, schreibt Gerald C. Fischer (1968, 240) rückblickend. Für das Passivgeschäft bedeutete dies, dass Zinsen auf Kundeneinlagen als eine Form der „undue competition“ (Fischer 1968, 248) nicht erlaubt waren. Aber auch das Aktivgeschäft der US-amerikanischen Geschäftsbanken war streng reguliert. In einem Umfeld des generellen Misstrauens gegenüber den Banken,⁹⁵ gedieh das Motto: „A bank does not lend capital but credit“ (1934, 91), wonach *capital/Kapital* langfristige Finanzierungsliquidität und *credit/Kredit* kurzfristige Finanzierungsliquidität zu geschäftlichen Zahlungszwecken ist. Kredit muss nach US-amerikanischem Verständnis insbesondere auch als Form des Akzeptkredits bzw. des liquiden Wechsels verstanden werden, welcher sich in den USA im Warenhandel etablierte (Redlich 1970). Die US-amerikanischen Geschäftsbanken durften zwar Kredite vergeben. Allerdings nur Kredite bis zu einer Höhe von zehn Prozent des Gesellschaftswerts bzw. „on the straight note of the concern“, wie Roy A. Foulke (1980 [1931], 21) schreibt. Alle darüber hinausgehenden Aufwendungen der Unternehmen, wurden durch die Eröffnung eines Kontos bei einer anderen Bank und durch kurzfristige Geldsubstitute finanziert, die man begeben und im offenen Markt rediskontieren durfte (Foulke 1980 [1931], 23-30). An dieser Funktion der US-amerikanischen Geschäftsbanken wurde auch im *Federal Reserve Act* von 1913 festgehalten: Die Geschäftsbanken sollten den Warenkauf finanzieren. Kredite an Unternehmen durften die Laufzeit von sechs Monaten nicht überschreiten. Ihre Dienstleistungen sollten an realwirtschaftliche Transaktionen gebunden sein. Sie durften keine Sicherheiten etwa in Form von Immobilien nehmen. Kurz: Sie sollten keine spekulativen Geschäfte betreiben, zu denen man langfristige und daher illiquide Kreditverträge der Unternehmensfinanzierung als eine Form der ungedeckten Geldschöpfung bereits zählte (Currie 1931, 698; Hammond 1934, 94; Jacoby und Saulnier 1942b, 12). Die Praxis minderte seinerzeit zwar das mit der Fristentransformation einhergehende Liquiditätsrisiko. Sie unterband gleichzeitig allerdings auch die legale Möglichkeit zur Fristentransformation selbst. Dies reduzierte zwar das Risiko im Bankgeschäft, lief gleichzeitig aber – genauso wie das Einheitsbankensystem – der Kapitalnachfrage der US-amerikanischen Industrie und Landwirtschaft zuwider, die in der Hochzeit der Industrialisierung vor und nach der Jahrhundertwende – wie die europäischen auch – auf der Suche nach Kapital in neuen Größenordnungen waren (Chandler Jr. 1994).⁹⁶

Insbesondere den großen Geschäftsbanken gelang es aber die regulatorischen Grenzen des Aktivgeschäfts den eng gesteckten Geschäftsbankenprinzipien kreativ zu entkommen und ein im Ansatz marktformiges Aktivgeschäft zu etablieren. Die Entwicklung der sogenannten *Term Loans* ließ die klassische

⁹⁵ Vgl. hierzu auch David M. Kotz (1978), der in seinem Buch die Angst vor dem Banken dominierten Big Business als zentrales Element der Fragmentierung des US-amerikanischen Bankensystems beschreibt.

⁹⁶ Die Fusionswelle, die die US-amerikanische Industrie bis ins frühe 20. Jahrhundert konsolidierte, steigerte die Nachfrage nach langfristigem Kapital (Lamoreaux 1988).

Fristentransformation in einem größeren Ausmaß und unter anderen Vorzeichen zu (Jacoby und Saulnier 1942a; Go 1999). Term Lending ist die zwischen der Bank und dem Kreditkunden vereinbarte, regelmäßige Verlängerung eines weiterhin kurzfristigen Kreditvertrags. Formell bleibt der Kredit also ein Kredit nach US-amerikanischem Verständnis, also eine zukünftige Forderung, die die Geschäftsbank jederzeit bei der Zentralbank zu Finanzierungsliquidität machen kann. Informell allerdings erhält der Kreditnehmer die Zusicherung der Bank, eine sich stets erneuernde problemlose Anschlussfinanzierung zu erhalten, d. h. langfristig planbar über Finanzierungsliquidität zu verfügen. Die Zusicherung solcher revolvingender Finanzierungsfazilitäten erfolgte unter den finanzhistorisch revolutionären Vorzeichen einer sich ändernden Form der Einschätzung der Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers. Nicht mehr der Blick in die Vergangenheit war entscheidend, sondern der zukünftig zu erwartende Cash-Flow des Kreditnehmers. Eine Entwicklung, die wie das *Correspondent Banking* ausschlaggebend für die weitere Vermarktlichung des US-amerikanischen und in der Folge auch des globalen Bankgeschäfts war (Meigs 1966, 167-169; Lewis und Davis 1987, 86-87; Sylla 2002b, 57).

3.1.2 US-AMERIKANISCHE INSTITUTIONELLE INVESTOREN

In einem Finanzsystem, das die Kreditvergabe und damit das Kreditgeschäft der Geschäftsbanken in allen Funktionsbereichen regulatorisch schwächt, suchen die Finanzierungsliquidität nachfragenden Wirtschaftssubjekte zwangsläufig alternative und flexiblere Wege, um ihre Projekte zu finanzieren. Gleiches gilt für die Haushalte und Wirtschaftssubjekte, die ihre freie Zahlungsliquidität entweder möglichst geldnah anlegen oder ihre Finanzierungsliquidität möglichst ertragreich und wenig riskant in Wirtschaftssubjekte investieren wollen. Die in diesem Zusammenhang entscheidenden Institutionen sind die sogenannten institutionellen Investoren, die den US-amerikanischen Geschäftsbanken seit langem Konkurrenz machen.

Die institutionellen Investoren sind Großinvestoren. Sie müssen explizit von den Kleininvestoren⁹⁷ unterschieden werden. Die institutionellen Investoren bieten sowohl den Groß- als auch den Kleininvestoren, den Geschäftsbanken ähnlich, die Möglichkeit an, ihre freie Zahlungsliquidität risikofrei und dennoch rentabel aufzubewahren. Wie die Geschäftsbanken versuchen die institutionellen Investoren, die zur Verfügung gestellte Zahlungsliquidität, die sich für sie als Finanzierungsliquidität darstellt, gewinnbringend zu investieren. Gemäß dem US-amerikanischen *Advisers Act* von 1940 haben alle institutionellen Investoren erfahrene (*sophisticated*) Großinvestoren zu sein. Investoren also, die allen anderen Großinvestoren und Marktteilnehmern, inklusive den Banken, auf Augenhöhe begegnen (Frankel 2010, 124). Nachfolgend stehen insbesondere die institutionellen Investoren, d. h. die kapitalgesellschaftlich

⁹⁷ Die Bedeutung der individuellen Kleininvestoren darf in Bezug auf die Entwicklung des sogenannten Investor-Kapitalismus (Useem 1996) nicht unterschätzt werden, spielt mit Blick auf die Entwicklung der Dealer-Elitebanken aber nur insofern eine Rolle, als die Banken sich mit der Integration von sogenannten Publikumsfonds in die eigene Konzernstruktur neue Einlagenquellen erschließen konnte.

organisierten und erfahrenen Großinvestoren bzw. Großgläubiger und ihr spezifisches Aktivgeschäft im Zentrum der Ausführungen.

Die US-amerikanischen institutionellen Investoren sammeln Zahlungsliquidität, um sie zu investieren. Sie kopieren damit das Geschäft der Geschäftsbanken, die im Prinzip auch als institutionelle Investoren bezeichnet werden können. Nach US-amerikanischem Recht sind aber nur Organisationen, die in Wertpapiere investieren, als institutionelle Investoren zu bezeichnen. Den US-amerikanischen Geschäftsbanken waren Wertpapierinvestitionen allerdings weitgehend verboten. Landläufige Ansicht war es, dass „[s]elling stocks and bonds, underwriting the purchase and sale of corporate issues, collecting the purchase and sale of coin and bullion, are not banking. They may be incidents or accessories of the business, but any one or all of these functions may be exercised by those who have no power in the business of banking“ (Cleveland 1908, 135). Zu den institutionellen Investoren, also den Wirtschaftssubjekten, die ihre Finanzierungsliquidität in Anleihen aber auch in Aktien investieren und sie gegebenenfalls wieder verkaufen, gehören traditionell die US-amerikanischen Investmentbanken und ihre Vorgängerinstitutionen, die im nächsten Abschnitt behandelt werden. Aber auch reiche Privatleute, sogenannte *High Net Wealth Individuals*, sowie die multinationalen Industrieunternehmen wurden im 20. Jahrhundert zu institutionellen Investoren (Franke 1998; Spong und Robbins 2007, 51-55). Traditionell werden erstens die Versicherungen und zweitens die vielgestaltige Welt der Fondsgesellschaften als Industrie der institutionellen Investoren gehandelt, d. h. sie werden zu den erfahrenen Käufern und Verkäufern von Wertpapieren im Allgemeinen und Schuldpapieren im Besonderen gezählt (Davis und Steil 2001, 16-17). Beide stehen im Zentrum der nachfolgenden Ausführungen.

Der Hinwendung zu den beiden Gruppen von institutionellen Investoren, und in besonderer Weise den US-amerikanischen Fondsgesellschaften, sind einige grundlegende Ausführungen zum Unterschied zwischen dem Finanzierungsinstrument Kredit und Wertpapier notwendig vorwegzustellen. Denn der Entstehung der US-amerikanischen institutionellen Investoren ist die Existenz einer mit dem Kredit konkurrierenden Gruppe von privatwirtschaftlichen Schuldverträgen vorgelagert: die sogenannten Wertpapiere⁹⁸, die im angloamerikanischen Sprachgebrauch traditionell auch *Securities*⁹⁹ genannt werden. Man unterscheidet im angloamerikanischen Sprachgebrauch *Debt Securities* und *Equity Securities*,¹⁰⁰ d. h. schuldbasierte (*debt*) Wertpapiere von Aktien (*equity*). Für die Finanzierungsliquidität suchenden Wirtschaftssubjekte spiegeln sie die Unterscheidung von Fremd- und Eigenkapital.¹⁰¹ Nur die schuldbasierten Wertpapiere sind für viele nicht als Aktiengesellschaften inkorporierten Unternehmen

⁹⁸ Auch der Kredit ist ein schuldrechtlicher Finanzierungsvertrag. Seine besondere Bedeutung besteht allerdings darin, dass er über die Bilanz einer Geschäftsbank vermittelt werden muss, was ihm eine gewisse Starrheit verleiht.

⁹⁹ Man spricht von *Securities*, weil Wertpapiere sich auf eine Sicherheit beziehen, die ihnen ihren Wert verleiht.

¹⁰⁰ Von den Wertpapieren sind die strukturierten Finanzinstrumente zu unterscheiden, die als Arrangements von unterschiedlichen Transaktionen in Verbindung mit Wertpapieren bezeichnet werden müssen.

¹⁰¹ Die Unterscheidung zwischen Fremd- und Eigenkapital wird an dieser Stelle nicht weiter vertieft. Das fünfte Kapitel widmet sich dieser zusätzlichen Komplexisierung des Begriffsumfelds.

allerdings eine Alternative zum Bankkredit, der ebenso eine schuldvertragliche Forderung, ein Finanzierungsvertrag oder ein Kapitalinstrument aber eben kein Wertpapier ist.¹⁰²

Der Begriff der schuldbasierten Wertpapiere (*Debt Securities*) wird als Sammelbezeichnung für viele andere privatwirtschaftliche, schuldbasierte Finanzierungsverträge verstanden, die sich *in puncto* ihrer vertraglichen Modalitäten unterscheiden. Im angloamerikanischen Raum ist die Vielfalt der existierenden Finanzierungsverträge für den Laien nahezu undurchdringlich.¹⁰³ Grundlegend ist darüber hinaus die Differenzierung von langfristigen *Debt Securities* von kurzfristigen *Debt Securities*, eine Unterscheidung, die der bereits hervorgehobenen Unterscheidung zwischen *Finanzierungsliquidität* und *geldnahe Finanzierungsliquidität* (Geldsubstitute) entspricht. In Bezug auf die langfristigen *Debt Securities* ist die Schuldverschreibung – im Englischen auch *Bond*¹⁰⁴ oder *Debenture* genannt – hervorzuheben. Die Gruppe der kurzfristigen *Debt Securities* umfasst die sogenannten *I-Owe-You Papiere* (IOUs) oder *promissory notes*, die im deutschen auch als Wechsel oder Geldmarktpapiere bezeichnet werden (Sykes 1986; Johansson 2009; Lehmann 2009). Zu ihnen zählen im Prinzip auch die Einlagen der Geschäftsbanken, die Morgan Ricks (2010, 79-80) alle zusammen als sogenannte „money-claims“, d. h. Geldforderungen, bezeichnet, als Forderungen, die wegen ihrer Kurzfristigkeit eine besondere Geldnähe (*moneyness*) aufweisen und somit eher als geldnahe Finanzierungsliquidität oder Geldsubstitute bezeichnet werden sollen, die sich durch einen Verkauf jederzeit in Zahlungsliquidität wandeln lassen.

Als Alternative zum Kredit emittieren die Wirtschaftssubjekte, die Finanzierungsliquidität nachfragen, *Debt Securities*, die genau genommen standardisierte, *körperliche* Schuldurkunden sind. *Debt Securities* sind – wie die Kredite bei den Geschäftsbanken – Vermögenswerte, genau genommen Finanzvermögenswerte. Die Investoren, und damit rechtlich gesehen die Inhaber und Eigentümer der zahlreichen, im Zuge einer Emission emittierten identischen Schuldurkunden, finanzieren zusammengenommen den Emittenten. Sie erhalten dafür im Gegenzug aber Schuldurkunden, die ihnen spezifische Vermögensrechte verbriefen. Jeder Investor in eine Schuldurkunde hält mindestens eine Urkunde, die ihm die vertragsgerechte, in der Zukunft liegende Rückzahlung der mit dem Kauf der Urkunde bereitgestellten Summe samt Zinsen bescheinigt. Der Investor investiert und kauft dabei – wie die Geschäftsbanken bezogen auf den Kredit – einen zukünftigen Cash-Flow, dessen Zeitraum und Ertrag ebenfalls in der Urkunde konkretisiert ist. Dieser zu erwartende Cash-Flow ist eine zukünftige Zahlungsforderung (Claim), die einen im Kern riskanten Finanzvermögenswert konstituiert, den der Investor auf der Aktivseite seiner Bilanz verbucht (Lehmann 2009, 222-223). Soweit die Gemeinsamkeiten mit dem Kredit.

¹⁰² Sicherlich lässt sich auch durch die Ausgabe von Aktien Finanzierungsliquidität aufnehmen. Hier steht allerdings das Fremdkapital im Fokus.

¹⁰³ Einige dieser Finanzierungsverträge werden in Abschnitt 3.2 diskutiert.

¹⁰⁴ Der Begriff *Bond* verweist auf die Beziehung, die der Schuldner mit dem Gläubiger eingeht. Eine Beziehung, die wie der *Bankkredit* vom sprichwörtlichen *Kredit* bzw. *Vertrauen* lebt, den oder das der Gläubiger dem Schuldner entgegenbringt.

In den 1970er und 1980er Jahren wurden die körperlichen Wertpapierurkunden durch digitale, *unkörperliche* Registereinträge in Computersystemen (*Book Entry System*) ersetzt (Johansson 2009, 39-42; 51-53; Lehmann 2009, 80).¹⁰⁵ Eng mit der sogenannten Entmaterialisierung der Wertpapiere verbunden ist die Möglichkeit der Übertragbarkeit, d. h. der Handelbarkeit der Wertpapiere im Allgemeinen und der Debt Securities im Besonderen. Die Handelbarkeit der Debt Securities konstituiert den klassisch-strukturellen Unterschied zum Bankkredit und darüber hinaus die Grundlage der institutionellen Struktur, die man auch Kapitalmarkt nennt.¹⁰⁶ Alle bekannten Debt Securities sind anders als der klassische Kreditvertrag seit langem und von den USA rechtlich forciert auf Dritte übertragbare und damit handelbare Finanzvermögenswerte. Sie müssen nicht wie die Kreditverträge über ihre gesamte Laufzeit hinweg von einer Gesellschaft, im Falle des Kredits von einer Geschäftsbank bilanziert werden. Sie sind im weitesten Sinne Geldsubstitute, wobei sich ihre faktische Geldnähe an ihrer Fristigkeit orientiert. Denn je kurzfristiger ein Geldsubstitut ist, desto weniger anfällig ist das Wertpapier für Marktpreisschwankungen bzw. für das Risiko, das man auch Marktrisiko nennt. Und je kurzfristiger ein Geldsubstitut ist, desto einfacher lässt es sich handeln, was man als Marktliquidität bezeichnet. Geldmarktschuldverträge sind somit von Kapitalmarktschuldverträgen wegen ihrer größeren Geldnähe zu unterscheiden (Ricks 2010).

Nun noch einige Anmerkungen zur Entwicklung der Handelbarkeit der Debt Securities. Eine Entwicklung, die den kompetitiven Vorteil der Wertpapierindustrie im Verhältnis zur Bankindustrie bedingt. Die nach deutschem Recht ins Sachenrecht fallende „Übertragbarkeit“ von Wertpapierschuldurkunden wird in den USA (und in der angloamerikanischen *Common Law Tradition*) deutlich weniger dogmatisch – losgelöst von materiellen *Sachen* – im Stichwort der *negotiability* aufgefangen. Das Rechtsinstitut der Handelbarkeit von Wertpapieren war schon präsent, bevor es zur Entmaterialisierung der Schuldverschreibungen kam. Das *Negotiable Instrument Law* (NIL) von 1896, das heute Teil des US-amerikanischen Uniform Commercial Code (UCC) von 1953 ist,¹⁰⁷ beschied die formelle Übertragbarkeit insbesondere von Geldmarktpapieren (Lehmann 2009, 152), wenngleich sie in der US-amerikanischen Wirtschaftspraxis bereits deutlich vorher zu beobachten war (Gilmore 1954; Redlich 1970). Aus dem Gesetz erwuchs in der Folge nicht nur die Übertragbarkeit der Schuldverschreibungen. Es etablierte darüber hinaus die Schuldverschreibungen auch als kommerziell handelbares Eigentum: „Negotiable

¹⁰⁵ Matthias Lehman (2009, 16-54) beschreibt diesen Prozess für das deutsche Wertpapierrecht unter dem Titel: „Funktionsverlust der Urkunde“. Der Funktionsverlust der Urkunde ist gleichbedeutend mit einer „Entmaterialisierung“ des Wertpapiers, die wiederum deutliche Konsequenzen für das deutsche Sachenrecht, das die Grundlage jedes Eigentumsrechts ist. Entmaterialisierte Wertpapiere haben Deutschland die „Überwindung des engen Sachbegriffs“ angereizt (Lehmann 2009, 222-227).

¹⁰⁶ Hier natürlich um die Märkte für Equity Securities oder Eigenkapitalwertpapiere ergänzt.

¹⁰⁷ Der *Uniform Commercial Code* ist das US-amerikanische Handelsgesetzbuch, das heute in fast allen Bundesstaaten in das bundesstaatliche Handelsrecht integriert wurde. Seine unbestimmten Rechtsbegriffe sind in der herrschenden US-amerikanischen *Common Law* Tradition bundesstaatlich auszulegen.

paper is commercial property (Gilmore 1954, 1068).”¹⁰⁸ Das NIL erlaubte die umfassende kommerzielle Handelbarkeit der Schuldverschreibungen und damit die sukzessive Entstehung dessen, was heute als Märkte für Finanzvermögenswerte bezeichnet wird. Um als Finanzvermögenswert handelbar zu sein, muss das Wertpapier allerdings spezifische Eigenschaften erfüllen, die in den USA in der Theorie des „courier without luggage“ (Gilmore 1954, 1068) zusammengefasst sind. Eine Theorie, die darauf verweist, dass jede Vertragsklausel, die über den im NIL gesetzten Rahmen hinausgeht, die Handelbarkeit und damit auch die Entmaterialisierung des Instruments zwangsläufig beeinträchtigen muss.¹⁰⁹ Diese formalen Grundvoraussetzungen der marktförmigen Handelbarkeit von Finanzinstrumenten, wie man handelbare Finanzvermögenswerte auch nennen kann (Lehmann 2009, 307), finden sich durch weitere Bedingungen für die Handelbarkeit ergänzt, die allerdings in erster Linie die Gesetzmäßigkeiten funktionierender Märkte für Glaubens- und Vertrauensgüter¹¹⁰ betreffen: Die das Produkt betreffenden Informationen, die zwangsläufig ein Mindestmaß an Öffentlichkeit erforderlich machen.¹¹¹

Nachdem nun die instrumentelle Basis des Aktivgeschäfts der US-amerikanischen institutionellen Investoren dargelegt wurde, ist es jetzt geboten, die organisatorische und technische Entwicklung der institutionellen Investoren darzustellen. Auf eine relativ kurze Besprechung der Versicherungsgesellschaften folgt dazu die ausführlichere Auseinandersetzung mit den regulierten und unregulierten Fondsgesellschaften.

Die Versicherungsgesellschaften gehören eindeutig zu den ersten US-amerikanischen institutionellen Investoren (vgl. North 1952; North 1954). Ihr durch den Verkauf von Policen gewonnenes Kapital, das sie sich im Falle der Materialisierung des von ihnen versicherten Risikos plus Prämien zur Auszahlung an den Versicherungsnehmer verpflichtet sehen, investieren die Versicherungen gezielt in höher verzinsten langfristige Wertpapiere. Ziel dieses geschäftlichen Vorgehens ist von Beginn an die Erzeugung eines Cash-Flows gewesen, der die mit der gebündelten Risikomaterialisierung potentiell anfallenden

¹⁰⁸ Die kommerzielle Handelbarkeit von Wertpapieren stützt die US-amerikanische Unterscheidung zwischen Bankgeschäft und Commerce, die lange Zeit die regulative Isolierung des Geschäfts der Geschäftsbanken auf das Kreditgeschäft begründen half.

¹⁰⁹ Die frühe Etablierung der privatrechtlichen Übertragbarkeit von Wertpapieren im Allgemeinen und Schuldverschreibungen im Besonderen hat insbesondere rechtliche Gründe. Einen weiteren zentralen Grund in diesem Zusammenhang sieht Matthias Lehmann (2009, 79) aber auch im US-amerikanischen Berufsstand des Brokers. Im Zusammenhang mit dem Broker-Geschäft spricht er von einer „Besonderheit des US-amerikanischen Rechts:“ Demnach werden in den USA „Wertpapiere [...] traditionell nicht durch den Inhaber gehalten. In den Büchern der Emittenten sind vielmehr sogenannte *street names* eingetragen.“ Diese sogenannten *street names* entsprechen „den Namen eines *brokers* oder eines von ihm Beauftragten. Der *broker* hält die Papiere treuhänderisch für den Anleger. Man nennt dieses System 'indirect holding'. Der Anleger ist lediglich 'beneficial owner' der Kapitalmarkttitel. [...] Praktisch bedeutet es, dass die *brokers* zwar nominell Eigentümer sind, ihre Kunden aber das Recht zum Bezug der Zinsen und Dividenden und das Stimmrecht haben (kursiv im Original).“

¹¹⁰ Zum Begriff und den Bedingungen der Funktionsfähigkeit eines von Glaubens- und Vertrauensgütern geprägten Marktes siehe Kapitel 4.1.2.

¹¹¹ Die Reduktion des Anleihevertrags auf das für die Handelbarkeit Wesentliche bedeutet nicht, dass es keine Unterschiede zwischen Anleihen gäbe. Der Economist (2013c) schreibt, dass ca. 38.000 verschiedene Varianten von Unternehmensanleihen allein in den USA existieren.

Kosten zu decken verspricht. Im Unterschied zu den werterhaltenden Strategien der frühen Fondgesellschaften investierten die Versicherungsgesellschaften ihre Geldmittel als erste auf der Basis mathematischer Berechnungen gewinnorientiert (Lounsbury 2007, 292). Bis heute gehören die Versicherungsgesellschaften zu den größten institutionellen Investoren der USA. Aber auch anderswo in der Welt beeinflussen die Versicherungsgesellschaften die Nachfrage nach und damit auch das Angebot an Wertpapieren nachhaltig (Davis und Steil 2001, 15-16).

Die zweite Gruppe institutioneller Investoren, die sich aus einer Vielzahl von Institutionen der treuhänderischen oder eigenverantwortlichen Vermögensverwaltung (*Fiduciary Services*) zusammensetzt, sind die Fondgesellschaften. Der Ursprung der US-amerikanischen Fondindustrie liegt im späten 19. Jahrhundert. Bis in die 1920er Jahre entwickelten sich die *Pensionsfonds*, die *Trust Companies* und die sogenannten *Investment Funds* zu finanzstarken institutionellen Investoren, die eine zunehmende Menge an Aktien und fest verzinslichen Debt Securities aller Art nachfragten.¹¹² Allesamt waren sie weitgehend unregulierte, privatwirtschaftlich organisierte Finanzunternehmen, was sich erst mit dem *Investment Company Act* von 1940 änderte, der zusammen mit dem *Investment Advisers Act* das gesamte Geschäft der treuhänderischen Finanzverwaltung im Anschluss an die Große Depression im Sinne des Kleininvestors regulierte (Useem 1996, 147-149; Rostad 2010).¹¹³ Diese Institutionen der Vermögensverwaltung muss man heute (a) in regulierte und (b) in unregulierte Fondgesellschaften unterteilen. Erstere umfassen zum Beispiel die sogenannten *Trusts*, *Pensionsfonds* und *Mutual Funds*, von denen insbesondere letztere hier diskutiert werden sollen, weil sie die für das weitere Verständnis wichtigen Money Market Mutual Funds (MMMF), die sogenannten Geldmarktfonds einschließen. In Bezug auf die Welt der unregulierten US-amerikanischen Fondgesellschaften sind insbesondere sogenannte *Alternative Investment Funds*, wie *Private Equity* und *Hedge Funds*, nachfolgend hervorzuheben.

Regulierte Fondgesellschaften: In den USA entstand in den 1950er Jahren eine bis heute wachsende Vielzahl höchst unterschiedlicher regulierter Fondstypen, die in der angloamerikanischen Literatur verallgemeinernd als Mutual Funds bezeichnet werden (Davis und Steil 2001, 16-17). Michael Lounsbury (2007) beschreibt, wie die Mutual Fund Industrie sich ausgehend von der Konkurrenz zweier Investitionslogiken entwickelt hat, deren ursprüngliche Organisationen in New York und Boston beheimatet waren. US-amerikanische Mutual Funds sind heute Unternehmen, die nach Anlageoptionen unterschieden, Fondsanteilsscheine mit garantierten Renditen vermarkten und den Erlös aktiv in Wertpapiere investieren. Die bekanntesten Mutual Funds sind *Bond Funds*, *Stock Funds*, *Index Funds* und die bereits erwähnten MMMF.

¹¹² Die Pensionsfonds müssen hervorgehoben werden. Ihre bis in das frühe 19. Jahrhundert nachgewiesene Existenz ging seit jeher einher mit dem spekulativen Kauf und Verkauf von Aktien an den dafür bereits existierenden Börsen (Clark 2003).

¹¹³ Grund dafür war, dass die spekulativen Geschäftsstrategien aller Finanzunternehmen insbesondere in Verbindung mit den florierenden Aktienmärkten in den 1920er Jahren überhandgenommen hatten.

Weil sie um freie Finanzierungsliquidität werben, konkurrieren die regulierten US-amerikanischen Mutual Funds mit den Geschäftsbanken (Scott 1998, 94-96). Insbesondere in den 1970er Jahren machte sich diese Konkurrenz bemerkbar. Damals war die Wettbewerbsfähigkeit auf der Passivseite der US-amerikanischen Geschäftsbanken durch die traditionelle Einlagenzinsregulierung (*Regulation Q*) beschränkt. Regulation Q deckelte den Einlagenzins bei drei Prozent (Gilbert 1986). In einem insgesamt zunehmend volatilen von hoher Inflation geprägten US-amerikanischen und weltweiten Marktumfeld überstiegen die garantierten Renditen der US-amerikanischen Mutual Funds die Einlagenzinsen der Geschäftsbanken bald um ein Vielfaches. Folglich flossen den Fondgesellschaften große Mengen Finanzierungsliquidität zu, was ihren Stand festigte. Vor allem die MMMF begannen direkt mit den Geschäftsbanken um Kleininvestoren aber auch um Großinvestoren zu konkurrieren, wie zum Beispiel die Gelder von *High Net Wealth Individuals* und multinationalen Unternehmen. Als offene Fonds (open-end funds) erlauben sie ihren Investoren den Geschäftsbanken gleich und im Unterschied zu sogenannten geschlossenen Fonds (close-end funds), ihre Fondsanteile jederzeit wieder zu verkaufen. Die Geldmarktfonds im Besonderen machten ihre Fondsanteile als erstes zu mit Bankeinlagen vergleichbaren Forderungen. Sie boten zunehmend spezielle Zusatzleistungen an, die man eigentlich nur von den Einlagenkonten bei den Geschäftsbanken kannte, zum Beispiel das Angebot diverser Zahlungsfunktionen vom Scheck bis hin zur Kreditkarte. Darüber hinaus lernten sie ihre Einlagenkonten auch unmittelbar an Investoren zu verkaufen, d. h. ohne einen sogenannten *Broker* zu beauftragen (Cook und Duffield 1979; Kirsch und Strench 2012, 6-5).

Mutual Funds sind zumeist in *Maryland* ansässige Unternehmen, d. h. Kapitalgesellschaften mit beschränkter Haftung. Als ein Unternehmen verfügt jeder Mutual Fund über ein gewähltes Gremium (*Board of Directors*), dem ein Direktor vorsitzt, der die Investitionsentscheidungen des Fondsmanagements im Interesse der Investoren kontrolliert, um mögliche Interessenkonflikte mit den Fondmanagern aufzudecken. Denn die Investitionsentscheidungen selbst werden außerhalb der Fondgesellschaft getroffen (Kirsch und Strench 2012, 6-11). Es ist gängige Praxis, dass das Unternehmen per Vertrag einen externen, lizenzierten Fondsmanager beauftragt, einen sogenannten Investment Adviser, der die verfügbare Finanzierungsliquidität in Übereinstimmung mit den Regularien des Fondtyps und der Gesetzgebung treuhänderisch investiert. „[T]he portfolio manager, analysts, and other professional staff assigned to a fund are employees of the adviser, not the fund. For its work, an adviser is paid an advisory fee which is typically computed as a fee against the fund’s net assets“, erklären Clifford E. Kirsch und Bibb L. Strench (2012, 6-11). Haben die Fondmanager früher einige wenige Mutual Funds betrieben, so sind sie mittlerweile zu kapitalgesellschaftlich organisierten „Sponsoren“ von vielen Mutual Funds geworden. Sie sind sogenannte *Fund-of-Fund* Finanzgesellschaften, die als assoziierte Tochtergesellschaften von Geschäftsbanken komplexe Fondsfamilie unterhalten (Kirsch und Strench 2012, § 6:2.1), was eine unabhängige Aufsicht der Fondsmanager durch die Investoren noch viel wichtiger macht (Hao und Yan 2012).

Unregulierte Fonds: Die hier im Vordergrund stehenden *Hedge Fonds* betreiben genau die Geschäftstechniken, die den regulierten Fonds untersagt sind. Sie sind allerdings nicht unreguliert, sondern abhängig von ihrer gesellschaftsrechtlichen Einbettung eher als weniger reguliert zu bezeichnen. Die Investitionstechniken der Hedge Fonds basieren auf einer hohen Verschuldung gepaart mit riskanten Werten auf Vermögenspreisbewegungen auf den internationalen Kapitalmärkten. Heute gibt es ca. 10.000 Hedge Fonds, die zu einem Fünftel in London, zu zwei Fünftel in den USA und ansonsten in der Hauptsache in karibischen Steuerparadiesen gegründet sind. Alle Hedge Fonds zusammen verwalten aktuell ein Kapital von geschätzten 2000 Milliarden Dollar (MacKenzie 2008, 1).

Hedge Fonds sind sogenannte Investmentvehikel oder besser Durchgangsstrukturen (*pass-through-structures* oder *flow-through-structures*) für Wertpapiere bzw. für das, was man im weitesten Sinne den Handel mit Wertpapieren nennt. Um ihre Investitionsstrategien anzuwenden, stützen sie sich auf Gesellschaftsformen, die Verschuldung, Gewinn und Konkurshaftung möglichst günstig und risikofrei möglich machen (Ribstein 2010; Economist 2013d, 26; Marples 2013).¹¹⁴ In den USA sind sie entweder als *Limited Partnership (LP)* oder als *Limited Liability Company (LLC)* im US-amerikanischen Bundesstaat *Delaware* organisiert, werden aber in der Regel nicht von dort gemanagt. „Over 60 Prozent of U.S. hedge funds choose to register in Delaware, even though 95 Prozent of those are physically located and managed elsewhere (Cumming et al. 2014, 1)“. Sind Hedge-Fonds zumeist isolierte Projekte unternehmerischer Ex-Investmentbanker und ihrer Partner, die ihre eigene Finanzierungsliquidität durch umfangreiche Fremdkapitalmittel anderer institutioneller Investoren im Versprechen einer hohen Rendite einsetzen. David MacKenzie (2008, 3) spricht von Ideen und Beziehungen, die zur Entstehung eines Hedge Fonds beitragen. Spätestens in den 2000er Jahren sind die US-amerikanisch geprägten Organisationsformen der Hedge Fonds und ihre ebendort geprägten Techniken, wie die Mutual Funds auch, zu Briefkastenfirmen der Aktienmuttergesellschaften großer Finanzorganisationen avanciert (Economist 2013d). „Funds of funds now provide a third of hedge funds’ capital, with the remainder coming from pension funds, endowments, foundations and so on“, schreibt David MacKenzie (2008, 3) diesbezüglich.¹¹⁵

Eine Vielzahl von Geschäftstechniken können unterschieden werden. Bei William Fung und David E. Hsieh (1999, 318-322) werden bis zu sieben zentrale Techniken unterschieden, die alle wiederum ähnliche Techniken vereinen: Erstens von unterschiedlichen Marktereignissen getriebene Investitionstechniken (*Event-driven funds*), zweitens Investitionen in globale Aktien oder Debt Securities (*Global*

¹¹⁴ Im Unterschied zu Publikumsgesellschaften werden sie im deutschen Gesellschaftsrechtsdiskurs auch als *geschlossene Kapitalgesellschaften* bezeichnet, wobei sie hier auch Familienunternehmen umfassen können. Grundsätzlich sei hier aber auf die Flexibilität und Unabhängigkeit des Managements von einem Publikum verwiesen, dass im für seine Favorisierung der Publikumsgesellschaften bekannten US-amerikanischen Rechtsraum, die Rede von der *Uncorporation* und der *Distorporation* angereizt hat. Gesellschaftsformen, die unkontrolliert und unverantwortlich gesellschaftlich und politisch fragwürdige Risiken eingehen können (Ribstein 2010; Economist 2013d).

¹¹⁵ Auf diese Entwicklung, die insbesondere in Bezug auf die Investmentbanken- und Bankenkonglomerate schon viel früher einsetzte, soll nachfolgend immer wieder zurückkommen werden.

funds), drittens Investitionen in globale makroökonomische Referenzraten, wie zum Beispiel Währungskurse, Zinsraten, etc. (*Global/Macro funds*), viertens die Anwendung von Strategien, mit denen man auf relative Preisbewegungen (Preisarbitrage) zwischen existierenden Finanzvermögenswerten wettet (*Market neutral funds*), fünftens sektorspezifischen Wetten (*Sector funds*), sechstens die Technik, Wertpapiere teuer zu verkaufen und günstig wieder einzukaufen. Eine Technik, die insbesondere dann lukrativ ist, wenn man sich den Vermögenswert nur ausleiht, den man teuer verkaufen will, um ihn wenn der Preis gefallen ist, wieder zurückzukaufen (*Short-seller funds*) und siebtens die Technik, Wertpapiere günstig zu kaufen und teuer zu verkaufen (*Long-only funds*) (vgl. auch MacKenzie 2008, 4-5).

3.1.3 US-AMERIKANISCHE INVESTMENTBANKEN

Die US-amerikanischen Investmentbanken sind Bankenorganisationen ohne Banklizenz. Ihr Geschäft ist traditionell die Vermittlung von Wertpapieren, d. h. sie agieren zwischen den Wirtschaftssubjekten, die Finanzierungsliquidität nachfragen und denen die Finanzierungsliquidität anbieten – den Investoren. Sie sind spezifisch US-amerikanische Unternehmen, deren Entstehung und Weiterentwicklung im bis hierhin beschriebenen Gesamtkontext einer aufstrebenden Wertpapierindustrie zu verstehen ist. Die Investmentbanken entwickelten sich parallel zu den institutionellen Investoren zum „Cockpit“ der US-amerikanischen und globalen Wertpapierindustrie bzw. zum „cockpit of securities capitalism“, wie in Fortune (1969) nahezu prophetisch zu lesen war, um es später – wie noch zu zeigen sein wird (vgl. Abschnitt 3.2) – den Dealer-Elitebanken zu übergeben, zu denen sie sich zum Teil auch selbst wandelten.

Der Ursprung der Organisationsform Investmentbank findet sich in einer ganzen Reihe von typisch US-amerikanischen Wertpapierdienstleistern, die sich erst im Laufe der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zu sogenannten *Full-Service* Investmentbanken integrierten (Augar 2005, 34-44; Morrison und Wilhelm 2007a, 30-35; 294-300). In der Literatur finden sich immer wieder Institutionen wie beispielsweise: *Merchant Banken, Stock Jobber, Underwriter, Broker, Dealer* und *Asset Manager* genannt, die alle spezifische Teile des Geschäfts der Investmentbanken beschreiben (Carosso 1970; Banner 1998; Weiss 2006, 4-9; Morrison und Wilhelm 2007a). Aber von vorne: Auch die US-amerikanischen Investmentbanken entwickelten sich in dem dynamischen US-amerikanischen Umfeld, das die Geschäftsbanken und den Kredit weitgehend regulativ beschränkte, das Wertpapier zu einem kommerziell handelbaren Gut machte, das Gründen börsennotierter Aktiengesellschaften förderte und die Befindlichkeiten der institutionellen Investoren bereits früh schützte und stärkte (Sylla 1985; Booth 2006). In diesem institutionellen Umfeld entwickelten die Investmentbanken ihr auf diese Bedingungen zugeschnittenes Bankgeschäft, das sich maßgeblich von dem Kreditgeschäft der Geschäftsbanken unterschied. Es war das Geschäft der marktbasiereten im Unterschied zur bankbasierten Vermittlung von Finanzierungsliquidität, das Geschäft der Vermittlung von Wertpapieren. Dieses Geschäft kennt heute zwei betriebspraktische

Schwerpunkte, die, wenngleich sie sich heute ergänzen, zwei Epochen des Investmentbankengeschäfts begründen: das Primärmarkt- und das Sekundärmarktgeschäft.¹¹⁶

Das Primärmarktgeschäft ist die Wiege der Investmentbanken. Es entstand im späten 19. Jahrhundert in den USA. In der Zeit also, in der die wachsenden US-amerikanischen Unternehmen und öffentlich-rechtlichen Versorger begannen Aktien und langfristige Anleihen zu emittieren, um ihre anstehenden Investitionen zu finanzieren (vgl. u.a. Alfred D. Chandler 1978; Gurtler und Miller 2006; Gomory und Sylla 2013). Als traditionelle Familienunternehmen bzw. Kommanditgesellschaften (*Limited Partnerships*), ähnlich den heutigen Hedge Fonds, besaßen die angehenden Investmentbanken keine Banklizenz und durften entsprechend keine Kundeneinlagen nehmen. Dies schränkte ihre finanziellen Mittel auf Privatvermögen und die Vermögen finanzstarker Partner und Investoren ein, brachte aber darüber hinausgehende Vorteile (Morrison und Wilhelm 2007a, 265-292). Während also die US-amerikanischen Geschäftsbanken keine Wertpapiere handeln durften, sondern mit wenigen Ausnahmen strikt an das Kreditgeschäft gebunden waren, das sie mit Kundeneinlagen zu finanzieren hatten (*Fund-with-Deposits – Originate-to-Hold-to-Maturity*), entwickelten die US-amerikanischen Investmentbanken ihr Primärmarktgeschäft. Die Investmentbanken knüpften Beziehungen insbesondere zu Unternehmen und boten ihnen einen privatwirtschaftlichen Dienst an. Marktförmig war in diesem Zusammenhang allenfalls das Finanzierungsinstrument, die Wertpapiere. Die Dienstleistung selbst wird in der Literatur als *Relationship Banking* bezeichnet (Meerschwan 1987; Knee 2006). Die Rede ist von der Primärmarktplatzierung von Wertpapierneuemissionen, auch *Underwriting* genannt.

Das Underwriting ist ein die Wertpapierverträge ergänzender Vertrag, mit dem die Investmentbanken den Wertpapieremittenten anbieten, die Risiken ihrer Wertpapierneuemission gegen eine Gebühr zu übernehmen. Das zentrale Risiko des Wertpapieremittenten ist, dass er keine Investoren findet und seine Kapitalnachfrage unbefriedigt bleibt. Underwriting ist demnach die gegen eine Gebühr vertraglich konkretisierte Empfehlung, Arrangierung, Strukturierung und Betreuung einer Wertpapierneuemission, die im Englischen auch *Initial Public Offering (IPO)*¹¹⁷ genannt wird. Die ersten Underwriting-Verträge waren sogenannte Standby-Verträge. Die Investmentbank garantierte dem Emittenten, die Wertpapiere zu kaufen, die er bis zu einem bestimmten Termin nicht selbst verkaufte (Carosso 1970, 53). Anfang des 20. Jahrhunderts entstand das Underwriting dann in seiner heutigen Form. Seitdem kaufen Investmentbanken allein oder mithilfe eines Partners bzw. eines Konsortiums die gesamte Wertpapierneuemission eines Emittenten. Dabei übernehmen sie – wie die Geschäftsbanken bei der Fristentransformation, wenngleich nur kurzfristig – das Ausfallrisiko des Emittenten. Im frühen 20. Jahrhundert teilten

¹¹⁶ Das hier diskutierte Primärmarktgeschäft soll sich vor allem auf die Erstemission von Debt Securities beschränken. Dass insbesondere die Primärmärkte für Aktien das US-amerikanische Investmentbankengeschäft entstehen hat lassen, sei aber hiermit explizit hervorgehoben.

¹¹⁷ Der Begriff IPO wird oftmals im Zusammenhang mit dem Börsengang von Unternehmen verwendet. Hier ist er weiter definiert. Er beschreibt jede Emission, deren Wertpapiere erstmals gehandelt werden.

sich wenige große Investmentbanken¹¹⁸ den Markt der Klienten untereinander auf. Jede Investmentbank bediente gewissermaßen eine Branche, zu der sie beste Kontakte pflegte (De Long 1991).¹¹⁹ Die Wahl der die Emission betreuenden Investmentbank war lange Zeit wegen des bereits zitierten Relationship Banking nicht als marktförmig zu bezeichnen. War eine Investmentbank früher fest an einen Klienten gebunden, lösten sich mit der Zeit die festen Beziehungen zwischen den Investmentbanken und ihren Klienten. Wobei eine gewisse Hierarchisierung weiterhin existiert, bei der die Wahlfreiheit der Kapital-suchenden Unternehmen und Staaten statusabhängig ist. Für die besten Wertpapieremittenten wird die Marktförmigkeit der Primärmarktplatzierung heute gerne als *Beauty Contest* beschrieben, wie John Maynard Keynes diesen Vorgang bereits 1936 beschrieben hat. Ein Beauty Contest, bei dem „general reputation, research support, industry knowledge, and prior relationships“ (Corwin und Schultz 2005, 446) ausschlaggebende Kriterien der Wahl sind.

Hat der Wertpapieremittent die für seinen Geschmack *schönste* Investmentbank gewählt, dann beginnt für die beauftragte Investmentbank die Analyse des Emittenten. Wie bei der Kreditvergabe ist die Analyse die Grundlage der weiteren Vertragsgestaltung. Die Menge und der Einzelpreis der Wertpapiere der Emission werden definiert und fließen in das Vertragswerk ein. Stimmt der Emittent dem Vertragswerk zu, dann beginnt für die Investmentbank die eigentliche Arbeit. Wie angedeutet kauft die Investmentbank alle Wertpapiere der Neuemission samt dem Ausfallrisiko. Die Investmentbanken sind traditionell jedoch keine finanzstarken, börsennotierten Geschäftsbanken, sondern Kommanditgesellschaften, deren Finanzierungsliquidität (Unternehmenskapital) sich aus den Kapitaleinlagen der wenigen Partner sowie aus ihren Beziehungen, ihrer allgemeinen Verschwiegenheit und den darüber hinaus zur Verfügung stehenden Informationen generiert. Ihr Kapital ist das aus der Praxis der Beobachtung des Marktes gewonnene informelle Wissen, im Englischen auch „tacit knowledge“ oder „reputational capital“ genannt (Morrison und Wilhelm 2007a, 88-92). Ihre Finanzmittel reichen zwar meistens aus, um eine Wertpapieremission vollständig zu kaufen. Allerdings nicht, um sie dem Kreditgeschäft der Geschäftsbanken ähnlich über einen längeren Zeitraum in der eigenen Bilanz zu halten. Dies würde sie einem zu konzentrierten Ausfallrisiko und einer hohen Fristeninkongruenz aussetzen und ihnen zum anderen die Fähigkeit rauben, ihr Geschäft darüber hinaus auszuüben. Um die eigene Finanzierungsliquidität zu sichern, muss das Ziel der Investmentbanken sein, die gekauften Wertpapiere möglichst schnell weiterzuverkaufen.

Die schnelle Erstvermittlung der Wertpapiere beginnt bereits vor der eigentlichen Emission. Sie erfolgt traditionell mit Hilfe eines Vertriebsyndikats. Der Underwriter organisiert die Syndikate als sogenann-

¹¹⁸ Zu nennen sind: *J.P. Morgan, Drexel & Company* (ab 1895 *J.P. Morgan & Company*); *Kidder, Peabody & Company*; *Kuhn, Loeb & Company*; *J.W. Seligman & Company*.

¹¹⁹ Beispielsweise arrangierte J.P. Morgan, Drexel & Co die Fusion, die 1892 zur Formation des Elektronikonzerns *General Electric* führte. Um Einfluss auf die Finanzierungsentscheidungen des Unternehmens zu nehmen, platzierte J.P. Morgan, Drexel & Co wie Partner im Vorstand des Konzerns (Kotz 1978, 31-32).

ter *Lead Manager*. Dazu rekrutiert er institutionelle Investoren und sogenannte Broker, andere Investmentbanken, die Kontakte zu Kleininvestoren bzw. wieder zu anderen institutionellen Investoren pflegen. Die Lead Manager formieren die Vertriebssyndikate, wobei sie jedem Teilnehmer eine Rolle zuweisen, die entsprechend entlohnt wird. Die Entlohnung erfolgt durch rollenabhängige Abschläge auf den anvisierten Verkaufspreis der Wertpapiere.¹²⁰ Die Gewinnspanne (Spread) des Lead Managers ist traditionell die größte. Sie liegt bei durchschnittlich sieben Prozent (Chen und Ritter 2000). Die Syndikate sind komplexe Mehrebenenmechanismen. Wer in den Syndikaten welche Rolle übernimmt, lag früher völlig in der Hand des Lead Managers (Hayes III et al. 1983, 14-15).¹²¹ Heute nimmt der Emittent – abhängig von seiner Expertise – Einfluss auf die Zusammensetzung der Syndikate, wobei der Rat des Lead Managers weiterhin bedeutend ist (Corwin und Schultz 2005, 446). Die Rollen der Syndikatteilnehmer sind unterschiedlich. Shane A. Corwin und Paul Schultz (2005, 448-450) unterscheiden folgende Dienste: (1) Informationsproduktion, (2) die Vergrößerung der Reputation des Syndikats, (3) Marktanalyse und (4) Markterzeugung. Die ersten beiden Dienste sind selbsterklärend. Einzelne Teilnehmer generieren Informationen für potentielle Investoren. Und je größer die Reputation der am Vertrieb beteiligten Akteure ist, die durch die Beteiligung von Investmentbanken mit einer langen und erfolgreichen Tradition noch mal erhöht werden kann, desto höher ist folgerichtig die Qualität bzw. Glaubwürdigkeit der Informationsproduktion. Die Marktanalyse und die Markterzeugung betrifft die nachträgliche Betreuung der Primärmarktmission. Teil des Vertrages kann es nämlich sein, den Preis der Emission zu stützen und ihn bis zu einem fixen Datum zu garantieren. Diese Funktion übernahmen die Underwriter bereits im frühen 20. Jahrhundert. Fiel der Preis im Anschluss an die Emission unterhalb des vertraglich garantierten Preises, dann kaufte der Lead Manager einen Teil der Emission (Hoffman 1984, 10). Studien belegen, dass der Lead Manager heute bis zu 22 Prozent der Emission aufkauft, um den Preis auf der Basis seiner Reputation zu stützen (Ellis et al. 2000, 1041).

John Forsyth wird in einem von Kathleen Burk (1992, 75) veröffentlichten Seminarprotokoll zur weiteren Entwicklung der US-amerikanischen Investmentbanken folgendermaßen zitiert: „The primary houses [Primärmarktinvestmentbanken] were primary houses and they didn't dabble in the secondary market. Therefore there wasn't a direct competition, since each house knew which part of the deal they were going to do. Interestingly the market moved [...] towards an integrated-style corporation in the eighties, where every house was trying to be involved at every stage of the process.“ Die US-amerikanischen Investmentbanken entwickelten sich zu sogenannten „Full-Service“ Investmentbanken. Die Leistungen, die die US-amerikanischen Investmentbanken seither den institutionellen Investoren anbieten, sind die einer kommerziellen Großhandelsorganisation (Spulber 1998, 95-118), welche sich zur Rolle des börsenähnlichen Sekundärmarkterzeugers (*Market-Maker*) zusammenfassen lässt. Entscheidend für die

¹²⁰ Bei Hsuan-Chi Chen und Jay R. Ritter (2000, 1122-1123) findet sich die Darstellung eines Syndikats und seiner Rollen.

¹²¹ Auch hier wird deutlich, warum New York und die Wall Street zum US-amerikanischen Finanzzentrum wurden: Das Zusammenstellen von Syndikaten erforderte physische Nähe. Insbesondere in Zeiten, in denen die vorherrschenden Kommunikationstechnologien keine Alternativen boten.

weitere Entwicklung der US-amerikanischen Investmentbanken im Anschluss an den Zweiten Weltkrieg war zweierlei: Erstens dass die sekundärmarktliche Handelbarkeit von Wertpapieren politisch und technisch gefördert wurde. Und zweitens, dass die Investmentbanken sich den institutionellen Investoren zuwandten, denen sie sich zunehmend zu einer quasi Börsengesellschaft integrierend, das Aktivgeschäft der Sekundärmarkterzeugung für die marktweit zunehmende Anzahl an Debt Securities und anderen Finanzinstrumenten anboten.

Erstens: Die Sekundärmärkte sind Zweitmärkte. Es sind Märkte, auf denen Wertpapiere mindestens das zweite Mal ihren Besitzer wechseln bzw. Transaktionen erneuert werden. Die sekundärmarktliche Handelbarkeit der nach dem Recht eines Steuerungsraums emittierten Aktien konzentriert sich bereits seit langer Zeit an den nationalen Börsen. Die sekundärmarktliche Handelbarkeit von langfristigen und kurzfristigen Debt Securities – obwohl in den USA rechtlich verankert – wird traditionell nicht von den Börsen gewährleistet. Während die sekundärmarktliche Handelbarkeit der langfristigen Wertpapiere traditionell im Dunstkreis der Primärmarktinvestmentbanken beispielsweise zur Stabilisierung eines garantierten Kurses üblich war, ist die sekundärmarktliche Handelbarkeit der kurzfristigen Debt Securities weitgehend in den US-amerikanischen Commercial Paper Häusern konzentriert, die man als frühe Geldmarktbörsen bezeichnen kann, welche die Liquidität des US-amerikanischen Handelsgelds (Wechsel) gewährten (vgl. einführend Foulke 1980 [1931], 3-7). Die sekundärmarktliche Handelbarkeit der langfristigen und kurzfristigen Debt Securities politisch zu fördern, war ein Projekt, das insbesondere die *Wall Street Banken* umtrieb, die sich in Form einer Allianz aus Finanzwissenschaftlern und Finanzpraktikern dafür stark machte (Bernstein 1992, 1-2). Ein bedeutender Schritt in diese Richtung – neben der oben bereits erwähnten Anerkennung der „courrier without luggage“ Theorie im UCC von 1953 – war die Pflicht zur Registrierung von langfristigen Debt Securities bei der SEC (Auerbach und Hayes III 1987, 135).¹²² In technischer Hinsicht grundlegend für die sekundärmarktliche Handelbarkeit von Debt Securities war darüber hinaus die Entwicklung und dezentrale Anwendung von Computern, welche die Verrechnung (Clearing) von Wertpapiertransaktionen vereinfachte (Morrison und Wilhelm 2007b, 15).¹²³ Und auch der fortgehende Trend zur stochastischen Rechtfertigung von Transaktionsentscheidungen, bei der der zukünftig zu erwartende Cash-Flow und nicht mehr die allein rückwärtsgewandte Risikoberechnung im Vordergrund stand, muss in diesem Sinne genannt werden „Money increasingly depended on prices“, beschreibt David M. Meerscham (1987, 65) die Entwicklung, die er *Price Banking* nennt.

Zweitens: Zu Sekundärmarkterzeugern insbesondere für die kurzfristigen, aber auch für die langfristigen Debt Securities wurden die US-amerikanischen Investmentbanken in der Folge eines komplexen Prozesses, bei dem die klassischen US-amerikanischen Primärmarktinvestmentbanken nahezu plötzlich an

¹²² Die Sekundärmärkte für Aktien waren weiterentwickelt als die für Anleihen. Grund dafür war die Konzentration des Handels von Aktien auf dem Börsenparkett.

¹²³ „Clearing refers to processing a trade and establishing what the parties to the trade owe each other. Settlement refers to the transfer of value between the parties so the trade is completed“, wie David L. Mengle (1993, 173) den zweistufigen Prozess definiert.

Bedeutung verloren. Sie verloren zu Gunsten anderer Investmentbanken und den institutionellen Investoren an Bedeutung, d. h. insbesondere den oben beschriebenen regulierten und unregulierten Fondgesellschaften. Man kann diesen Prozess am verständlichsten beschreiben, wenn man sich die im Frühstadium dieser Entwicklung unabhängig agierenden Geschäftsbereiche der Investmentbankgesellschaften verdeutlicht. Denn dass Dienstleistungen der Markterzeugung insbesondere im Bereich der schuldvertraglichen Wertpapiere zunehmend nachgefragt würden, erkannten einige US-amerikanische Investmentbanken früher, andere erst später. Das sukzessive Erkennen muss allerdings als Startschuss für eine beispiellose Neuausrichtung des Investmentbankgeschäfts verstanden werden, bei dem sämtliche industrieweit anerkannte Konventionen, die oben als das *relationship banking* zusammengefasst wurden, über Bord gingen. Neben den Primärmarkthäusern sind drei weitere US-amerikanische Investmentbankentypen zu unterscheiden, die man auch als Broker-Dealer¹²⁴ bezeichnet: (1) *Prime Dealer Investmentbanken*, (2) *Broker-Retail Investmentbanken* und (3) *Dealer Investmentbanken*:

(1): Das sich entwickelnde Marktumfeld erkannten erstens einige traditionelle US-amerikanische Investmentbanken, die in den 1960er Jahren als sogenannte staatlich anerkannte *Prime Dealer Banken* agierten, als welche sie die US-amerikanischen Debt Securities der kurzfristigen Staatsfinanzierung (*Treasuries*) sowohl ersteigern als auch an institutionelle Investoren vermitteln mussten und darüber hinaus ihre Marktliquidität erhalten sollten (Duffie 2010; Worldbank 2010).¹²⁵ Die Funktion eine Durchgangsstruktur im Zentrum eines Marktes auszufüllen, brachte ihnen erstens beneidenswerte Profitoptionen (Chernow 1990, 540)¹²⁶ und bedeutete zweitens eine besondere Nähe zu den institutionellen Investoren zu pflegen, die die US-amerikanische Staatspapiere zunehmend als sichere Ergänzung ihres Liquiditätsmanagements nachfragten (Wojnilower 2000, 13).¹²⁷

(2): Eine ebensolche Nähe zu den institutionellen Investoren pflegten auch die Broker-Retail Investmentbanken, die bis dahin zur zweiten Reihe gehörten. Ihr traditionelles Geschäft lag im Vertrieb bzw. der privaten Vermittlung von Wertpapieren. Dazu hatten sie früh ihre analogen Bücher abgeschafft und in Computersysteme investiert, die ihnen nun Wettbewerbsvorteile brachten (Morrison und Wilhelm

¹²⁴ David M. Weiss (2006, 5-9) unterscheidet 29 Finanzdienstleister, die man technisch unter den im amerikanischen Regulierungsrecht nicht definierten Organisationsbegriff der Broker-Dealer fassen kann.

¹²⁵ Zu nennen sind in diesem Zusammenhang beispielsweise *Salomon Brothers Inc.* und *Merryll Lynch Government Sec. Inc.* Ein Blick auf die im Anhang zu findende Liste der in den 1960er Jahren von den FRB benannten *Dealer Banken* verweist bereits auf die im nächsten Abschnitt zu diskutiere Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken durch den Glass Steagall Act. Auf der Liste finden sich nämlich nicht nur Investmentbanken, sondern vor allem auch lizenzierte Geschäftsbanken bzw. deren für diese Zwecke aufgesetzten Tochtergesellschaften: Z.B. *Citibank*, *J.P. Morgan Securities Inc.*, *Bankers Trust*.

¹²⁶ Die Profitoptionen als Prime Dealer Banken für Staatspapieren kamen insbesondere den in ihrer Aktionsfreiheit beschränkten Geschäftsbanken zu Gute, wie Ron Chernow (1990, 540) für J.P. Morgan darlegt.

¹²⁷ Im Originalzitat wird die Bedeutung der US-amerikanischen Staatsschulden deutlich (Wojnilower 2000, 13): „For many economic units, be they public or private, domestic or foreign, Treasury bills serve as a major or even principal store of value and quasi-means of payment. Deposit insurance, after all, extends only to \$100,000 per account, but the guarantee on Treasury debt is unbounded. Banks and other issuers of short-term liabilities, monetary and otherwise, are disciplined by the knowledge that, should their solvency become suspect, a readily accessible riskless asset exists to which their clientele can and will run in a 'flight to quality.'”

2007a, 227-231). „Firms like Merrill Lynch, Dean Witter, Eastman Dillon, and Paine Webber had widespread networks of offices pedalling shares to small investors. Commissions on security transactions accounted for about 70 Prozent of Merrill Lynch’s \$192 million revenue in 1960, with traditional investment banking representing only five percent of the total”, schreiben Alan D. Morrison und William J. Wilhelm (2007b, 15). Ihr Vorteil war es, dass sie anders als die klassischen Primärmarktinvestmentbanken, die ihren Klienten auf der Basis ihre Beziehungen die sichere Emissionsplatzierung verkauften, bereits den Klein- und Großinvestoren zugewandt waren. Sie waren bereits *Broker*, also Treuhänder, die im Auftrag von Investoren in Wertpapiere investierten.

(3) Eine dritte Gruppe US-amerikanischer Investmentbanken waren hingegen traditionell *Trader* und *Marktanalysten*. Sie waren Investmentbanken, die ihren Anfang in den oben erwähnten Commercial Paper Häusern nahmen. Hervorzuheben ist auch ihre nicht selten deutsch-jüdische Herkunft, wie sie beispielsweise im noch existierenden Branchenprimus Goldman Sachs, aber auch in den in der gleichen Reihe zu nennenden Investmentbank *Lehman Brothers* zum Ausdruck kommt (Morrison und Wilhelm 2007a, 163-165). Diese und andere Trader Investmentbanken investierten weniger fremde als ihre eigene Finanzierungsliquidität in bestenfalls gewinnbringende Anlagen. Trader-Investmentbanken und insbesondere der in den 1970er noch kritisch beäugte Berufsstand des Traders, entwickelten sich nachfolgend zum zentralen Geschäftsfeld der modernen US-amerikanischen Investmentbanken und zusammen mit den Analysten zum zentralen organisatorischen Bestandteil der Umorientierung der Investmentbanken zu den institutionellen Investoren und in einer späteren Phase zu den Hedge-Fonds als vielseitige Trading-Partner (Chernow 1990, 584; Augar 2005, 109-111; 139-144).

Wie funktioniert das Geschäft der sekundärmarktlichen Markterzeugung: In der Literatur wird das Geschäft der Markterzeuger (Market-Maker) formell vom Geschäft der Marktvermittler (*Broker*) unterschieden. Hernach vermittelt ein Broker Transaktionen (niedrigere Stückzahlen) eher manuell, beispielsweise per Telefon. Er ist im Unterschied zum Markterzeuger ein Spezialist im Geschäft der Technik der Intermediation, als welcher er auch schwer zu vermarktende Produkte vermittelt. Ein Markterzeuger ist hingegen eher als eine Börsenorganisation zu verstehen, die Transaktionen in hoher Anzahl auf der Basis von computerisierten Transaktionen vermittelt.¹²⁸ Faktisch finden sich beide Geschäftsbereiche in der heutigen US-amerikanischen Investmentbank integriert. Beide Spezialisierungen, die technische und die mengenmäßige, werden nachfolgend als kommerzielle Markterzeugung einer Bankenorganisation bezeichnet, die mittlerweile formalregulatorisch eine Lizenz als Broker/Dealer bei der SEC beantragen muss (Weiss 2006, 5). Als kommerzielle Markterzeuger gewährleisten die Investmentbanken die permanente Zirkulation, d. h. die höchst mögliche Anzahl permanenter Wertpapierbesitzwechsel (*Turnover*) oder die Marktliquidität der Wertpapiere, für die es keine zentralen Handelsplatz gibt (Einzig

¹²⁸ Eine ausführliche modelltheoretische Unterscheidung der beiden Rollen Intermediär und Markterzeuger findet sich bei John Rust und George Hall (2003) und bei Jiandong Ju, Linn C. Scott und Zhu Zhen (2010). Einen deutlich einfacheren beschreibenden Zugang bietet Matt Levine (2013)

1971, 101), das sind die langfristigen und kurzfristigen Debt Securities und die sie einbindenden bzw. referenzierenden Finanzinstrumente.

Wie funktioniert Markterzeugung und wo genau liegen die Profitoptionen und Risiken, die grundlegend für die Etablierung dieses Service durch die Investmentbanken sind? Grundlegend für das Geschäft der Sekundärmarkterzeugung ist, dass die Investmentbanken alle Wertpapiere kaufen, die ihnen zum Kauf angeboten werden. Wann immer sie von einem Kunden darum gebeten werden, dann verkaufen sie beispielsweise die Dienstleistung, die man in Bezug auf die Markterzeugung von großen Wertpapier- oder Aktienpaketen auch Bloc-Trading nennt (Chernow 1990, 585). Darüber hinaus grundlegend für das Funktionieren der Markterzeugung in allen Größenordnungen ist, dass die Investmentbanken es schaffen, den gekauften Block aufzunehmen und weiter zu handeln, ohne eine Öffentlichkeit zu erzeugen, die sich auf den Preis und die weitere Marktliquidität der Wertpapiere auswirkt. Der Vorgang der Markterzeugung beginnt mit dem Preisangebot, das die Investmentbanken den Dienstleistungsnachfragern anbieten. Diesen Preis ermitteln sie, in dem sie die Nachfrage nach dem jeweiligen Wertpapier analysieren und einen möglichen Verkaufspreis berechnen. Der Gewinn, der der Investmentbank dabei winkt, ist der sogenannte *Bid-Ask-Spread*, d. h. die Differenz aus Angebots- und Nachfragepreis plus der Gebühr, die der institutionelle Investor für die Dienstleistung zahlen muss. „Bid-ask spreads reflect order processing, inventory holding and information asymmetry costs“ (Arakelyan und Serrano 2012, 9), d. h. je kleiner der Bid-Ask-Spread ist, desto kostenaufwendiger ist die Auftragsabwicklung (*Order Processing*), die Lagerhaltung (*Inventory Holding*) oder die aus Informationsasymmetrien entstehenden Kosten (*Information Asymmetry Costs*) der Sekundärmarktdienstleistung, und desto illiquider ist folgerichtig der Markt und desto größer ist faktisch das Liquiditätsrisiko, dem sich die Investmentbanken auch in Abhängigkeit von der Blockgröße aussetzt.

Mit der Fähigkeit Märkte bzw. Marktliquidität zu erzeugen, stieg die Nachfrage nach Wertpapieren, mit der Nachfrage stieg die Menge, und mit der Menge der gehandelten Wertpapiere stiegen die Möglichkeiten, sie mehrfach zu handeln, d. h. ihren Turnover zu steigern und sie dabei anders einzusetzen, was wiederum neue organisationsindividuelle und marktübergreifende Risiken mit sich brachte (Augar 2005, 164-165). Unter dem Strich – so kann man sagen – stieg im Zuge der Entwicklung die Nachfrage nach spezieller Marktintermediation, d. h. nach der spezialisierten Vermittlung von Transaktionen in schwierigen bzw. riskanten Marktumfeldern. Um ihre Dienste in diesen riskanten und schwierigen Marktumfeldern anzubieten, nutzten die Investmentbanken zunehmend die gestalterische Flexibilität des Produktes Geld und seiner Substitute. Sie entwickelten die von den Tradern und Hedge Fonds bereits verwandte Risikosteuerungsinstrumente für den sekundärmarktlichen Handel mit Debt Securities weiter und boten ihre Vermittlung zunehmend auch ihren Kunden an. Mit der Computerisierung des Produktes und des Produkthandels waren diese Möglichkeiten noch angestiegen, wodurch ab den 1980 Jahre eine ganze Reihe neuer vertragsbasierter Geschäftstechniken (neue Finanzprodukte, insbesondere die Finanzderivate sind zu nennen) entstanden, denen die Investmentbanken als *Broker* den Markt machten. Die engen Geschäftskontakte zu den institutionellen Investoren kamen ihnen dabei sehr entgegen, gehen

zwangsläufig aber auch mit Interessenkonflikten einher, die die soziale Funktion des Broker-Geschäfts bis heute gefährden (Frankel 2010, 125-127).

Denn als derartige Markterzeuger etablierten sich die US-amerikanischen Investmentbanken „at the nexus of an informal *information marketplace* for price-relevant information“ wie Alan D. Morrison und William J. Wilhelm (2007a, 72, Hervorhebung im Original) schreiben. Zusammengefasst kann man das Aktivgeschäft der US-amerikanischen Investmentbanken als ein *Flow Trading* bezeichnen. Das *Flow Trading* unterscheidet man vom sogenannten *Proprietary Trading* (Prop Trading), dem spekulativen Wertpapiereigenhandel auf eigene Rechnung. Sowohl das *Flow* als auch das *Prop Trading* erhöhen die Marktliquidität. Beide Geschäftsbereiche umfassen zudem dieselben Techniken, wenngleich die von den Investmentbanken im Eigenhandel angewendeten Techniken komplexer sein können, in jedem Fall aber als informierter bezeichnet werden müssen. Gängige Techniken des Eigenhandels entsprechen weitgehend den oben diskutierten Hedge Fond Strategien, die allerdings für die Abwicklung ihrer Handelsstrategien auf die Broker-Dienste der Investmentbanken zurückgreifen, Dienste, die man auch *Prime Brokerage* nennt, weil die eingefädelten Finanzbeziehungen anders als im Retail Brokerage zwischen Großkunden aus dem Bank- und Finanzgeschäft bestanden (vgl. Duffie 2010).¹²⁹ Die Ausmaße des heute komplexen Eigenhandels (Prop Trading) entstanden weitgehend nebenbei. „As Goldman Sachs provided clients with more innovative products and investment opportunities, it invested its own capital alongside them“, zitiert Philip Augar (2005, 114) aus einem Interview. Der Eigenhandel der Investmentbanken ist im Prinzip nicht vom Handel und der Markterzeugung für Dritte zu unterscheiden. Der Unterschied ist letztlich nur die Frage nach der Herkunft der Finanzierungsliquidität. Und organisatorisch macht es wenig Unterschied, ob die Investmentbank mit fremdem Kapital oder mit eigenem Kapital eine Position eingeht, um sie zu gegebener Zeit weiter zu handeln (Augar 2005, 115).

Um die großen Mengen von Wertpapieren und Finanzinstrumenten der Risikosteuerung handeln zu können, die die Erzeugung liquider Märkte erforderlich macht, und um dies leisten zu können, ohne existenzgefährdende Risiken einzugehen, aber auch um die organisatorische Integration voranzutreiben, die nur mit umfassenden Investitionen in Filialen und Computertechnik möglich ist (Morrison und Wilhelm 2007b, 15), brauchten die US-amerikanischen Investmentbanken über die gesamte Zeit ihrer Entwicklung eine größere Kapitalbasis. Dazu opferten sie bis in die 1990er Jahre allesamt ihre traditionelle Kommanditgesellschaftsstruktur und erfanden sich als Aktiengesellschaften neu. Sie öffneten sich also entgegen ihrer Natur der Finanzierung mit Aktien sowie den dazugehörigen Berichtspflichten (Morrison und Wilhelm 2007b, 18-19). Andere Investmentbanken – *Morgan Stanley*, *Goldman Sachs*, *Merrill Lynch*, *Bear Stears* und *Lehman Brothers* – inkorporierten sich darüber hinaus als sogenannte *Industrial Loan Companies (ILC)*, als welchen es Ihnen gesellschaftsrechtlich erlaubt war, sich zu *Full-Service Investmentbanken* zu entwickeln, als welche sie regulierte und unregulierte Fondgesellschaften nicht

¹²⁹ Rainer Sommer (2011): „Die Prime Brokers gestionieren die Wertpapierdepots, organisieren die diversen Handelsstrategien, ermöglichen Leerverkäufe und stellen auch eine Fremdfinanzierung für die jeweiligen Positionen zur Verfügung“, die der Kunde eingehen will.

mehr nur als Kunden betreuten, sondern sie als Tochtergesellschaften selber gründeten oder kauften. Dies führte von 1992 bis 2004 dazu, dass ein Viertel aller in den USA registrierten Fondsgesellschaften mit Investmentbanken vertöchtert war, wie Qing Hao und Xuemin Yan (2012, 538) berichten. Damit nicht genug: Als Industrial Loan Companies war es ihnen ebenso erlaubt, lizenzierte Industriebanken (*Industrial Banks*) zu betreiben, mit denen sie in begrenztem Umfang versicherte Kundeneinlagen nehmen durften und – den Geschäftsbanken in dieser Hinsicht immer ähnlicher werdend – lernten ihre Fremdkapitalbasis weiter zu diversifizieren (Spong und Robbins 2007, 45-47; Omarova und Tahyar 2011, 159).

Abschließend sei auf ein Zitat von Philip Augar (2005, 109) verwiesen, das die Bedeutung oder auch den institutionalisierten Vorsprung, „The Edge“ wie es bei ihm heißt, im heute globalisierten Marktumfeld der US-amerikanischen Full-Service Investmentbanken deutlich macht, bevor es zu fragen gilt, wie die US-amerikanischen Geschäftsbanken auf diese Entwicklung reagierten: „The Edge is sustained by the range of their activities. Equities, bonds, foreign exchange, derivatives, precious metals, oil, other commodities and property: the safe assumption to make is that if it is traded and legal, the investment banks are involved. World markets are working twenty-four hours a day and are increasingly interlinked. As a result of the breadth of their business they have a view of the world that is better than anyone else’s. They trade more products than the stock exchanges; they are more real time than the central banks; they know more than their corporate clients, who have a narrower focus; and they know more than their investing clients.”

3.1.4 US-AMERIKANISCHE BANKENKONGLOMERATE

Ende der 1990er Jahre gab es in den USA insgesamt ca. 6.000 Unternehmen, die auf die eine oder andere beschriebene Weise das Investmentbankgeschäft betrieben. Sie waren in einer zunehmend von Wertpapieren (Securities) dominierten Wirtschaftswelt ungleich profitabler als die US-amerikanischen Geschäftsbanken, die bis in die 1990er Jahren weit davon entfernt waren ein substantieller Teil des Cockpits der Wertpapierindustrie zu werden, das die unabhängigen großen Investmentbanken für sich beanspruchten (Augar 2005, 29-30). Den US-amerikanischen Geschäftsbanken wurde ihre regulierte Inflexibilität zunehmend zum Problem. Ein Problem, dessen mutmaßlicher Höhepunkt die sicherlich übertriebene, aber weithin rezipierte Todweihung der US-amerikanischen Geschäftsbanken und ihres Kreditgeschäfts darstellte (Boyd und Gertler 1994). Eine Todweihung, die von anderen Beobachtern im Begriff der Disintermediation (Davis und Steil 2001, 250) des klassischen Bankgeschäfts zu Gunsten der wertpapierbasierten Finanzintermediation eingefangen wurde, die dem oben diskutierten Investmentbankgeschäft der treuhänderischen Vermittlung und Markterzeugung entspricht (Allen und Santomero 1997).

Für die bis dahin vom Wertpapiergeschäft der US-amerikanischen Fondsgesellschaften und Investmentbanken weitgehend regulativ ausgeschlossen US-amerikanischen Geschäftsbanken bestand der einzige Ausweg in der gesellschaftsrechtlich anerkannten Organisationsform des Konglomerats bzw. der

Holdinggesellschaft. Die Holdinggesellschaft ermöglichte es, die eigene Konzernstruktur kreativ zu einem neuen US-amerikanischen Universalbankentyp zu entwickeln. Einen Weg, den auch aus Konkurrenzgründen die US-amerikanischen Investmentbanken durch die Inkorporierung zu *Industrial Loan Companies* – wie oben angedeutet – ebenso erkundeten. Die partielle Durchsetzung dieses quasi wertpapierbasierten Universalbankentyps, vergrößerte wiederum den Druck zur Deregulierung der US-amerikanischen Geschäftsbankenmärkte, die mit der Substitution des *Glass Steagall Act* durch den *Gramm Leach Bliley Act* ihren vorläufigen Höhepunkt erreichte und den lizenzierten US-amerikanischen Banken neue Perspektiven bot (Boot und Marinč 2008; Boot und Thakor 2010).

Die US-amerikanischen Geschäftsbanken sind gesellschaftsrechtlich betrachtet heute nahezu alle als Bankenkonglomerate inkorporiert. Wurden 1997 noch 83 Prozent aller von der FDIC versicherten Bilanzaktiva von Bankenkonglomeraten gehalten (Stiroh 2000, 1705-1706), so verbleibt heute ein vernachlässigbarer Rest der Aktiva aller Banken in den Bilanzen von zumeist regional tätigen Kleinbanken (Avraham et al. 2012, 65-66). Um Bankenkonglomerate zu werden, sind die lizenzierten US-amerikanischen Geschäftsbanken zu Konzernen geworden, im Englischen *Holding Companies* genannt. Als Holdinggesellschaften können Banken unter dem Dach einer Muttergesellschaft (*holding company*) sämtliche Bereiche des Bankgeschäfts vereinigen: So auch das klassische Bank- mit dem Investmentbank-, Fonds- und Versicherungsgeschäft kombinieren, wie es für die kontinentaleuropäischen Universalbanken traditionell möglich ist, die jedoch wegen der unterentwickelten schuldvertraglichen Wertpapierkultur in erster Linie kontinentaleuropäische Kredituniversalbanken geblieben sind.¹³⁰

Die gesellschaftsrechtliche Option der Bankholdinggesellschaft ist für die US-amerikanischen Geschäftsbanken allerdings keine Neuheit. Sie prägt die Entwicklung der US-amerikanischen Geschäftsbanken und des US-amerikanischen Banksystems seit geraumer Zeit (Peach 1941; Chase 1971; Wilmarth 2009; Omarova und Tahyar 2011). Trotz der oben gezeichneten Regulierungstradition entstanden die ersten Bankenkonglomerate der USA bereits in der ersten Dekade des 20. Jahrhunderts. Ein zentraler Grund dafür ist das bundesstaatlich fragmentierte US-amerikanische Gesellschaftsrecht, das viel Raum für gesellschaftsrechtlichen Regulierungswettbewerb bietet, welcher sich in immer neuen potentiellen Gesellschaftsformen Bahnbricht (Ebke 2011; Economist 2013d). Das für seine Zeit größte Bankenkonglomerat entwickelte sich, als 1916 die Wertpapiertochter (*First National Company*) der *First National City Bank of New York* (heute *Citibank*) unter anderem die Investmentbank *N.W. Halsey and Company* samt ihrer Zweigstellen akquirierte (Peach 1941, 85-88)¹³¹ und damit eine Option explo-

¹³⁰ Dies ist eine These, der man einmal mehr Aufmerksamkeit schenken müsste. Was an dieser Stelle nicht weiter möglich ist. Im Sinne dieser These ist allerdings zu verstehen, dass die Dealer-Elitebanken, von denen hier die Rede ist, „American-Style“ Universalbanken sind, wie Charles C. Calomiris (1998) richtigerweise betont.

¹³¹ „The National City Company was now in a position to conduct a securities business similar to that carried on by private investment bankers. It was equipped to compete on equal terms with private banking houses for the business of originating and distributing securities for business corporations and governments. It was equipped

rierte, die bis zur Großen Depression Konjunktur haben sollte. Bis in die frühen 1930er Jahre entwickelten sich entgegen der oben gezeichneten Geschäftsbankentradition, viele US-amerikanische Geschäftsbanken zu wertpapierhandelnden Bankenkonglomeraten (Peach 1941; White 1984; White 1986). Als ein zentraler Grund dafür muss die dem US-amerikanischen Finanzierungssystem immanente Dynamik herausgestellt werden.

Mit dem sogenannten Glass Steagall Act, der die Absätze 16, 20, 21, 32 des *Banking Act* von 1933 umfasst, wurde die Konkurrenz zwischen dem Kredit- und dem Wertpapiergeschäft wieder institutionalisiert. Mit dem Glass Steagall Act zwang der Gesetzgeber die US-amerikanischen Geschäftsbanken zurück in das im Wettbewerb der 1920er Jahre erodierte Korsett, das die Geschäftsbereiche Kreditgeschäft und Investment Banking (oder: *banking* und *commerce*) weitgehend informell trennte, wie in Abschnitt 3.1.1 und auch nachfolgend ausgeführt wurde. Der Glass Steagall Act beschränkte den Umgang der Geschäftsbanken mit Wertpapieren darauf, nur bankfähige (*bank-eligible*) Wertpapiere zu kaufen und zu verkaufen. Dazu zählten föderale, bundesstaatliche und kommunale Schuldverschreibungen (Absatz 16). Geschäftsbanken, die andere Wertpapiere handeln wollten, war es untersagt, FDIC-versicherte Einlagen zu nehmen, d. h. eine Banklizenz zu erwerben (Absatz 21). Absatz 20 und 32 verbieten den Einlagen nehmenden Banken darüber hinaus Wertpapiertöchter im Inland zu betreiben (Wilmarth 2002, 225-226). Alle US-amerikanischen Geschäftsbanken mussten sich folglich entscheiden, entweder das regulierte Einlagen- oder das kommerzielle Investmentgeschäft zu betreiben. J.P. Morgan & Company beispielsweise, die größte Bankgesellschaft der Nachkriegszeit, entschied sich für das Einlagengeschäft nicht zuletzt weil das Wertpapiergeschäft im Nachlauf der Großen Depression und im Vorlauf des Zweiten Weltkriegs am Boden lag (Hendrickson 2001, 860). Sie wurde zu einer Geschäftsbank gleichen Namens, veranlasste aber darüber hinaus die Ausgründung einer unabhängigen Investmentbank mit dem Namen *Morgan Stanley*. Diese Ausgründung sorgte für Aufsehen, da sie, wie Ron Chernow (1990, 388) schreibt, den Geist von *Glass-Steagall* zuwider lief. Morgan Stanley wurde als Aktiengesellschaft in ein fußläufig erreichbares Gebäude an der Wall Street ausgegliedert. Seine Stammaktien (\$500.000) befanden sich zu 100 Prozent im Besitz seiner Manager. Das eigentliche Grundkapital der Gesellschaft jedoch, das aus sieben Millionen Dollar Vorzugsaktien ohne Stimmrecht bestand, hielt zu 90 Prozent die *Familie Morgan* (Chernow 1990, 387-388). Der Glass Steagall Act konnte daran nichts ändern.

Der Glass Steagall Act war also von Beginn an nur bedingt in der Lage die komplexen gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten der Holdingzusammenschlüsse zu unterbinden, die das fragmentierte US-amerikanische Banken- und Gesellschaftsrecht den Geschäftsbanken bot. Man könnte durchaus auch

to handle the task of investigating the ability of prospective issuers of securities to meet the obligations at maturity. It could head underwriting and selling syndicates. Its distributing offices were located in all the important investment centers in the United States. It no longer confined its activities to accepting participations in underwriting syndicates offered by private bankers and making occasional offerings of new securities to the public through the bond department of the bank", notiert W. Nelson Peach (1941, 19-20) zu diesem Fall.

argumentieren, dass der Glass Steagall Act diese Optionen gar nicht unterbinden wollte oder konnte, denn das Gründen einer Holdinggesellschaft, die gleichzeitig eine Geschäftsbank und eine Investmentbank betreibt, wäre in manchen Bundesstaaten weiterhin problemlos möglich gewesen (Omarova und Tahyar 2011, 121). Die Banken interessierten sich eine Zeitlang allerdings nicht für diese Möglichkeit. Interessanter war es für das Gros der Geschäftsbanken, als Geschäftsbanken über die Grenzen der Bundesstaaten hinaus zu wachsen. Dazu fusionierten sie entweder direkt oder schlossen sich zu sogenannten *Interstate Multibank Holding Gesellschaften* zusammen. Bis in die 1950er Jahren entstanden Multibank Holding Gesellschaften, die mehr als 50 Geschäftsbanken vereinten. Sowohl der *Bank Holding Company Act* von 1956 als auch der *Bank Merger Act* von 1960 setzten dieser Entwicklung Grenzen und machten bestehendes Wettbewerbsrecht (*Sherman Antitrust Act – Clayton Act*) erstmals auch für Geschäftsbanken anwendbar (Traber 1969; Chase 1971, 1235; Omarova und Tahyar 2011, 122-123).

Der Bank Holding Company Act von 1956 verbot allerdings weiterhin nicht die Bank Holding Gesellschaft. Er verbot den Holdinggesellschaften mehr als eine Bank zu akquirieren, womit die wettbewerbsrechtliche Intention des Gesetzes hervorgehoben ist. Dass man Holdinggesellschaften, die nur eine Bank umfassten, nicht ganz verbot, lag allerdings nicht am ausschließlichen Willen der FRB, sondern in erster Linie wiederum an den Country Bankern. Diese wandten sich gegen Mehrbankenkonzerne und damit gegen einen Fusionswettbewerb zwischen den Country Bankern, verteidigten allerdings – sicherlich nicht zur Sorge des FRB – die gesellschaftsrechtliche Konstruktion der sogenannten *one-bank-holding-companies*, weil viele der Country Banker solche Holdinggesellschaften betrieben. Sie hatten diese Gesellschaftsform angenommen, um ihr Bankgeschäft mit anderen regionale Unternehmen auszuschnürceln und rentabler zu machen (Omarova und Tahyar 2011, 136-138). Die mögliche Verquickung von Kredit- und Investmentbankgeschäft fand bis in die späten 1960er Jahre aus diversen Gründen keine Beachtung (Omarova und Tahyar 2011, 124).¹³² Die existierenden großen Geschäftsbanken erfanden sich damals als *one-bank-holding-companies* neu. Wie die Investmentbanken erkannten auch sie das Potenzial der Wertpapiermärkte. Folgerichtig kam das Thema der Verquickung von Kredit- und Investmentgeschäft wieder auf die Tagesordnung des Kongresses (Chase 1971, 1233-1234; Hayes 1971, 23). Washington antwortete 1970 mit einer Änderung des Bank Holding Company Act, die allerdings keine durchgreifende Regelung der Problematik nach sich zog. Die Änderung erlaubte dem FRB, dem schon 1956 die Beaufsichtigung von Bank Holding Companies zugefallen war, in Fällen, in denen Geschäftsbanken Wertpapierunternehmen akquirieren, nach eigenem Ermessen zu entscheiden (Chase 1971,

¹³² Saule T. Omarova und Margeret E. Tahyar (2011, 124-125) fassen potentielle Gründe dieser Entwicklung wie folgt zusammen: „By the 1970s, the interest rate volatility and growing competition in the global and domestic financial markets fundamentally altered the dynamics in the U.S. banking sector. Investment banks and other market actors, which were not subject to the same regulatory restrictions as banking institutions, took advantage of macroeconomic volatility by creating financial instruments that offered higher returns to investors—such as money market mutual funds—and steering commercial companies toward raising capital in commercial paper and bond markets.”

1237; Hayes 1971, 25). Die Voraussetzung für die positive Ermessensentscheidung hatte einzig und allein ein erkennbarer „net benefit to the public“ zu sein (Hayes 1971, 25).¹³³

Dass das FRB alle Bank Holding Companies beaufsichtigt, mag ein ausschlaggebender Faktor dafür gewesen sein, dass insbesondere die großen US-amerikanischen Geschäftsbanken Holdinggesellschaften wurden. Seine teils honorige Haltung den großen *Wall Street Banken* gegenüber, ist eine Ursache für die sukzessive Entschärfung der Glass-Steagall-Trennung von reguliertem Einlagen- und kommerziellem Investmentgeschäft in den nachfolgenden Jahren gewesen. Nicht zuletzt die Möglichkeit der Ermessensentscheidungen wirkten sich in diesem Zusammenhang aus (Hendrickson 2001, 865, 867; Omarova und Tahyar 2011, 125). So genehmigte das FRB 1989 der Bank J.P. Morgan & Co. Wertpapiere von US-amerikanischen Unternehmen zu garantieren bzw. gegenzuzeichnen, wenn dieses Geschäft über eine nach *Section 20* des Federal Reserve Act im Ausland gegründete Tochtergesellschaften erfolgte (Barth et al. 2000, 196-197; Roten und Mullineaux 2002). Ähnlich entwickelte sich das treuhänderische Fondsgeschäft der US-amerikanischen Geschäftsbanken. Unter dem Glass Steagall Act verboten, erlaubte – allerdings im Anschluss an eine Entscheidung, die der OCC für die Nationalbanken getroffen hatten – das FRB seinen Regulierten Bankholdinggesellschaften 1992 „to offer investment advice to customers regarding the purchase and sale of bank-related funds, provided the relationship between the bank and the fund is disclosed. Banks are also now permitted to sell shares of their own funds, subject to certain restrictions“ (Neely 1993). 1998 erreichte die über ein Jahrzehnt heiß geführte Debatte über die formelle Änderung des Glass Steagall Act ihren Höhepunkt (Hendrickson 2001). Das FRB genehmigte den Zusammenschluss von *Citicorp* und *Traveler*: die Fusion einer Bank Holding Gesellschaft mit einem Finanz- und Versicherungsdienstleister. Eine Fusion, die einen klaren Verstoß gegen den Glass Steagall Act bedeutete, weil das Versicherungsgeschäft dem Gesetz zufolge weder „financial in nature [n]or incidental to a financial activity“ (FED 2003, 1) war. Die FRB genehmigte die Fusion dennoch für vorerst fünf Jahre nach eigenem Ermessen. Den Verteidigern des Glass Steagall Act waren die Hände gebunden. Der Glass Steagall Act war faktisch außer Kraft gesetzt und der Kon-

¹³³ Zur Voraussetzung eines positiven Ermessens wurde ein „net benefit to the public“ (Hayes 1971, 25) gemacht. Das nicht unbedeutende Gesamtzitat lautet (Kursiv im Original): „*Section 4(c)(8) now requires that the Board, in determining whether an activity is a proper incident to banking, consider whether its performance by a proposed affiliate "can reasonably be expected to produce benefits to the public, such as greater convenience, increased competition, or gains in efficiency, that outweigh possible adverse effects, such as undue concentration of resources, decreased or unfair competition, conflicts of interest, or unsound banking practices". In essence, this new test requires that every nonbank acquisition be found to yield positive net benefits to the public. It appears on its face to be more stringent than the statutory standards applicable to commercial bank mergers and acquisitions: Those standards permit bank regulators to approve a merger or acquisition even though competition may be lessened, unless the lessening of competition is substantial. If it is substantial, the regulator may approve the merger or acquisition only if the substantial anticompetitive effects are "clearly outweighed" by benefits to the convenience and needs of the community to be served. For nonbank acquisitions, however, each proposal must show net benefits to the public.*“

gress vor die Wahl gestellt, ihn entweder zurückzuziehen oder den Zusammenbruch dieses ersten vollständigen US-amerikanischen Bankenkonglomerates seit 1933 zu provozieren (Wilmarth 2009, 972-973).

Die weitere Entwicklung kulminierte im *Gramm Leach Bliley Act* von 1999, der die Abschnitte 20 und 32 des Glass Steagall Act aufhob und somit die Gründung von US-amerikanischen Holdinggesellschaften in jeder Kombination erlaubte. „[T]he Act allows existing bank holding companies to acquire full-service securities firms and insurance companies, and it allows securities firms and insurance companies to acquire a bank (and thereby become a bank holding company)“, schreibt die Fed (2003, 1) in dem bereits zitierten Bericht zu den unmittelbaren Auswirkungen des Gesetzes. „[F]inancial in nature or incidental to a financial activity“ waren mit dem Gramm Leach Bliley Act – und insbesondere auch durch Folgeregelungen aus dem Jahr 2000 – alle Finanzgeschäfte einschließlich des treuhänderischen Fondsgeschäfts geworden: „Providing administrative and other services to mutual funds“ und „[o]rganizing, sponsoring, and managing a mutual fund“ (FED 2003, 19-20) waren *financial in nature* geworden. Der Gramm Leach Bliley Act erlaubte den US-amerikanischen Geschäftsbanken neben dem klassischen Investmentbankgeschäft das treuhänderische *Prime Brokerage* Geschäft für Fondsgesellschaften anzubieten. Er erlaubte den Banken aber auch ohne Hürden, eigene regulierte und unregulierte Fondsgesellschaften aufzusetzen und zu managen.

Der Finanzdienstleistungssektor reagierte prompt auf die Möglichkeiten, die sich ihnen durch den Gramm Leach Bliley Act eröffneten. Im Dezember 2005 waren 83,9 Prozent der noch verbleibenden 7.161 US-amerikanischen Banken als Bank Holding Gesellschaften im FRS gemeldet. Der Gruppe der Geschäftsbanken, die über ein Aktivvermögen von mehr als zehn Milliarden Dollar verfügten, gehörten 69 Bank Holding Companies an. Das macht in dieser Gruppe annähernd 100 Prozent aus. In dem Bericht über die unmittelbaren Folgen des Gramm Leach Bliley Act, den das FRB 2003 an den Kongress übermittelte (FED 2003, 2), wird ausgeführt, dass von den 71 Bank Holding Gesellschaften, die im Berichtsjahr über ein Aktivvermögen von mehr als zehn Milliarden US-Dollar verfügten, 49 zu Finanz Holding Gesellschaften geworden wären. Zu diesen 49 Geschäftsbanken gehörten die zehn größten Banken der USA.¹³⁴ Sie hielten bereits 2003 über 50 Prozent des gesamten US-amerikanischen Geschäftsbankenvermögens. Die vier größten Finanz Holding Gesellschaften betreiben heute Bankenkonglomerate, die mindestens 2.000 Tochterunternehmen integrieren, von denen zahlreiche als Fondsgesellschaften inkorporiert sind, die eine Vielzahl unterschiedlicher Fonds anbieten (Neely 1993; Neely 1995). Mit dem Angebot der Prime Brokerage Dienstleistungen, die man insbesondere für Hedge Fonds anbot (Duffie 2010, 58-59), entwickelte sich in den 2000er Jahren ein Trend dahin, dass die Bankholdinggesellschaften selbst Hedge Fonds aufsetzen. Dies machte die US-amerikanischen Geschäftsbanken zu kapitalstarken Investmentbanken, die den Handel mit Wertpapieren über das bis dahin bekannte Maß hinaus weiter

¹³⁴ Citibank, J.P. Morgan, Bank of America, etc.

forcierten (Tett 2009a, 300; Rose-Smith 2013). Die größten US-amerikanischen Bankholdinggesellschaften werden heute als bankbasierte *Spin Doctors* (Augar 2005, 158), *Prime Dealer Banken* (Duffie 2010) oder – besonderes bildmalerisch – als *Flow Monster* (Economist 2013g) bezeichnet, die das Cockpit der Securities-Industrie übernommen haben und zu dem geworden sind, was wir nachfolgend mit Charles W. Calomiris (1998) die *American-Style Too-Big-To-Fail Elitebanken* nennen. Auch der Dodd-Frank Act von 2010 setzt den diesen Bezeichnungen zugrunde liegenden Entwicklungen im Kontext der Bankholdinggesellschaften keine ausreichenden Grenzen (Omarova und Tahyar 2011, 188-192).

3.1.5 SYNTHESE I: TOO-BIG-TO-FAIL DEALER-ELITEBANKEN

In den vorangegangenen Abschnitten wurde in vier Schritten die Herausbildung der kommerziellen Organisationen der Dealer-Elitebanken in den USA beschrieben. Erstens ist die regulatorische Konzeption der klassischen US-amerikanischen Geschäftsbanken beschrieben worden, die sich auf einer engen, entkommerzialisierten Interpretation des klassischen Kreditgeschäfts stets der Versuchung ausgesetzt sahen, die regulatorischen Grenzen ihres Kreditgeschäfts zu überschreiten (vgl. 3.1.1). Zweitens wurde beschrieben, wie aus dem Kreditgeschäft die Konkurrenz des kommerziellen Wertpapiergeschäfts entstand, bei dem insbesondere die institutionellen Investoren ausschlaggebend dafür waren, dass freie Finanzierungsliquidität unmittelbar und nicht über den Umweg über die Bilanz einer lizenzierten Geschäftsbank dem Finanzierungsliquidität nachfragenden Wirtschaftssubjekt zukommen konnte (vgl. 3.1.2). Drittens wurde die mit dieser Entwicklung einhergehende Substituierung des klassischen Kreditgeschäfts beschrieben, das in der sukzessiven Herausbildung der Full-Service Investmentbanken (Broker-Dealer) gipfelte, welche die Schuldwertpapiere und ihre Primär- und Sekundärmärkte zum entscheidenden US-amerikanischen Finanzierungsinstrument machten (vgl. 3.1.3). Und viertens wurde die Organisationsform der Bank Holding Gesellschaften vorgestellt, mit deren Hilfe nahezu alle US-amerikanischen Geschäftsbanken, aber auch die spezialisierten Investmentbanken ab den frühen 1990er Jahren zu Bankenkonglomeraten fusionierten, die das kommerzielle Wertpapiergeschäft mit dem bankbasierten, lizenzierten Kreditgeschäft kombinieren (vgl. 3.1.4).

Was genau aber sind *Dealer-Elitebanken* und wie lassen sie sich von den Bankenkonglomeraten und Full-Service Investmentbanken unterscheiden? Um uns der Antwort auf dieser Frage anzunähern, sind sechs Indikatoren hervorzuheben: Erstens das Aktivvermögen, zweitens der Inter- bzw. Multinationalisierungsgrad, drittens die Art des Einkommens, viertens die Kunden, fünftens die Wholesale oder Großmarktfinanzierung, und sechstens die Organisationform, auf deren Basis das Bankeinkommen generiert wird. Darüber hinaus gilt es zwei Anmerkungen zu ergänzen: Zum einen verweisen alle Indikatoren – und auch die bisherigen Ausführungen – darauf, dass die Dealer-Elitebanken gewinnmaximierende Großkonzerne (Bankenkonglomerate) sind, die sich einem permanenten Größenwettbewerb ausgesetzt sehen, in dem das Leitbild „the larger the better“ dominiert (Lewis und Davis 1987, 102). Und zum anderen soll noch einmal an die oben gezeichnete Entwicklungslinie erinnert werden, in deren Folge die

US-amerikanischen Geschäftsbanken sich deregulierungsbedingt zu Bankenkonglomeraten integrierten. Zu einer Organisation, die ihre Tätigkeiten gezielt auf eine lizenzierte Geschäftsbank stützt. Denn das zentrale Merkmal einer Dealer-Elitebank ist das Fundament einer Banklizenz, die ihnen erlaubt Kundeneinlagen zu nehmen. Nun aber zurück zu den sechs Indikatoren:

Der *erste* Indikator – die Höhe des Aktivvermögens – ist ein äußerst nahe liegender Indikator, um eine Dealer-Elitebank zu definieren. Je höher das Aktivvermögen ist, desto größer (*bigger*) ist die Bankorganisation. Das Aktivvermögen der Banken ist seit langem ein beliebter Wert, den unter anderem Finanzjournalisten gerne nutzen, um Banken miteinander zu vergleichen.¹³⁵ Die gemessen am Aktivvermögen größten Bankenkonglomerate der Welt besitzen nicht zuletzt durch solche Vergleiche eine nahezu mythische Reputation. Um die Kategorisierung der Banken nach ihrem Aktivvermögen systematischer anzugehen, sei auf den US-amerikanischen Bankenmarkt verwiesen. In den USA gibt es heute noch mehr als 7000 lizenzierte Banken, von denen nahezu alle als Holdinggesellschaften inkorporiert sind, weswegen wir sie – wie die meisten lizenzierten Banken weltweit, mit Ausnahme einiger Privatbanken – als Bankenkonglomerate bezeichnen wollen. Die Federal Reserve Bank unterteilt die lizenzierten Bankenkonglomerate in vier Kategorien: Die zehn größten „money-center banks“, die elf bis 100 größten „super-regional banks“, die 101 bis 1000 „regional banks“ und die restlichen „community banks“ (Sinkey 2002, 105). Die sogenannten *Money Center Banks* sind als Dealer-Elitebanken zu bezeichnen. Sie sind die am Aktivvermögen gemessen größten US-amerikanischen Bankenkonglomerate, die man leicht um zehn weitere Money Center Banken aus anderen Finanzzentren ergänzen kann. Die Höhe des Aktivvermögens als alleiniges Kriterium der Abgrenzung einer Dealer-Elitebank ist allerdings wenig aussagekräftig.

Der *zweite* Indikator, der uns zum Zweck der Definition der Dealer-Elitebanken weiterhelfen kann, ist der Multinationalisierungsgrad einer Bank. Den Multinationalisierungsgrad muss man vom Internationalisierungsgrad des Bankgeschäfts unterscheiden. Beide Begriffe stehen für zwei epochale Wellen des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts.¹³⁶ Indikator für den Internationalisierungsgrad der Banken ist die Anzahl von Zweigstellen (*branches*) im Währungsausland (Jones 1990a, 2; Curry et al. 2003, 29-31).¹³⁷

¹³⁵ Vgl. diesbezüglich *The Banker Database*, eine mittlerweile internetbasierte Plattform, auf der seit mehr als hundert Jahren das Aktivvermögen der lizenzierten Banken verglichen wird, URL: <http://www.thebankerdatabase.com/index.cfm/rankings/> (12.8.2013).

¹³⁶ Vgl. in Bezug auf die erste Welle sehr anschaulich Karl Polanyi (1978).

¹³⁷ Das multinationale Bankgeschäft unterscheidet sich von dem begrifflich weiter gefassten internationalen Bankgeschäft, das auch einfache bilaterale Finanzierungsgeschäfte beschreibt, deren Existenz für die letzten 4000 Jahre nachgewiesen sind und in der Literatur auch unter dem Begriff „foreign banking“ firmieren (Lewis und Davis 1987, 221; Curry et al. 2003, 29). Entscheidende Größe bei der Einschätzung der Bedeutung des Foreign Banking ist die Anzahl der Zweigstellen einer Bank. Diese im 19. Jahrhundert wirtschaftenden multinationalen Banken verfügten über Zweigstellen oder Tochtergesellschaften in den kolonialen Handelszentren, mit deren Hilfe sie insbesondere Kredite in der jeweiligen Landeswährung vergaben (Lewis und Davis 1987, 218), d. h. Dollar in den USA oder Yen in Japan. Primäres Ziel war es den im Zielland herrschenden Mangel an Finanzierungsliquidität auszugleichen. Die frühen internationalen Banken etablierten Netzwerke, mit deren Hilfe sie ihre Geschäfts-

Im weiteren Verlauf gilt es sich auf die zweite Welle der Entwicklung zu konzentrieren: Die Multinationalisierung der Banken. Die Multinationalisierung der Banken begann nach dem Zweiten Weltkrieg. Sie folgte gewissermaßen der Multinationalisierung der US-amerikanischen Industrieunternehmen, denen die US-amerikanischen Banken nach Europa folgten (Battilossi 2002, 110-112; Schenk 2002, 80; Sylla 2002b, 62). Das internationale Bankgeschäft wurde allerdings erst *multinational*, als die Präsenz einer Bank im Währungsausland nicht mehr bedeutete, an die vor Ort jeweils heimische Währung gebunden zu sein. Also in genau dem Moment, da die vollständige Währungskonvertibilität ausgehend von Großbritannien politisch durchgesetzt worden war (Helleiner 1994, 51-77). „The really crucial difference which distinguishes modern international banking came when banks operating in London and elsewhere began making loans in US dollars and in a wide range of other currencies“, schreiben Mervyn K. Lewis and Kevin T. Davis (1987, 217-218). Die von den US-amerikanischen Banken ausgehende Multinationalisierung der Banken wurde von den europäischen Banken in der Folge adaptiert, und in Teilen auch weiterentwickelt (Burk 1992; Schenk 1998; Cassis 2002, 49-50). Der Multinationalisierungsgrad einzelner Bankenkonglomerate übersteigt heute 90 Prozent. Das bedeutet, dass 90 Prozent der Banktöchter einer in ein nationales Finanzsystem eingebetteten Bank im Ausland angesiedelt sind bzw. eine ausländische Gesellschaftsform besitzen, wie dies Richard Herring und Jacopo Carmassi (2010, 199) für die schweizerische UBS-Bank feststellen. Die Höhe ihres Multinationalisierungsgrads macht eine lizenzierte Geschäftsbank aber nicht automatisch zu einer lizenzierten Dealer-Elitebank. Denn erstens ist der für eine Unterscheidung notwendige genaue Multinationalisierungsgrad nicht zu ermitteln. Und zweitens sind heute nahezu alle Elitebanken multinationale Banken.

Für eine darüber hinaus gehende Bestimmung muss ein weiterer – *dritter* – Indikator herangezogen werden. Dieser dritte Indikator ist die Art des Einkommens der Bankenkonglomerate. Das Einkommen der Bankenkonglomerate ist ein in der bankwissenschaftlichen Literatur gut erforschtes Feld (DeYoung und Rice 2004; Brunnermeier et al. 2012; Copeland 2012). Das Einkommen der Bankenkonglomerate wird in *Zinseinkommen* und *Anderes Einkommen* unterschieden. *Anderes Einkommen* sind Einkommen, die nicht durch Zinsen generiert werden, die also nicht Zinseinkommen sind. Vielmehr handelt es sich um Gebühreneinkommen für Kapitalmarktdienstleistungen (DeYoung und Rice 2004, 36; Erturk und Solari 2007, 375-376; Folkman et al. 2007; Copeland 2012, 89).

Die auf OECD-Daten basierende Abbildung 5 zeigt die Entwicklung des Anteils der *Anderen Einkommen* am Gesamteinkommen der 100 größten deutschen, französischen, US-amerikanischen und schweizerischen Bankenkonglomerate. Insgesamt ist in allen Ländern bis 2006 eine Zunahme der Nicht-Zinseinkommen der 100 größten Bankenkonglomerate zu erkennen. Sie alle bauen das beschriebene Fonds- und Investmentbankgeschäft aus. „[B]anks today look more like mutual funds, at least on the asset side of the balance sheet, than ever before“, schreiben Frederic C. Mishkin und David Strahan (1999, 12).

tätigkeiten im kolonialen Währungsausland festigten. Großbritanniens Banken verfügten zur finanzwirtschaftlichen Stützung der *pax britannica* über die meisten Zweigstellen im kolonialen Währungsausland (Jones 1990b). Die Banken anderer Staaten verfolgten ähnliche Strategien (Hertner 1990; Tamaki 1990).

Es fällt darüber hinaus auf, dass die Ausgangslage in den 1980er Jahren relativ ähnlich ist. Ab den 1990er Jahren sticht insbesondere die Entwicklung der französischen und schweizerischen Bankenkonglomerate hervor. Sie scheinen das Zinsgeschäft gänzlich (Frankreich) an kleinere Banken und Bankenkonglomerate ausgelagert zu haben. Aber auch die deutschen und US-amerikanischen Bankenkonglomerate bauen ihr Geschäft mit den Nicht-Zinseinkommen aus. Insgesamt ist die Nutzbarmachung der Darstellung für die Definition der Dealer-Elitebanken jedoch schwierig. Die faktisch großen Unterschiede zwischen den jeweils 100 größten Geschäftsbanken und die Nichtintegration der US-amerikanischen Investmentbanken in die Datenauswahl der USA stehen weiteren Interpretationen in Bezug auf die Bedeutung der Einkommensdifferenzierung für die Definition der Dealer-Elitebanken im Weg.

Abbildung 5: Andere Einkommen als Teil des Gesamteinkommens der 100 größten deutschen, französischen, US-amerikanischen und schweizerischen Geschäftsbanken von 1988-2009

	1988	1992	1996	2002	2006	2009
Deutschland	31,4	32,4	35	25,6	38,2	18,7
Frankreich	31,4	29,5	53,6	71,7	90	53,2
USA	37,3	41,8	43	46,3	47,4	43
Schweiz	47,4	50	63,7	54,8	70,5	69,3

Bei den Daten zu den US-amerikanischen Geschäftsbanken finden sich die zu den jeweiligen Zeitpunkten unabhängigen Investmentbanken ausgeschlossen, während sie bei den europäischen Geschäftsbanken, die als Universalbanken traditionell das Geschäft der Investmentbanken anbieten, integriert sind.

Quelle: OECD Banking Statistics, Eigene Darstellung

Das Studium der Sekundärliteratur lässt aber insbesondere für den US-amerikanischen Fall weitere Schlüsse zu. Robert DeYoung und Tara Rice (2004, 41) sowie Adam Copeland (2012, 88) finden in ihren Studien heraus, dass selbst die kleineren unter den größten Bankenkonglomeraten bis zu 50 Prozent ihres Einkommens aus dem Investmentbankengeschäft generieren, was die OECD-Daten bestätigen.¹³⁸ Maßgeblich ist allerdings eine andere bei Robert DeYoung und Tara Rice (2004, 41) zitierte Zahl: Demnach wurden 84 Prozent aller im Jahr 2003 erworbenen anderen Einkommen von nur einem Prozent der US-amerikanischen Bankenkonglomerate erwirtschaftet – den gemessen am Aktivvermögen größten Bankenkonglomerate, die hier als Dealer-Elitebanken bezeichnet werden sollen.¹³⁹ Ähnlich dürften auch die Ergebnisse für die anderen Länder zu interpretieren sein.

¹³⁸ Gemeint sind Banken mit einem Aktivvermögen von mindestens 25 Milliarden Dollar. Vgl. URL: <http://www.ffiec.gov/nicpubweb/nicweb/top50form.aspx> (20.10.2013).

¹³⁹ Ähnlich, allerdings ohne diese Zahl zu kommentieren, formuliert Adam Copeland (2012, 89), „[t]hat large BHCs [Bank Holding Companies] have developed significantly different income sources relative to medium and small ones. While their smaller peers continue to rely on traditional income sources that have been available to BHCs historically, large BHCs have offered new financial services and have so developed new sources of income. The changes occurring in the financial sector, then, seem to have impacted large BHCs the most“.

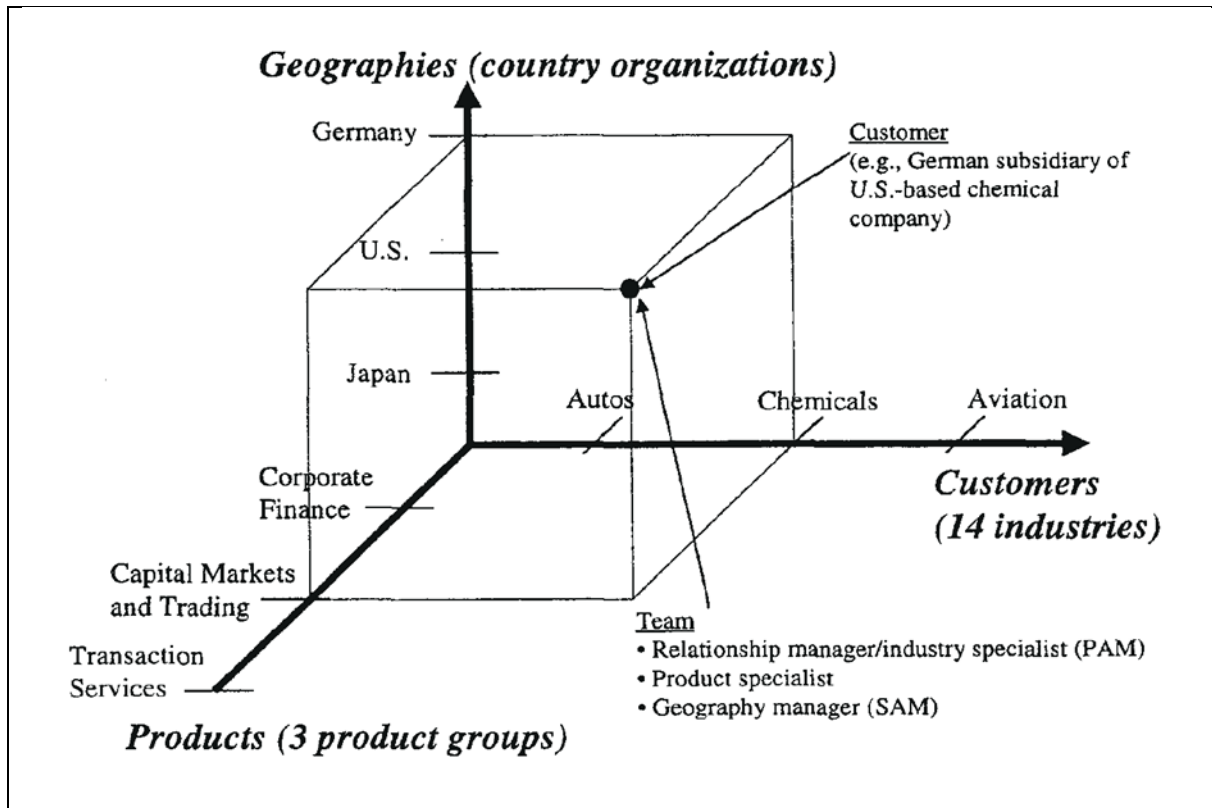
Ein weiterer – *vierter* – Indikator, der für die Definition der Dealer-Elitebanken von Bedeutung ist, muss die Kunden betreffen. Die Kunden, die also unter anderem Kapitalmarktdienstleistungen (Nicht-Zinsdienstleistungen) nachfragen. Was sind das für Kunden? Um diese Frage zu beantworten, gilt es zwei in der Sekundärliteratur diskutierte Bereiche des Aktivgeschäfts der Banken und Bankenkonglomerate zu unterscheiden: Das Kleinkundenaktivgeschäft (*Retail Banking*) und das Großkundenaktivgeschäft (*Wholesale Banking*) (Grubel 1977, 354-357; Lewis und Davis 1987, 81-128; Erturk und Solari 2007). Das Kleinkundengeschäft ist das klassische Kreditgeschäft mit zumeist regionalen Wirtschaftssubjekten. Es ist das Geschäft mit Wirtschaftssubjekten, die wegen ihrer Größe oder ihrer gesellschaftsrechtlichen Unternehmensform keinen bzw. nur bedingten Zugang zu (kapital)marktförmiger Finanzierung haben. Kunden, die also auf die klassische bankbasierte Kreditfinanzierung angewiesen sind. Hingegen ist das Großkundengeschäft das Geschäft mit Kunden, die als registrierte Kapitalgesellschaften mindestens die Kapitalmarktdienstleistung der Beratung in Verbindung mit einem Börsengang bzw. einer Kapitalerhöhung nachfragen, den Großkunden, wie sie im weiteren Verlauf der Arbeit genannt werden sollen.¹⁴⁰ Mervyn K. Lewis und Kevin T. Davis (1987, 102) fragen: „How ‘large’ is ‘large’ in retail banking, and what is ‘small’ in wholesale banking?”. Sie nähern sich der vermeintlichen Antwort an, indem sie schreiben: „[W]hereas retail banks have a large number of little accounts, wholesale banks have a small number of big customers“ (ebd.). Das besondere Ausmaß des Großkundengeschäfts (wholesale banking) betrifft also sowohl die *Größe der Kunden*, aber vor allem den Umfang der nachgefragten Leistungen eines einzelnen Kunden im Verhältnis zur Größe des jeweiligen Bankenkonglomerats.

Die der Studie von David P. Baron und David Besanko (2001, 19) entnommene Abbildung 6 stellt das Großkundengeschäft der *Citibank* dar. Die Abbildung unterscheidet die Geschäftsbereiche *Corporate Finance*, *Capital Markets and Trading* sowie *Transaction Services*. Das Großkundengeschäft ist grundsätzlich das Geschäft des Empfehlens, des Arrangierens, des Strukturierens und des Betreuens von kredit- oder schuldpapierbasierten Finanzierungslösungen, auch Finanzierungssteuerung genannt (*Corporate Finance*). Für die gleichen Großkunden ist es aber auch das Geschäft solcher Kapitalmarktdienstleistungen, wie zum Beispiel das treuhänderische Erzeugen von Märkten, beispielsweise als Bestandteil

¹⁴⁰ Das Großkundenfinanzierungsgeschäft der Elitebanken umfasst eine Vielzahl von unterschiedlichen Optionen der schuldbasierten Kapitalmarktfinanzierung. In der angloamerikanischen Finanzliteratur unterscheidet man die folgenden Kapitalmärkte für mittel- bis langfristiges Kapital: (1) die Kreditmärkte (*Loan Markets*), (2) die nicht standardisierten Märkte der privaten Platzierung (*Private Placement Markets*) und (3) die öffentlichen standardisierten Märkte (*Public Markets*). Finanzierungsliquidität vermitteln die Elitebanken auf den nationalen aber auch auf den internationalen Märkten in unterschiedlichen Denominierungen. Auf den internationalen Märkten werden zumeist nicht standardisierte Produktmärkte vermittelt. Für das Kapitalinstrument Anleihe ergeben sich auf den Private Placement und öffentlichen Märkten folgende Anleiheproduktklassen: (1) nationale Anleihen (*Domestic Bonds*), (2) internationale Anleihen (*Foreign Bonds*), (3) Eurodollar Anleihen (*Eurodollar Bonds*) und (4) globale Anleihen (*Global Bonds*). Jeweils aus der Perspektive des Wirtschaftssubjekts, das die Anleihe emittiert, gilt: Nationale Anleihen sind Anleihen, die im Währungsland begeben werden. Internationale Anleihen sind Anleihen, die in der fremden Währung des Währungsauslands begeben werden. Eurobond Anleihen sind Anleihen, die in einer Währung begeben werden, die in einer dem Währungsraum fremden Währung denominiert sind. Und globale Anleihen sind Anleihen, die in mehreren Währungsräumen gleichzeitig in einer Denominierung begeben werden.

der Risikosteuerung im Zuge von Finanzierungen (*Capital Markets and Trading*).¹⁴¹ Das letzte zu diskutierende Großkundengeschäftsfeld der Dealer-Elitebanken betrifft die treuhänderische Verwaltung des Kassengeldbestands der Großkunden, die auch als Liquiditätssteuerung bezeichnet werden kann (*Transaction Services*).¹⁴²

Abbildung 6: Das Großkundengeschäft der Dealer-Elitebanken



Quelle: Baron/Besanko 2001, 19

Für die Definition der Dealer-Elitebanken von besonderer Bedeutung sind die *Transaction Services*, die das Geschäftsfeld einer Transaktionsbank beschreiben. Nach Michael Veil (2001, 770) kann unter einer Transaktionsbank „ein hoch automatisierter, technologieorientierter Abwicklungsdienstleister für Banken und Nichtbanken verstanden werden“, ein Abwicklungsdienstleister, der heute zunehmend Börsenfunktionen übernimmt (vgl. ebd., 773).¹⁴³ Morgan Ricks (2010, 91) beschreibt die *Transaction Services* als die Disziplin des sogenannten Cash-, Liquiditäts- oder Risikomanagements.¹⁴⁴ Im Geschäftsfeld

¹⁴¹ Teil dieses Geschäftsbereich ist das sogenannte *Private Banking* und *Wealth Management*. Vgl. dazu den Sammelband von Heike Brost und Martin Faust (2006).

¹⁴² Die in der Abbildung 6 und in der Terminologie angeregte Trennung ist alles andere als so strikt, wie es hier den Anschein hat. So kann es – abhängig von den Finanzierungslösungen, die ein Großkunde wünscht – durchaus sein, dass eine Finanzierungslösung (*Corporate Finance*) die Begleitung von Kapitalmarktdienstleistungen (*Capital Markets and Trading*) notwendig macht. Möglicherweise so, wie dies im Abschnitt 3.1.3 in Bezug auf die Markterzeugung der Investmentbanken diskutiert wurde.

¹⁴³ Die klassische Aufgabe der Transaktionsbanken ist beispielsweise die Abwicklung von Checks gewesen (Veil 2001, 773-774).

¹⁴⁴ Morgan Ricks (2010, 91) beschreibt *Transaction Services* wie folgt: „This is the discipline of cash management—one of the core financial management functions of any enterprise.“

Transaction Services bieten die Dealer-Elitebanken sich selbst und ihren Großkunden Abwicklungsdienstleistungen an, die nicht nur die Verwaltung des Vermögens betreffen, das man bilanztechnisch auch Umlaufvermögen (*Working Capital*) nennt, das man aber auch Liquiditätsreserven, Zahlungsliquidität oder geldnahe Zahlungsliquidität im Unterschied zur Finanzierungsliquidität nennen kann. Es geht um das Vermögen der Großkunden der Dealer-Elitebanken, das traditionell in Einlagenform bei ausgewählten Geschäftsbanken liegt und den Kunden jederzeit zur Verfügung steht, um kurzfristige Ausgaben *zu tätigen*. In der modernen kommerzialisierten, mathematisch-effizienzorientierten Finanzwelt, in der insbesondere institutionelle Investoren nach stets rentableren und kurzfristigen Anlageoptionen suchen, haben sich an den Kassenbestand, insbesondere solcher Kapitalgesellschaften, die dem Shareholder Value verpflichtet sind, Begehrlichkeiten geknüpft. Diese Begehrlichkeiten haben entstehen lassen, was man heute gemeinhin *Geldmärkte* nennt, eine transnationale Wholesale Marktarchitektur, die für einige die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden in den letzten zwei Jahrzehnten an Bedeutung gewonnen haben, insofern sie auf ihnen in steigendem Maße globale Transaktionen handeln, die von den Transaktionsbankenabteilungen der großen Dealer-Elitebanken betreut werden (Veil 2001).

Zurück zur Kernfrage: Wer sind die Großkunden, die die Wholesale Transaction Services bei den Dealer-Elitebanken nachfragen? Abbildung 6 rückt vor allem die kapitalgesellschaftlich organisierten Industrieunternehmen in den Kreis der Großkunden (Automobil, Chemie, Flugverkehr). Dies greift zu kurz. Insbesondere auch öffentlich-rechtliche Organisationseinheiten, d. h. Städte, Bundesländer und Staaten sowie ihre privaten und teilprivatisierten Versorgungsunternehmen (bspw. Energie, Wasser, Universitäten), müssen insbesondere mit Bezug auf die USA als die Transaction Service Großkunden der Dealer-Elitebanken ausgemacht werden. Aber auch die ansteigende Zahl wohlhabender Privatkunden gewinnen weiter an Bedeutung. In besonderer Weise hervorgehoben werden müssen jedoch die institutionellen Investoren, die oben bereits genannten regulierten und unregulierten Fonds- und Versicherungsgesellschaften, aber auch alle Investmentbanken, Banken, Bankenkonglomerate und Dealer-Elitebanken eingeschlossen, die allesamt als erfahrene (sophisticated) *institutionelle Investoren* zu bezeichnen sind (Calomiris 1998, 50-52; Franke 1998, 124; Baron und Besanko 2001, 13).

Joseph H. Sinkey (2002, 108) schreibt: „Banks have two generic funding sources: core deposits and managed liabilities“, die er auch „purchased funds“ nennt. Die lizenzierten Banken sind Bankenkonglomerate und Dealer-Elitebanken geworden, indem sie ihr Einlagenpassivgeschäft zuerst national und dann in einem internationalen Rahmen vermarktlichten, d. h. indem sie zunehmend langfristige und kurzfristige Wertpapiere zu ihrer eigenen Finanzierung emittieren.¹⁴⁵ Joseph H. Sinkey (2002, 108) weist darauf hin, dass mit der Größe der Banken auch die anteilige Nutzung gekaufter Finanzierungsliquidität ansteigt. Gemeint ist die Finanzierungsliquidität, die die Bankenkonglomerate und Dealer-Elitebanken allen Kapitalgesellschaften gleich, auf den Kapitalmärkten kaufen. Aber auch eine weitere

¹⁴⁵ Margaret M. Blair (2013, 251-252) beschreibt marktbasierende Bankinstitutionen wie folgt: „Market-based institutions means institutions that fund themselves by issuing securities (rather than by accepting deposits).“

Quelle für gekauftes Kapital muss genannt werden. Es ist eine Quelle, die man auch Geldmärkte nennt. Die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden finanzieren und risikosteuern sich in diesem exklusiven Marktsystem. Man kann sagen, dass mit der Größe der Bankenkonglomerate die Benutzung der Geldmärkte für die Finanzierungs- und Risikosteuerung steigt. Eine Dealer-Elitebank finanziert und risikosteuert sich nicht nur über die Geldmärkte, sie vermittelt die Geldmärkte und ihre zahlreichen Möglichkeiten auch an einige ihrer Großkunden. Faktisch sind die Dealer-Elitebanken ihre eigenen Großkunden. Sie steuern ihre Finanzierung und ihre Risiken auf den Märkten, die sie auch für Dritte erzeugen: Die Märkten, die deshalb auch Interbankenmärkte genannt werden sollen.

Bevor die Techniken der Finanzierungs- und Risikosteuerung der Dealer-Elitebanken unter der Überschrift *Interbankenmärkte* explizit in das Zentrum der hier geführten Auseinandersetzung rücken (3.2), gilt es – *sechstens* – die divisionale Organisation, d. h. die Gliederung der Dealer-Elitebanken nach Dienstleistungsarten genauer zu betrachten. Die weitgehend aus Richard Herring und Jacopo Carmassi (2010, 199; 209) reproduzierte Abbildung 7, kann in dieser Beziehung weiterhelfen.

Alle dargestellten Banken können als lizenzierte Dealer-Elitebanken bezeichnet werden. Abbildung 7 verweist zuerst einmal auf einige schon dargestellte Indikatoren wie zum Beispiel das Aktivvermögen und den Multinationalisierungsgrad der Dealer-Elitebanken. Man erkennt, dass die hier präsentierten Dealer-Elitebanken, wie für Bankenkonglomerate üblich, eine Vielzahl von weltweit verstreuten Tochterunternehmen integrieren, mit denen sie ihren Kunden sämtliche Finanzdienstleistungen aus einer Hand anbieten. Die Anzahl an Tochterunternehmen bewegt sich zwischen 290 und 2.435. Die Dealer-Elitebanken sind somit vertikal integrierte Bankenkonglomerate, die das Geschäft ihrer Mutterkonzerne mit ihren assoziierten Tochterunternehmen zu stärken versuchen (Cetorelli und Goldberg 2012). Wie in 3.1.4 beschrieben, ist es anzunehmen, dass die Bankenkonglomerate durch ihre organisatorische Diversifizierung zu Full-Service Investmentbanken und dann zu Dealer-Elitebanken wurden.¹⁴⁶ Welche aber sind die zentralen Tochterunternehmen der Full-Service Investmentbanken, die lizenzierte Bankenkonglomerate zu lizenzierten Dealer-Elitebanken machen? Ist es die Assoziierung von Versicherungen, von Fondsgesellschaften, von Hedge Fonds, von Broker-Dealern oder muss einen weiteren unternehmensorganisatorischen Zusammenhang verwiesen werden?

Die Versicherungsgesellschaften gilt es in Bezug auf die Organisation der Dealer-Elitebanken hier weitgehend zu ignorieren. Sie sind sowohl für die Full-Service Investmentbanken und somit auch für die American-Style Dealer-Elitebanken nur von zweitrangiger Bedeutung. Dies spiegelt sich auch in Abbildung 7 wider. Die die Liste der Dealer-Elitebanken aus dem Jahr 2007 anführende schweizerische

¹⁴⁶ Empirisch ist auch die Entwicklung von Full-Service Investmentbanken zu Dealer-Elitebanken zu beobachten. 2008 baten die letzten unabhängigen Full-Service Investmentbanken (Goldman Sachs und Morgan Stanley, vgl. Abbildung 7 auf der sie noch weitgehend unabhängige Full-Service *Industrial Loan Companies* waren) um die Anerkennung als lizenzierte Bank Holding Gesellschaften, mit dem Ziel vom nationalen Rettungsschirm zu profitieren (FED 2008a; FED 2008b).

Dealer-Elitebank UBS verfügt nur über zwei vertöchterte Versicherungen. Und auch die in der Abbildung 7 noch als Industrial Loan Companies (ILC) inkorporierten Full-Service Investmentbanken (*Merrill Lynch & Co., Inc., Goldman Sachs Group, Inc., Lehman Brothers Holding Inc., Morgan Stanley*) verfügten damals über weniger als zehn Versicherungsgesellschaften.

Abbildung 7: Einzelne internationale Bankenkonglomerate und ihre in Form von ausländischen und inländischen Tochterunternehmen integrierten Geschäftsbereiche Stand: Ende 2007

Elitebanken	Land	Aktiva in Milliarden Dollar	Töchter	ausländische Töchter in Prozent	Davon Banken	Davon Versicherungen	Davon Fonds	Davon andere Finanztöchter ¹	Davon andere Nicht-Finanztöchter ²
UBS AG	CH	1.964	417	96 %	29	2	121	66	199
Barclays PLC	GB	1.957	1.003	43 %	49	21	309	239	385
BNP Paribas	F	1.897	1.170	61 %	88	74	102	433	473
Citi	USA	1.884	2.435	50 %	101	35	706	584	1.009
HSBC Holding Plc	GB	1.861	1.234	61 %	85	37	246	381	485
The Royal Bank of Scotland Plc	GB	1.711	1.161	11 %	31	29	168	450	483
Deutsche Bank AG	D	1.483	1.954	77 %	54	9	458	526	907
Bank of America Corporation	USA	1.460	1.407	28%	32	24	396	282	673
JP Morgan Chase & Co.	USA	1.352	804	51 %	38	17	229	145	375
ABN Amro Holding NV	NL	1.300	670	63 %	50	7	129	204	280
Société Générale	F	1.260	844	56 %	81	13	93	270	387
Morgan Stanley	USA	1.121	1.052	47 %	19	22	225	170	616
Credit Suisse Group	CH	1.029	290	93 %	31	4	91	63	101
Merrill Lynch & Co., Inc.	USA	841	267	64 %	16	9	85	89	68
Goldman Sachs Group, Inc.	USA	838	371	51 %	7	4	48	151	161
Lehman Brothers Holding Inc.	USA	504	433	45 %	9	3	84	210	127

¹ Die Gruppe der Anderen Finanztöchter umfasst beispielsweise Hedge Fonds und Private Equity Firmen
² Die Gruppe der Anderen Nicht-Finanztöchter umfasst Tochterunternehmen, die beispielsweise im Bereich Wertpapierhandel tätig sind (Broker, Dealer, etc.) – vgl. Herring/Carmassi: 2010: 209.

Quelle: Eigene Darstellung, übertragen aus Herring/Carmassi: 2010: 199; 209

Die Fondsgesellschaften sind von größerer Bedeutung für die Organisation der Dealer-Elitebanken. Die Deutsche Bank integriert nach Daten von Richard Herring und Jacopo Carmassi 458 und die Citibank 706 Fondsgesellschaften, die 16 abgebildeten Dealer-Elitebanken aber mindesten 48. Die kontinentaleuropäischen Dealer-Elitebanken tun dies traditionell: „In most European countries, banks [...] dominate the distribution of investment funds [...]; more than 80 % of all investment funds assets are attributable to in-house funds” (Heinemann et al. 2003, 7). Heute integrieren auch die US-amerikanischen Dealer-Elitebanken ganze Fondsfamilien in ihre Organisationen, wie Abbildung 7 verdeutlicht. Insbesondere

auch die bereits oben erwähnten Full-Service Investmentbanken, von denen insbesondere Morgan Stanley heraussticht, die 225 Fondgesellschaften kontrollieren. „[A]ffiliated funds behave as classic insiders that reap the benefits of inside information and, at the same time, affect the prices themselves (Massa und Rehman 2008, 304).“ Integrierte Fondgesellschaften – die Rede ist hier vor allem von regulierten Fondgesellschaften – bieten prinzipiell aber auch die Option, internen Handel zu treiben, d. h. Investorengelder in die eigene Kapitalmarktfinanzierung, also die eigenen Wertpapiere zu investieren. Darüber hinaus hilft die Integration von Fondgesellschaften auch das Angebot der Kapitalmarktdienstleistungen zu komplettieren. Sie helfen die Märkte für schwer zu vermittelnde Wertpapiere und komplexe Transaktionen zu erzeugen (Erturk und Solari 2007, 381), was im weiteren Verlauf der Arbeit noch weiter ausgeführt werden soll. Die Hedge Fonds sind eine weitere Organisation, deren Integration für die Dealer-Elitebanken von Bedeutung ist. Diese Finanzunternehmen sind Durchgangsstrukturen (*pass-through structures*) für Geld und seine Substitute. Abbildung 7 weiß keine genauen Hinweise auf die Anzahl der integrierten Durchgangsstrukturen zu geben. Die Literatur gewährt allerdings einige Hinweise, dass die Integration erforderlich ist, um die eigene Finanzierungsliquidität auf den weltweiten Wertpapiermärkten gewinnbringend zu investieren (*Proprietary Trading*) (Fung und Hsieh 1999). Dass integrierte *Limited Liability Companies* (LLCs) ein bedeutendes Strukturmerkmal sind, wird insbesondere deutlich, wenn man sich die 2.350 Tochtergesellschaften der Deutschen Bank (2010) genauer anschaut, die diese in ihrem Financial Report dokumentiert. Die Mehrheit der in den USA angesiedelten Tochtergesellschaften sind in Wilmington, Delaware angesiedelt, dem US-amerikanischen Hedge-Fonds Zentrum (Cumming et al. 2014, 1). Sie begründen eine weitere Möglichkeit des internen Handels mit Wertpapieren, der aber insbesondere die Erzeugung von Liquidität auf den noch zu diskutierenden Interbankenmärkten betrifft. Sie weisen aber auch auf eine zunehmende gesellschaftliche und politische Geschlossenheit der Dealer-Elitebanken von ihrem Publikum hin. Dem Ruf der Möglichkeiten der sogenannten Uncorporation bzw. Distorporation folgend (Ribstein 2010; Economist 2013d), sind die Bankmanager zusehends rechtlich in der Lage, für sich selbst und einige wenige Kapitalgeber und nicht mehr für die Gesellschaft Werte zu schaffen (Folkman et al. 2007).

Um aber letztlich eine Dealer-Elitebank zu werden, braucht es noch eine weitere Spezifikation der Organisationsstruktur. Diese betrifft das Brokerage-Geschäft. Tamar Frankel (2010, 123-124) macht dies deutlich, wenn er die hier diskutierten Dealer-Elitebanken schlicht als *Broker* bezeichnet.¹⁴⁷ Daten der SIFMA zufolge befanden sich im Jahr 2012 211 US-amerikanische *Broker-Dealer* im Besitz von US-amerikanischen und weitere 162 US-amerikanische *Broker-Dealer* im Besitz von ausländischen Banken.¹⁴⁸ Matthias Lehmann (2009, 79) spricht in Verbindung mit dem US-amerikanischen Berufsstand des Brokers von einer „Besonderheit des US-amerikanischen Rechts:“ Demnach werden in den USA

¹⁴⁷ Das ebd. zu findenden Originalzitat lautet: „I note that in today’s financial world there are individual brokers, broker-dealers, advisers and financial planners, as well as large groups and networks of brokers, dealers, advisers, financial planners, underwriters, creators of securitized assets, managers of ‘dark exchanges,’ and traders of their own account. I name the conglomerates and any part of the conglomerate service ‘brokers, etc.’“

¹⁴⁸ Vgl. US Broker-Dealer Map and AUM, in: URL <http://www.sifma.org/research/statistics.aspx> (12.6.2013).

„Wertpapiere [...] traditionell nicht durch den Inhaber gehalten. In den Büchern der Emittenten sind vielmehr sogenannte *street names* eingetragen.“ Diese entsprechen „den Namen eines *brokers* oder eines von ihm Beauftragten. Der *broker* hält die Papiere treuhänderisch für den Anleger. Man nennt dieses System ‘indirect holding’. Der Anleger ist lediglich ‘beneficial owner’ der Kapitalmarkttitel. [...] Praktisch bedeutet es, dass die *brokers* zwar nominell Eigentümer sind, ihre Kunden aber das Recht zum Bezug der Zinsen und Dividenden und das Stimmrecht haben (kursiv im Original).“ Dies hat weitreichende Konsequenzen. Nicola Cetorelli (2012) schreibt: „Bank holding companies in 2011 controlled about 38 percent of the assets of the largest (top twenty) insurance companies, roughly 41 percent of total money market mutual fund assets, and approximately 93 percent of the assets of the largest (top thirty) brokers and dealers.“ Für die Dealer-Elitebanken ist aber weniger das klassische Brokerage-Geschäft entscheidend, das unter dem Namen Treuhandgeschäft (*fiduciary services*) zu den klassischen Dienstleistungen der europäischen Universalbanken, aber auch den US-amerikanischen Bankholdinggesellschaften gehört. Viel wichtiger ist das *Prime Brokerage Geschäft*, in das die Dealer-Elitebanken seit den frühen 2000er Jahren drängen (FAZ 2004), und in dessen Rahmen die Dealer-Elitebanken einer Börsenorganisation gleich insbesondere für unabhängige Hedge Fonds und mit der Hilfe ihrer eigenen integrierten Hedge Fonds den liquiden globalen Finanzgroßmarkt erzeugen, der oben bereits als sogenannter *Wholesale Markt* der Finanzierungs- und Risikosteuerung auch der Dealer-Elitebanken bezeichnet wurde (Economist 2012b).

Damit schließt sich der Argumentationskreis. Denn um die Erzeugung von Marktliquidität auf den Interbankenmärkten der Finanzierungs- und Risikosteuerung zu betreiben, muss das Motto „The larger the better“ zwangsläufig oberstes Geschäftsziel sein. Denn um zum Beispiel den Dienst des *Prime Brokerage* anbieten zu können, ist Bilanzvolumen gefragt. Denn mit der Höhe des Bilanzvolumens lassen sich einerseits Konzentrationsrisiken vermeiden,¹⁴⁹ und andererseits die größen- und erfolgsabhängige Unternehmensreputation zu optimieren. Dies vereint zwei das Bankgeschäft beherrschende Grundsätze: Die vertrauensbildende Risikovermeidung und Berechenbarkeit des eigenen Handelns (Olearius und Thiemann 2012). Nicht zuletzt deswegen akzeptieren die Dealer-Elitebanken den *Too-Big-To-Fail (TBTF)* Status nur zu gern. Sie sind heute mehr denn je systemrelevant und verfügen somit über eine öffentlich attestierte Reputation. Sie verfügen über eine implizite Überlebensgarantie derjenigen Zentralbanken, in deren Regulierungssystem ihre Muttergesellschaft – eine lizenzierte Bank – eingebettet ist. Von ihnen gibt es in den zumeist national begrenzten Steuerungsräumen großer Industriestaaten mindestens einen Vertreter. Ihre Großkunden sind in der Regel weiterhin aus den Staaten, in denen die Muttergesellschaft der Bank zu Hause ist. Beispielsweise gilt die *Deutsche Bank* als Dealer-Elitebank der deutschen DAX-Unternehmen (Economist 2013g, 16). Laut dem *Financial Stability Board (FSB)*,

¹⁴⁹ Mehrere Typen von Risikokonzentrationen werden diskutiert. Zentral ist beispielsweise das konzentrierte Ausfallrisiko eines einzelnen Großkunden. Die Gefahr also, dass ein Großkunde zu einem Zeitpunkt x nicht mehr in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber einer Elitebank nachzukommen (BCBS 2014e, 2-3). Besonders gefährlich ist in diesem Zusammenhang das *Prime Brokerage Geschäft*. Vgl. dazu Darell Duffie (2010) und Gary Gorton (2010)

einer Unterorganisation des *Basel Comitee of Banking Supervision* (BCBS), gibt es weltweit 28 lizenzierte Bankenkonglomerate mit TBTF-Status (FSB 2012).¹⁵⁰ Sie alle sind potentiell als Dealer-Elitebanken zu bezeichnen, was aber letztlich nur durch genaue Fallstudien herauszufinden ist, für die es hier aber an weiterem Raum fehlt.

Abbildung 8: Zur Differenzierung von Banken, Elitebanken und Dealer-Elitebanken

	Kredite ¹	Wertpapiere ²	Broker ⁴	Eigenhandel ³	Prime-Broker ⁵	(Too-Big-Too-Fail) TBTF	(To-Connected-Too-Fail) TCTF ⁶
Bankenkonglomerate	x	(x)	(x)	(x)	(x)		
Full-Service Investmentbanken	(x)	x	x	x	x		
Dealer-Elitebanken	x	x	x	x	x	x	x

¹ Das Kreditgeschäft schließt das Einlagengeschäft mit ein. Das Kreditgeschäft zu betreiben, bedeutet die Lizenz zu besitzen, Kundeneinlagen zu nehmen.

² Versicherungen, Fondsgesellschaften, Großunternehmen

³ Eigenhandel – das eigenverantwortliche Handeln mit großen oder kleinen Mengen von Wertpapieren.

⁴ Mit Broker ist hier vor allem die treuhänderische Vermittlung von einzelnen Transaktionen gemeint.

⁵ Der Prime Broker ist ein Großhändler oder Markterzeuger, ein börsenähnlicher Bereitsteller von Liquidität (Marktliquidität und Finanzierungsliquidität).

⁶ Dem Abschnitt vorweggreifend soll der Too-Connected-To-Fail Status als Alleinstellungsmerkmal der Dealer-Elitebanken hervorgehoben werden.

Quelle: Eigene Darstellung

Damit ist die Dealer-Elitebank anhand von sechs Indikatoren definiert worden. Abbildung 8 fasst die gewonnen Erkenntnisse zusammen, versucht aber in der letzten Spalte ein weiteres Kriterium zu integrieren, dessen Ausarbeitung uns die Dealer-Elitebanken noch besser verstehen lässt. Dieses letzte Kriterium der Dealer-Elitebankdefinition wird in der Synthese II wieder aufgegriffen, die den nachfolgenden Abschnitt wie die Synthese I den hier nun zu beendenden Abschnitt abschließt. Der nachfolgende Abschnitt widmet sich – wie bereits angekündigt – den sogenannten Interbankenmärkten des marktformigen Passivmanagements. Den Märkten, die zusammengenommen das sogenannte Interbankenmarktsystem konstituieren, in dem jede Dealer-Elitebank als Erzeuger von Liquidität als eine Art unregulierte Börse auftritt, die möglichst geldnahe Finanzierungsliquidität (Geldsubstitute) zu vermitteln und zu erzeugen versucht. Den Märkten, in denen insbesondere die Dealer-Elitebanken zu zentralen Gegenparteien bzw. zu zentralen Gläubigern des von ihnen geschaffenen Finanzierungs- und Risikosteuerungssystems werden.

3.2 INTERBANKENMÄRKTE: DEALER-ELITEBANKEN ALS UNREGULIERTE GELDSCHÖPFENDE BÖRSEN

Die Großmarktstrukturen, in denen die Dealer-Elitebanken Produkte der Finanzierungs- und Risikosteuerung für sich selber aber auch für ihre Großkunden vermitteln und produzieren, werden nachfolgend

¹⁵⁰ Dass auch Finanzunternehmen ohne assoziiertes Bankgeschäft TBTF sein können (Economist 2013a), ist bedenkenwert, soll hier aber ignoriert werden. Das klassische Kreditaktivgeschäft ist spätestens seit der jüngsten Finanzkrise die Basis jeder TBTF Dealer-Elitebank geworden.

als *Interbankenmärkte* bezeichnet. Die Interbankenmärkte sind eine exklusive Großmarktstruktur, auf denen die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden geldnahe Finanzierungsliquidität *begeben*, in sie investieren (Primärmarkt) und existierende Finanzvermögenswerte (Sekundärmarkt) mit allen ihnen zur Verfügung stehenden Techniken in neue vertragsbasierte Finanzinstrumente integrieren. Letztere entstehen auf der Grundlage des ISDA Master Agreements, eines Rahmenvertrags für Termingeschäfte. Sie werden zwischen den Vertragspartnern in der Hauptsache over-the-counter (OTC)¹⁵¹ ausgehandelt (Stigum und Crescenzi 2006, 1; Dodd 2012, 46). Vergleichbar mit einer Börsenorganisation *vernetzen* die Dealer-Elitebanken dabei die Interbankenmärkte zu einem Interbankenmarktsystem, für das auch die in der Literatur häufig zu findenden Begriffe *Geldmarkt*-,¹⁵² *Parallelbanken-* oder *Schattenbankensystem*¹⁵³ angeführt werden können. Allein der Begriff Interbankenmärkte und Interbankenmarktsystem verweist allerdings auf den für diese Arbeit relevanten Zusammenhang, dass die Banken bzw. alle Finanzmarktakteure, die in diesem System aktiv sind, gegenseitige finanzwirtschaftliche Gläubiger bzw. vertragliche Gegenparteien werden. Die zentralen Gläubiger bzw. Gegenparteien sind die Dealer-Elitebanken. Sie sitzen dem Interbankenmarktsystem als *Too-Connected-To-Fail* (TCTF) *Dealer-Elitebanken* vor, insofern sie die Produktion des sogenannten *finanzwirtschaftlichen Innengelds* kontrollieren.

Nachfolgend sollen vier Interbankengroßmärkte des marktformigen Passivmanagements der Dealer-Elitebanken und ihrer finanzwirtschaftlichen Großkunden diskutiert werden: erstens (3.2.1) die *Interbankengeldmärkte*, die die finanzierungstechnische Grundlage des Interbankenmarktsystems bilden und dabei schon deutlich auf die Exklusivität und die Bedeutung der Dealer-Elitebanken für das System verweisen. Zweitens (3.2.2) die *Repo-Interbankenmärkte*, die aus existierenden Finanzvermögenswerten neue Finanzierungen insbesondere für die Dealer-Elitebanken möglich machen. Drittens (3.2.3) die *Interbankenmärkte der strukturierten Vermögensverbriefung*, mit denen die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden aus existierenden Finanzvermögenswerten neue Finanzierungsliquidität produzieren. Und viertens (3.2.4) die *Interbankenmärkte der Kreditderivate*, mit denen die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden sich ihrer Kreditrisiken versichern, um die anderen Interbankenmärkte besser nutzen zu können. Der Abschnitt endet auf eine zweite *Synthese* (3.2.5), die an die erste anknüpfend die Dealer-

¹⁵¹ Siehe zum Begriff der OTC gehandelten Finanzinstrumente Abschnitt 3.2.5.

¹⁵² „The term money market is an umbrella that covers several market types, which vary according to the needs of the lenders and borrowers“, schreibt Randall Dodd (2012, 46) und verweist implizit auf die Komplexität des mit dem heute verwendeten Geldmarktbezug einhergehenden. Eine Komplexität, die weit über den Handel mit Geld bzw. Finanzierungsliquidität hinausgeht. Für eine umfassende Beschreibung der Geldmärkte sei auf das in der 4. Auflage erschienene Standardwerk von Marcia Stigum und Anthony Crescenzi (2006) verwiesen.

¹⁵³ Der Begriff des Schattenbankensystem wurde von Paul McCulley (2007) erstmals im Juli 2007 einer breiten Öffentlichkeit vorgestellt. Aktuell ist der Begriff des Schattenbankensystems in der politischen Debatte angekommen (Kommission 2012). Er findet sich hier missverständlicherweise von den Bankenorganisationen losgelöst verwendet. Die Regulierung des Schattenbankensystems wird auf die Regulierung von Unternehmen bezogen, „die außerhalb des regulären Bankensystems operieren“ (Kommission 2012, 4). Dass es die Dealer-Elitebanken sind, die außerhalb des regulären Bankensystems agieren, darauf wird in der Regulierungsdebatte nicht explizit hingewiesen. In der vorliegenden Arbeit wird das Schattenbankensystem richtigerweise als Interbankenfinanzierungssystem beschrieben. Und auch der öffentlichen Regulierungsdebatte täte eine solche Konkretisierung des Sachverhalts gut. Denn ein Großteil der Dealer-Elitebanken integriert sowohl Geldmarktfonds als auch Hedgefonds. Dies macht sie zu den größten der existierenden Schattenbanken im Schattenbankensystem.

Elitebanken als Too-Connected-To-Fail Börsenorganisationen definiert und die von den Dealer-Elitebanken erzeugten Interbankenmärkte als einen integrierten Mechanismus einer prozyklischen Inflation des finanzwirtschaftlichen Innengelds samt Gläubigervernetzung beschreibt.

3.2.1 INTERBANKENGELDMÄRKTE

Mit den Interbankengeldmärkten wird nachfolgend sozusagen die Basis des multinationalen Liquiditätsmanagements bzw. des marktförmigen Passivmanagements der Großkunden und insbesondere der Dealer-Elitebanken selbst beschrieben. Die Interbankengeldmärkte finden ihren Ursprung in den USA, von wo aus sie sich seit den 1960er Jahren parallel zur Entwicklung der Organisationen der im Werden begriffenen Dealer-Elitebanken internationalisieren (Meigs 1966).¹⁵⁴ Insbesondere die US-amerikanischen kurzfristigen Staatspapiere, *Treasuries Bills* genannt, haben zur Multinationalisierung der Interbankengeldmärkte im Anschluss an den Zweiten Weltkrieg beigetragen (Einzig 1972, 91-92; Wojnilower 2000, 13; Sarai 2008).¹⁵⁵ *Treasuries* sind zinstragende Schuldverschreibungen der kurzfristigen Staatsfinanzierung, die wegen ihrer Fristigkeit, die ein Jahr nicht übersteigt, als äußerst geldnahe Schuldpapiere bezeichnet werden müssen. *Treasuries* werden vom US-amerikanischen Finanzministerium in Denominierungen von bis zu einer Million Dollar emittiert und traditionell mit Hilfe der bereits angesprochenen *Prime Dealer Banken* an Investoren im In- und Ausland vermittelt. Die Investoren sind vielfacher Art. Es sind jedoch nicht zuletzt die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden, die die gegen null tendierende Ausfallsicherheit der Staatspapiere schätzen. US-amerikanische *Treasuries* sind wegen ihrer relativen Ausfallsicherheit darüber hinaus die *Benchmark* für viele privat emittierte US-amerikanische Geldmarktschuldpapiere (Cook 1998, 84-85).

Hervorzuheben ist, dass die Interbankengeldmärkte von Beginn an ein wichtiger Teil des Passivmanagements (Liability Management) der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden sind.¹⁵⁶ Am bekanntesten sind wohl die Interbankengeldmärkte, die die nationalen Zentralbanken bis heute zur geldpolitisch intendierten Finanzierung ihrer lizenzierten Geschäftsbanken unterhalten, die im Gegenzug für diese Liquiditätsgarantie bzw. subventionierte Liquidität die Realwirtschaft mit ihrer Liquiditätsproduktion durch die Kundeneinlagen und die Kreditvergabe stimulieren sollen (Strahan 2010, 114-116). Diese traditionellen, man könnte auch angelehnt an eine bereits zitierte Formulierung (vgl. Abschnitt 3.1.1)

¹⁵⁴ Mit Internationalisierung ist die Entstehung einer übernationalen Marktebene gemeint. Erst die Entwicklung der übernationalen Finanzmarktebene forcierte die Entwicklung nationaler Interbankengeldmärkte nach US-amerikanischem Vorbild.

¹⁵⁵ *Treasury Bills* haben eine Laufzeit von bis zu einem Jahr. Alle Papiere mit Laufzeiten von zwei bis zu zehn Jahren werden *Treasury Notes* genannt. Papiere mit darüber hinaus gehenden Laufzeiten nennt man *Treasury Bonds*.

¹⁵⁶ Hinweise auf die integrative Kraft der Geldmärkte finden sich bereits im 19. Jahrhundert, als mittels der Geldmärkte die fragmentierten US-amerikanischen, bundesstaatlich organisierten Finanzmärkte sich zu einem US-amerikanischen Finanzmarkt integrierten. Zentraler Bestandteil einer solchen Integration ist die Angleichung bundesstaatlicher Zinssätze für Finanzierungsliquidität (James 1976).

Public-Private-Partnership-Interbankengeldmärkte sagen, spielen vorerst allerdings keine weitere systematisch aufzuarbeitende Rolle.¹⁵⁷ Die Interbankengeldmärkte sollen vielmehr als ein völlig privatisiertes Strukturphänomen betrachtet werden. Vor allem auf die internationalen Interbankengeldmärkte gilt es sich nachfolgend zu konzentrieren.

Hier soll nachfolgend – *erstens* – mit der Darstellung zweier zentraler, mit den Treasuries konkurrierender Interbankengeldmärkte begonnen werden, die für das Passivmanagement der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden von herausragender Bedeutung sind: die Märkte für *Commercial Paper* (CP) und *Certificate of Deposits* (CD). Im Anschluss daran soll – *zweitens* – die (historische) Entwicklung von zwei weitgehend privaten Interbankengeldmärkten diskutiert werden, auf denen geldnahe Finanzierungsliquidität und Liquiditätsreserven unmittelbar zwischen Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden ihre Besitzer wechselt: die *Federal Funds-Interbankengeldmärkte* (nachfolgend: Federal Funds Märkte) und die Eurodollar- bzw. *LIBOR-Interbankengeldmärkte* (nachfolgend: LIBOR Märkte). Zu guter Letzt soll – *drittens* – das Volumen der beschriebenen internationalen Interbankengeldmärkte eingeordnet werden.

Erstens: CP (Commercial Paper) und CD (Certificate of Deposits) sind US-amerikanische Erfindungen, die in den 1980er Jahren von kontinentaleuropäischen Bankenkonglomeraten übernommen wurden.¹⁵⁸ Die in den frühen 1960er Jahre in den USA erstmals begebenen Einlagenzertifikate gelten als zentrales Instrument der Entwicklung zum marktförmigen Passivmanagement (Sinkey 2002, 106; Sylla 2002b, 60; Konings 2008). Beide sind kurzfristige Geldmarktpapiere, sogenannte *Promissory Notes* oder Money-Claims, wie sie oben in Anlehnung an Morgan Ricks (2010) bereits genannt wurden, deren Sicherheit auf das Vertrauen des Investors in den Emittenten gründet, die dieser zumeist durch seine Reputation und Größe, aber auch durch sein öffentliches, durch private Ratingagenturen bereitgestelltes Rating belegt (Stigum und Crescenzi 2006, 980-984).

Während CD ein Finanzierungsinstrument allein der lizenzierten Geschäftsbanken sind, werden CP von allen für ein solches Vorhaben von der US-amerikanischen Wertpapierbehörde SEC zugelassenen Unternehmen emittiert. Seit den 1990er Jahren stieg der Anteil der von den Großkunden der Dealer-Elitebanken und den Dealer-Elitebanken selbst begebenen CP deutlich an. Den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden dienen sie seither unter anderem zur Finanzierung ihrer Investmentbanktätigkeiten. 90 Pro-

¹⁵⁷ Den angedeuteten Mechanismus, mit dem die Zentralbanken abhängig von der Ausgestaltung des Zentralbankensystems und des geldpolitischen Glaubensbekenntnisses (*Keynesianismus* oder *Monetarismus*) auf die Kreditvergabe der Geschäftsbanken Einfluss nehmen, nennt man auch *Transmissionsmechanismus*. Geldpolitische und geldtheoretische Hintergründe werden in dieser Arbeit nicht systematisch aufgearbeitet, sondern an einigen Stellen ohne große Erklärung eingeflochten.

¹⁵⁸ Eine übersichtliche Einführung insbesondere zur Entwicklung beider Geldmarktinstrumente und ihrer Übernahme in den überstaatlichen Eurodollarkontext findet sich bei Paul Einzig (1972, 61-76; 77-90). Die frühen *Commercial Paper Märkte* werden in aller Ausführlichkeit von Roy A. Foulke (1980 [1931]) beschrieben.

zent der 2007 ausstehenden CP im Gesamtwert von knapp zwei Billionen Dollar wurden von den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden begeben (Liu 2007; Anderson und Gascon 2009, 600-601).¹⁵⁹ CP sind eine vergleichsweise günstige und für den Investor äußerst marktlquide Finanzierungsquelle. Ihre Laufzeit beträgt bis zu 270 Tage und für ausfallsicher bewertete Banken sind sie in Denominierungen von zumeist 100.000 Dollar begeben nur minimal teurer als die Zinsen der staatlichen Treasury-Bills. Ihre Marktliquidität rührt daher, dass die zumeist finanzwirtschaftlichen Emittenten ihre CP an die Wünsche ihrer zumeist finanzwirtschaftlichen Investoren anpassen bzw. sie auf Anfrage der Investoren sogar zurückkaufen. Die implizite Rückkaufgarantie macht einen Sekundärmarkt weitgehend überflüssig, weil die Rückkaufgarantie die Marktliquidität der CP deutlich kosten- und risikoneutraler gewährleistet (Liu 2007).

CD sind hingegen Papiere, mit denen Banken, die eine lizenzierte Geschäftsbank in ihre Konzernstruktur integrieren, die Vorteile ihrer Kundeneinlagen für ein professionelleres, vorzugsweise an marktförmigen Investitionsmöglichkeiten interessiertes Klientel imitieren: Beispielsweise Geldmarktfonds. Diese auch Einlagenzertifikate genannten Papiere sind handelbar (*negotiable*). Der Investor kann sie auf einem Sekundärmarkt verkaufen, den die Banken selbst oder mit Hilfe der Dealer-Elitebanken vermitteln. Das heißt: die Investoren können CD wie Kundeneinlagen jederzeit zu Finanzierungsliquidität machen, ohne allerdings der Bank Finanzierungsliquidität zu entziehen, wie dies im Falle des Einlagenabzugs der Fall ist (Lewis und Davis 1987, 85-86). Einlagenzertifikate, deren Anteilscheine die 100.000 Dollarmarke überschreiten, nennt man auch *Jumbo CD* oder *Super Jumbo CD*. Im Durchschnitt werden CD in Denominationen zwischen einer und zehn Millionen Dollar und in Fristigkeiten zwischen einem und vier Monaten begeben. Auch kürzere Fristigkeiten ab sieben Tagen sind zu finden (Morris und Walter 1998; Mosser 2004, 5).

Als zentrale CP und CD Investoren sind die Geldmarktfonds zu nennen. US-amerikanischen Geldmarktfonds hielten Anfang 2008 ca. 40 Prozent aller CP und CD (Baba et al. 2009, 69). Die Geldmarktfonds gehören zu Fondsgesellschaften, die ihre Sponsoren sind. Die Sponsoren der Geldmarktfonds sind mindestens Großkunden der Dealer-Elitebanken, d. h. sie stehen in einer wie auch immer intensiven Beziehung zueinander, d. h. sie kaufen ihren Rat, möglicherweise auch um in CP aber auch in CD investieren. Die Sponsoren der Geldmarktfonds können aber auch Bestandteil der Konglomeratstruktur der Dealer-Elitebanken sein. Was bedeutet, dass die Dealer-Elitebanken direkt, möglicherweise sogar in ihre eigenen in CP und CD investieren. Eine Form der Quersubventionierung, die wegen fehlender Daten leider nur gemutmaßt werden kann.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Bei Thomas K. Hahn (1998, 109) finden sich Daten zur Provenienz der CP aus dem Jahr 1991. Demnach sind Nicht-Banken und Banken für 80 Prozent der CP-Emissionen verantwortlich, wobei über 60 Prozent auf US-amerikanische Nicht-Banken, d. h. Investmentbanken entfallen.

¹⁶⁰ Dies ist ein denkbare, aber kein zwingend notwendiges Verfahren. Abhängig ist die Anwendung dieses Verfahrens vom Fondsponsor, d. h. der Muttergesellschaft, die eine lizenzierte Geschäftsbank aber auch eine andere Finanzinstitution sein kann. Naohiko Baba, Robert N. McCauley und Srichander Ramaswamy (2009, 71) präsen-

Zweitens: Um die Bedeutung der sekundärmarktlichen Handelbarkeit der CD, aber auch die Handelbarkeit sämtlicher anderer Finanzinstrumente zu verstehen, muss auf die Entwicklung der Struktur der nationalen und internationalen Interbankengeldmärkte eingegangen werden. Die heutigen Interbankengeldmärkte gründen einerseits auf dem US-amerikanischen *Correspondent Banking* (vgl. 2.1.1), dessen Netzwerke auch in vielen anderen nationalen Bankensystemen eine lange Tradition haben (Lewis und Davis 1987).¹⁶¹ Und sie gründen andererseits auf den US-amerikanischen Federal Funds Märkten, die in ähnlicher Weise ab den späten 1960er Jahren als multinationale Wholesale Eurodollarmärkte florierten (Grubel 1977, 357). Beides sind Märkte für überschüssige Finanzierungsliquidität, für *vault cash*, d. h. für den gegenseitigen Austausch des ansonsten zinslos zu bewahrenden Kassen- oder Reservegelds der im US-amerikanischen Federal Reserve System lizenzierten Banken, d. h. sie sind Märkte für das Liquiditätsmanagement der Banken (Bennett und Peristiani 2002, 54-55).¹⁶² Die Federal Funds Märkte gehören heute, zusammen mit den auf die Eurodollarmärkte zurückgehenden LIBOR-Märkten, zu den bedeutendsten Interbankengeldmärkten. Für beide Interbankengeldmärkte berechnen ausgewählte Dealer-Elitebanken die *Federal Funds Rate* sowie die *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), die als Referenzzinssätze für eine ganze Reihe von nationalen und internationalen Transaktionen von anderen Geldmarktinstrumenten fungieren.¹⁶³ Der zentrale Unterschied zwischen beiden Referenzzinssätzen ist, dass die *Federal Funds Rate* in Dollar und die LIBOR-Rate in verschiedenen Währungen denominated Wertpapiere und Transaktionen bepreisen hilft (Goodfriend und Whelpley 1998, 7; Furfine 1999; MacKenzie 2009, 80-81).

Federal Funds Märkte: Die Federal Funds Märkten sind der Ausgangspunkt der nachfolgenden Ausführungen. Ihre Entwicklung zur heutigen Marktförmigkeit und zu ihrer Bedeutung für das Finanzierungsmanagement als Teil des Liquiditätsmanagements gilt es aufzuarbeiten. Grundlegend für die Entstehung der Federal Funds Märkte war das US-amerikanische *Correspondent Banking* (vgl. 3.1.1). Das *Correspondent Banking* ist zuallererst der Versuch der US-amerikanischen Geschäftsbanken gewesen, in Abwesenheit einer US-amerikanischen Zentralbank Liquiditätsrisiken zu kompensieren (Todd 2001;

tieren für das Jahr 2008 einen Überblick über das Vermögenswachstum einiger Geldmarktfonds. Sie unterscheiden die Sponsoren in „bank-owned“ und „other“. Zuwachs in teils beträchtlichem Ausmaß von über 75 Prozent ist auf beiden Seiten keine Seltenheit. Dies ist aber hier nur am Rande von Interesse. Denn es ist deutlich zu erkennen, dass neben den großen, bankunabhängigen Fondssponsoren insbesondere einige der schon genannten Dealer-Elitebanken als größte Geldmarktfondssponsoren beteiligt sind.

¹⁶¹ Das deutsche Genossenschaftsbankensystem ist nichts anderes als ein System korrespondierender Banken, an deren Spitze die Landesbanken stehen, die sozusagen als Money Center Banks agieren.

¹⁶² Die Märkte für Kassengeld sind heute wie damals die Märkte für das Geld, das für sich genommen keinen Zinsertrag generiert, das aber in jedem Bankensystem einen Teil der Bilanzen aller Wirtschaftssubjekte, traditionell aber der Banken ausmacht, die die überschüssige Finanzierungsliquidität der Wirtschaftssubjekte als Liquiditätsreserven aufbewahren. Die alltägliche Entwicklung der Zu- und Abflüsse ihrer Reserven können die Banken nur schwer voraussagen. So kann es durchaus sein, dass eine Bank am Ende eines Geschäftstages über überschüssige Reserven verfügt, die sie gerne an eine andere Bank weiterverleihen möchte, um einen kurzfristigen Zinsertrag zu erwirtschaften. Paul Bennett und Stavros Peristiani (2002, 57) geben an, dass die Banken die Voraussagekraft ihrer Systeme seit den 1990er Jahren deutlich verbessert haben.

¹⁶³ Die Berechnung der *Federal Funds Rate* erfolgt folgendermaßen: „[T]he effective federal funds rate [is] [...] the weighted average interest rate of transactions conducted by five leading fund brokers (Furfine 2001, 38).“

Norman et al. 2006). Mit der Einführung des Federal Reserve Systems (FRS) 1913 wurden die Federal Funds Märkte eingeführt, um die Übertragung von Liquiditätsreserven zwischen den US-amerikanischen Geschäftsbanken zu institutionalisieren, wovon man sich ein sichereres und effizienter arbeitendes Bankwesen versprach. Dazu wurden die Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems (FRS) verpflichtet, einen Teil ihrer Liquiditätsreserven zinslos auf Konten der Federal Reserve Banken (FRB) zu deponieren (Bennett und Peristiani 2002). Ihre über die Reservepflicht hinausgehenden Liquiditätsreserven begannen sich die US-amerikanischen Geschäftsbanken in den 1920er Jahren wiederum auf der Basis der noch bestehenden Netzwerke des *Correspondent Banking* gegenseitig auszuleihen. Verfügte eine Bank über Liquiditätsreserven, die das regulatorisch geforderte Soll überstiegen, dann vermittelte sie den Überschuss an korrespondierende Banken, deren Liquiditätsreserven das vorgeschriebene Soll zum Zeitpunkt x eben nicht erreichten. Die Bewegung der Liquiditätsreserven kannte dabei zumeist nur einen Weg: Von den kleinen zu den großen Banken in den US-amerikanischen Geldzentren, den Money Center Banks und heutigen Dealer-Elitebanken. Bestand der Anreiz für die einen darin ihre Reservepflichten im FRS zu erfüllen, so hatten die Anbieter der Liquiditätsreserven im Sinn, einen zusätzlichen Zinsertrag auf ihre das Soll übersteigenden Liquiditätsreserven zu erwirtschaften, während die Nachfrager ihr Aktivgeschäft finanzierten (Fischer 1968; Maerowitz 1981, 3).

Bis in die späten 1990er Jahren wurden die Reservepflichten sukzessive gekürzt, beispielsweise um die Liquiditätssteuerung zwischen den Banken und die Zirkulation (Velocity of Money)¹⁶⁴ der bestehenden Geldmenge im Bankensystem zu fördern. Wie man sich denken kann, bedeutete dieser Schritt nicht, dass weniger, sondern eher mehr Finanzierungsliquidität zwischen den Elitebanken gehandelt wurde (Bennett und Peristiani 2002, 55-56). Mervyn K. Lewis und Kevin T. Davis (1987, 84) fassen die Entwicklung der *Federal Funds Märkte* wie folgt zusammen:

„In the federal funds market, institutions with immediately available funds lend them to other institutions, mainly on overnight basis. The ‘market’, as is the case with most wholesale funds markets, consists of a loosely structured telephone network by which the major participants are connected. Its origins date back to the 1920s when New York banks began to lend and borrow unanticipated excess or deficient balances held at the Federal Reserve, and this practice quickly spreads to other parts of the country. Transactions declined during the depression years, but picked up in the 1960s as banks increasingly used the market as an alternative to correspondent relationships. Since then, regulatory and other developments have transformed the market from one based on balances of member banks to one involving virtually all depository institutions, along with other non-banking participant.”

¹⁶⁴ „The velocity of money is the frequency at which one unit of currency is used to purchase domestically-produced goods and services within a given time period. In other words, it is the number of times one dollar is spent to buy goods and services per unit of time. If the velocity of money is increasing, then more transactions are occurring between individuals in an economy.“ Vgl. Federal Reserve Bank of St. Louis, URL: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/M2V> (3.2.2014).

Zwei Praktiken, die Federal Fund Märkte für das Liquiditätsmanagement zu nutzen, müssen demnach unterschieden werden. Erstens die Praxis, bei der kleine Banken ihre Liquiditätsreserven auf ihre Konten bei größeren Banken und letztlich auf die Konten der Dealer-Elitebanken transferieren, auch „Federal Fund Loans“ genannt. Und zweitens die Praxis, bei der eine solche Dealer-Elitebank auf der Basis ihrer allgemeinen Marktposition die lukrative Aufgabe übernimmt, Liquiditätsreserven an sämtliche Nachfrager gegen Gebühr und über das sogenannte *Fedwire System*, ein vom FRS auch für andere Transaktionen betriebenes elektronisches Zahlungssystem, zu vermitteln (Furfine 1999, 25). Die Federal Funds Märkte sind heute privatisierte, vom FRS betreute¹⁶⁵ Interbankengeldmärkte für alle Dealer-Elitebanken und ihre erfahrenen (*sophisticated*) Großkunden.

LIBOR Märkte: Die LIBOR (London Inter Bank Offered Rate) Märkte sind als eine Art internationales Correspondent Banking zu begreifen. Herbert B. Grubel (1977, 357) schreibt: „In a sense, the multinational wholesale banking network represents the equivalent of a global federal funds market, assuring an efficient use of the existing stock of money capita, giving rise to the well-known large quantity of inter-bank deposits and raising the velocity of circulation of money.“ Strukturell betrachtet korrespondieren hier die in den einzelnen Währungsräumen größten Banken und ihre im Währungsausland ansässigen Zweigstellen miteinander. Wie auf den Federal Funds Märkte vermitteln die Money Center Banks, d. h. die Dealer-Elitebanken, darüber hinaus aber auch Liquiditätsreserven zwischen sich selbst und sämtlichen anderen Großkunden (Clarke 1983, 16-17; Stigum und Crescenzi 2006, 236-238).

Die LIBOR Märkte sind im weitesten Sinne das, was man auch heute noch Eurodollarmärkte nennt. „The Euromarket is, after all, a worldwide market“, schreiben Marcia Stigum und Anthony Crescenzi (2006, 232), d. h. sie sind ein weltweiter Interbankengeldmarkt mit verschiedenen Zentren, von denen neben London insbesondere die karibischen Offshore Märkte und New York genannt werden müssen, in denen die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden ihre Liquiditätsreserven an die jeweils produktivsten Stellen transferieren (Stigum und Crescenzi 2006, 232-233).¹⁶⁶ Die LIBOR Märkte entstanden aus den Eurodollarmärkten. Wegen der neuen Rolle der USA und ihrer Währung sowie wegen des wieder anlaufenden internationalen Handels, sammelten sich ab den 1960er Jahren enorme Dollar-Fremdwährungsguthaben in den Währungsräumen von Industrie- und Ölstaaten, die sich ihre Produkte gerne in Dollar bezahlen ließen. Viele Dollarinhaber vermieden es ihre Dollarguthaben in US-amerikanische Banken anzulegen unter anderem aus Angst, es könnte aus politischen Gründen eingefroren werden (Clarke 1983, 9; Burk 1992, 67). Entsprechend warben andere Banken um diese Einlagen. Franziska Schenk (1998, 224-229) argumentiert, dass insbesondere die britischen Banken, maßgeblich die *Midland Bank*, die gewissermaßen den Startschuss setzte, Dollarguthaben anwarb, um damit eigene auch

¹⁶⁵ Ein Teil der Betreuung der Federal Funds Märkte durch das FRS ist die Erstellung und Veröffentlichung der sogenannten *Flow-Of-Fund* Statistiken (Teplin und Tyler 2001).

¹⁶⁶ In London werden 25 Prozent aller weltweit sich im Umlauf befindenden Dollar-Verbindlichkeiten von Elitebanken gehalten (Stigum und Crescenzi 2006, 230).

regulatorisch herbeigeführte Liquiditätsengpässe zu bewältigen. Sie tat dies, indem sie US-amerikanischen Dollaranbietern einen Zinssatz bot, der über den in den USA durch *Regulation Q* gedeckelten Zinsraten lag.¹⁶⁷ So entstanden die Eurodollarmärkte insbesondere in London, wo bereits in den 1950er Jahren viele US-amerikanische aber auch die größten Banken aus dem Rest der Welt Zweigstellen unterhielten.¹⁶⁸

Grundlegend für London als frühes Zentrum der internationalen Interbankengeldmärkte war (1) die in London vorzufindende Mischung aus einem von Bankwirten international anerkannten Rechtssystem, (2) die in London traditionell existierende und internationalisierte Bankenszene samt der damit einhergehenden Kontakte in die Geldzentren der Welt, (3) die Präsenz innovativer nationaler Banken, den sogenannten *Merchant Banken*, und (4) die speziell internationalen finanzwirtschaftlichen Entwicklungen gegenüber offenen nationalen Regulierungspraxis (Burk 1992, 80; Helleiner 1994, 83-91; Schenk 1998, 233-237; Stigum und Crescenzi 2006, 230-233).

Bei aller Diskussion um die Entstehung der Eurodollarmärkte, bleibt festzuhalten, dass die in London und in anderen Geldzentren angesiedelten Banken begannen, sich gegenseitig Fremdwährungsguthaben auszuleihen, um sich kurzfristig zu finanzieren bzw. ihre Liquidität zu steuern. Die US-amerikanischen aber auch die Zweigstellen kanadischer Mutterbanken liehen sich in der Anfangsphase dieser Entwicklung gerne Dollar, um mit ihnen ihr Aktivgeschäft in den USA zu finanzieren. Interbankengeldmärkte in anderen Währungen als dem Dollar waren jedoch eher selten anzutreffen, weil Transaktionen in anderen Währungen einerseits aufgrund von nationalen Regulierungen nur schwer durchzuführen waren und sie andererseits durch Währungsrisikotauschgeschäfte (bspw. FX Swaps) substituiert werden konnten. Das heißt: Eine deutsche Bank, die über ein Dollarguthaben in ihrer Zweigstelle in London verfügte, konnte mit einer anderen Bank, die dort über ein D-Markguthaben verfügte und Dollarrisiken nachfragte, allein das Währungsrisiko tauschen (Clarke 1983, 15). Im Ergebnis stand ein internationales Marktsystem, in dem alle erfahrenen Elitebanken sich grundsätzlich in sämtlichen weltweit gehandelten Währungen finanzieren können (Clarke 1983, 4):

„[International] Interbank transactions are normally limited to short-term placements, at fixed rates, arranged under unadvised lines by a bank's money trader or by money brokers. Deals are

¹⁶⁷ Franziska Schenk (1998, 226) schreibt diesbezüglich: „Midland had bid up to $1\frac{7}{8}$ % interest for 30-day deposits denominated in US\$. This was $\frac{7}{8}$ % more than the maximum payable in the U.S. under Regulation Q. Midland then sold these dollars spot for sterling and bought them back forward at a premium of $2\frac{1}{8}$ %. The resultant sterling therefore cost Midland 4 % ($1\frac{7}{8}$ % + $2\frac{1}{8}$ %) at a time when Bank Rate was 4.5 %.”

¹⁶⁸ Die Eurodollarmärkte waren weitaus komplexer als die kurze Erwähnung hier glauben macht. Im Kern umfassen sie sämtliche Transaktionen, bei denen Fremdwährung oder in Fremdwährung denominierte Wertpapiere außerhalb des Währungsraums begeben oder gehandelt wird bzw. werden. Also beispielsweise auch die von US-amerikanischen Banktöchtern in London in Dollar begebenen Anleihen (Eurobonds, Euro Commercial Paper oder Euro Certificate of Deposits). Hier stehen insbesondere die direkten Geldzahlungen zwischen den Banken im Zentrum (Eurocurrency). Eine nützliche Einführung in die Dimensionen der Eurodollarmärkte bietet das bereits zitierte „Witness Seminar on the Origins and Early Development of the Eurobond Market“, das Kathleen Burk (1992) in einer bemerkenswerten Publikation dokumentiert. Eine weitere hilfreiche Publikation ist die Arbeit von Catherine R. Schenk (1998).

for large sums—usually in the \$5-10 million range, rarely for less than \$1 million and sometimes as much as \$25-50 million. Trading is limited to institutions of recognized credit standing. Consequently, it is highly informal. No prior contracts are required; deals can be arranged in a matter of minutes or at most hours are simply confirmed by telex between parties involved. The bulk of the placements are short-term—three month or less, although a significant proportion run [sic!] as long as six month or even a year, but rarely beyond. Such deals are normally conducted by the institution's treasury department.”¹⁶⁹

Anfänglich waren auch kleine Banken in den internationalen Interbankengeldmärkten involviert. Infolge einiger spektakulärer Pleiten in den 1970er Jahren, so zum Beispiel die Pleite der Kölner *Herstatt Bank*, verloren kleine Banken jedoch vorerst ihren direkten Marktzugang (Stigum 1983, 146). Dies kann zum einen als eine weitere Ursache für nachfolgende Konzentrationsprozesse angesehen werden, stärkte zum anderen allerdings auch die Selbstregulierungsfähigkeit der globalen Finanzbranche. So beschloss die Interessenvertretung der britischen Banken, die British Banker's Association (BBA), im Jahr 1985, die Veröffentlichung einer Referenzzinssatz, mit der allen Großkunden der aufstrebenden Dealer-Elitebanken ein potentieller Zugang zu den internationalen Interbankengeldmärkten gewährt werden konnte. Auf der Basis ihrer gegenseitigen Fremdwährungstransaktionen sollten die aufstrebenden Dealer-Elitebanken, die in der Regel bereits die nationalen Champions der jeweiligen Bankensysteme waren, die durchschnittlichen Zinssätze, zu denen sie sich auf den internationalen Interbankengeldmärkten gegenseitig über Nacht refinanzieren, täglich um 11:00 Uhr an die Londoner Interessenvertretung übermitteln. Diese wiederum berechnet aus den Angaben für eine Reihe von ausgewählten Währungen den sogenannten LIBOR-Zinssatz (MacKenzie 2009, 81).¹⁷⁰

Der LIBOR-Zinssatz ist heute die wichtigste von mehreren Referenzzinssätzen, die für nationale und außerhalb nationaler Währungsräume zu vollziehende Emissionen und Transaktionen von grundlegender Bedeutung sind. Die LIBOR-Rate ist, so schreiben Marcia Stigum und Anthony Crescenzi (2006, 240), „the true global cost of money“. Ein Zinssatz, der die Eurodollarmärkte über die Interbankeneinlagenmärkte hinaus integrierte und heute mehr denn je eine Leitplanke des internationalen Finanzsys-

¹⁶⁹ Transaktionen der beschriebenen Art, sind heute, wie die Transaktionen auf den Federal Funds Märkten, von weitaus kurzfristigerer Natur, als im obigen Zitat angedeutet: Zu 70 Prozent werden sie über Nacht arrangiert. Zusammen mit maximal einmonatigen Transaktionen machen die Übernachtstransaktionen 2002 fast 100 Prozent aller Fremdwährungstransaktionen unmittelbar zwischen den Elitebanken aus (EZB 2011, 7).

¹⁷⁰ Vgl. Website der *British Banker's Association* (BBA): „bbaLIBOR stands for 'London InterBank Offered Rate'. It is produced for ten currencies with 15 maturities quoted for each - ranging from overnight to 12 months - thus producing 150 rates each business day. bbaLIBOR is a benchmark giving an indication of the average rate at which a LIBOR contributor bank can obtain unsecured funding in the London interbank market for a given period, in a given currency. Individual bbaLIBOR rates are the end-product of a calculation based upon submissions from LIBOR contributor banks“. Weitere Informationen zum LIBOR- und anderen Referenzzinssätzen finden sich in Abschnitt 4.1.4.3.3.

tems darstellt, als welche er mittlerweile auch die lange von den Treasuries geprägten US-amerikanischen Geldmärkte beeinflusst.¹⁷¹ Dort und auf den internationalen Geldmärkten ist LIBOR die Grundlage für sämtliche von den Dealer-Elitebanken gegen Kommission vermittelten primärmarktlichen Emissionen von Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, einschließlich der oben diskutierten CP (Commercial Paper) und CD (Certificate of Deposits), sowie sekundärmarktlicher Transaktionen.

Drittens: Das Volumen aller bis hierhin diskutierten Interbankengeldmärkte hat sich seit den 1980er Jahren deutlich erhöht. Weil die zur Verfügung stehenden kostenfreien Daten zumeist Länderdaten sind (vgl. OECD Banking Statistics 2012), ist es allerdings schwierig, das Ausmaß des Anstiegs des Volumens der Interbankengeldmärkte in Bezug auf einzelne Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden zu beziffern. Auch weil die Marktgrenzen zusehends verschwimmen, sind länderspezifische Daten nur bedingt aussagekräftig. Aufschlussreicher als die OECD-Länderdaten sind beispielsweise Daten, die einzelne Finanzinstrumente in den Fokus nehmen, wie zum Beispiels die SIFMA-Geldmarktstatistiken, die aus *Federal Reserve Flow of Fund* Daten aggregiert sind, sowie die von der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) aggregierten Daten, die einen Überblick über die internationalen Kapitalbewegungen verleihen. Sie alle sollen nachfolgend ausgewertet werden.

Die SIFMA-Geldmarktdaten zeigen beispielsweise, dass sich das Volumen in Dollar denominierter und in den USA von lizenzierten Banken emittierter CD zwischen 1996 und 2008 von 500 Milliarden Dollar auf über 2000 Milliarden Dollar vervierfacht hat. Das Volumen in Dollar denominierter und in den USA emittierter CP kann im gleichen Zeitraum von 779 Milliarden Dollar auf knapp 2000 Milliarden Dollar einen ähnlichen Anstieg verbuchen, wobei es bei den CP nicht zu vergessen gilt, dass sie auch von nicht-lizenzierten Finanzorganisationen bzw. den Großkunden der Dealer-Elitebanken emittiert werden können. Den OECD-Länderdaten entnimmt man diese Daten zu den zentralen Geldmarktpapieren nicht. Jedoch finden sich darin Daten über das Volumen der LIBOR Interbankeneinlagen bei den 100 größten US-amerikanischen und europäischen Geschäftsbanken. Für die US-amerikanischen Geschäftsbanken bewegen sie sich auf insgesamt vergleichsweise niedrigem Niveau. Sie sind seit den 1980er Jahren bis 2007 auf ca. 350 Milliarden Dollar gestiegen. Hingegen sind die Interbankeneinlagen der gemessen am Bilanzvolumen insgesamt deutlich kleineren 100 größten deutschen Banken von 188 Milliarden Euro im Jahr 1996 auf 646 Milliarden Euro im Jahr 2007 gestiegen. Der Unterschied rührt daher, dass die exemplarisch für die europäischen Banken stehenden deutschen Geschäftsbanken sich eher Interbankeneinlagen leihen, weil ihre nationalen Interbankengeldmärkte nur wenige Alternativen zulassen. In Deutschland gibt es keine CD und CP Märkte, was in der Literatur und der Politik auch als finanzwirtschaftliche Rückständigkeit diskutiert wird. Die Eurodollarmärkte bieten eine Alternative, die allerdings

¹⁷¹ Marcia Stigum und Anthony Crescenzi (2006, 240) schreiben in der neuesten, vierten Ausgabe ihres Standardwerks „Stigum’s Money Market“, dass die LIBOR-Referenz-Zinsrate insbesondere im US-amerikanischen Commercial Paper Markt die Treasuries als Benchmark verdrängt hat. „LIBOR, because it is the true global cost of money, has become a key benchmark rate in the U.S. domestic money market. For example, in the U.S. commercial paper market, value is measured in terms of the spread at which such paper trades to LIBOR, not to T-bills.“ Ein Grund für diese Entwicklung mag die Integration des internationalen Finanzsystems sein.

noch nicht an die US-amerikanischen Märkte herankommt. Insgesamt haben die europäischen Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden 2007 ca. 400 Milliarden Euro in kurzfristigen Geldmarktpapieren emittiert. Leider sind die dahingehend zur Verfügung stehenden Daten jedoch weniger differenziert als die US-amerikanischen (vgl. *ECB Short-Term European Paper*).

Um die Schwäche der europäischen Interbankengeldmärkte zu kompensieren, emittieren die europäischen Dealer-Elitebanken und ihre dazu befähigten Großkunden CP und CD lieber in den USA. Dazu benötigen sie nicht mehr als eine US-amerikanische Zweigstelle. Die gekauften Dollar-Verbindlichkeiten transferieren die europäischen Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden zurück in ihre europäischen Muttergesellschaften, um dort zentral ihr Aktivgeschäft zu finanzieren (McGuire und Peter 2009; Shin und Shin 2011; Shin 2012, 157). Weil mit Fremdwährungsverbindlichkeiten finanzierte Vermögenswerte aber – wie oben erwähnt – offene Wechselkursrisiken darstellen, müssen sie zum Beispiel mit sogenannten FX Swaps versichert (*gehedgt*) werden. Das sogenannte *Hedgen* von Risiken ist ein spezifischer Teil des Liquiditätsmanagements, der insbesondere von den Dealer-Elitebanken an die Großkunden vermittelt wird und für das die beschriebenen Großmarktstrukturen der Interbankengeldmärkte – wie auch für andere Finanzinstrumente noch zu zeigen sein wird – die Basis darstellen. Die Anwendung solcher FX Swap Transaktionen ist in den letzten Jahren deutlich angestiegen (Barkbu und Ong 2010, 6-7). Hinweise auf Praktiken dieser Art verweisen auf die globale Integration des Gesamtsystems, das nachfolgend Interbankenmarktsystem genannt werden soll. Daten zu Transaktionen in diesem System sammelt die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) in Basel. Bis Dezember 2007 sind die von ihr gesammelten sogenannten ausstehenden *cross-border* Positionen aller an die BIZ berichtenden Elitebanken von 13 Billionen (Dezember 2004) auf knapp 35 Billionen Dollar angestiegen (vgl. BIZ Quarterly Review, March 2006 und 2009 – Statistical Annex).

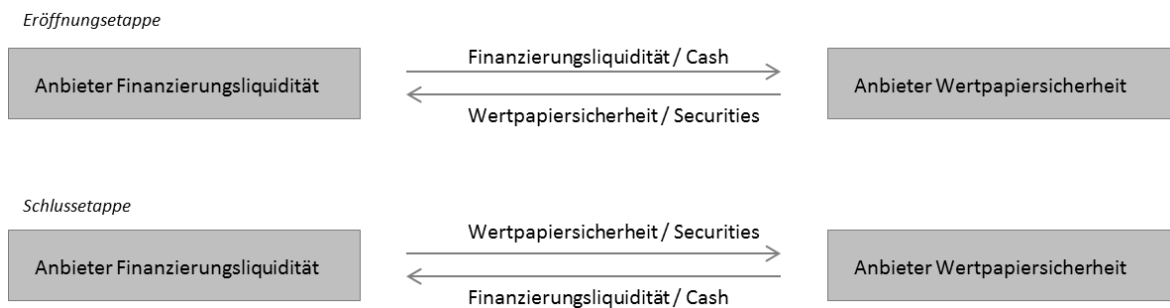
3.2.2 REPO-INTERBANKENMÄRKTE

In den globalen Großmarktstrukturen, in denen die Interbankengeldmärkte und das *Hedgen* von Fremdwährungsrisiken verortet wurde, gilt es nachfolgend einen weiteren Finanzierungsmarkt der Dealer-Elitebanken auszumachen: Die sogenannten Repo-Interbankenmärkte. *Repos* sind Finanzinstrumente bzw. Finanzverträge, die man auch Rückkaufvereinbarung bzw. *Repurchase-Agreement* nennt. Nachfolgend sollen die Repo-Interbankenmärkte beschrieben werden. Erstens soll die Grundstruktur des bilateralen Repo-Instruments beschrieben werden. Zweitens soll die Entstehung der Repo-Interbankenmärkte beschrieben werden. Und drittens sollen das Marktvolumen und insbesondere der Marktanteil der Dealer-Elitebanken an den Repo-Interbankenmärkten analysiert werden.

Erstens: Die Repo-Interbankenmärkte sind oberflächlich betrachtet – wie die Interbankengeldmärkte – Interbankenmärkte der kurzfristigen Finanzierungssteuerung. Transaktionen werden in der Regel *über Nacht* oder für wenige Tage vereinbart. Anders als die Transaktionen auf den Interbankengeldmärkten, sind Repo-Interbankenmärkte allerdings als gesicherte Märkte (*collateralized markets*) zu bezeichnen. Während CP und CD sowie der unmittelbare gegenseitige Handel von Liquiditätsreserven (Cash) allein

auf dem durch Informationen generierten Vertrauen zwischen den Akteuren basiert, werden im Kontext von Repo-Transaktionen Wertpapiere, beispielsweise CP, als Sicherheit für den Zeitraum der Transaktion transferiert (vgl. Abbildung 9). Der Marktwert, der an der Transaktion quasi im Tausch gegen Finanzierungsliquidität gelieferten Wertpapiere übersteigt den nominalen Wert der transferierten Finanzierungsliquidität. Finanzierungsliquidität in der Höhe von 95 Dollar macht einem einfachen Beispiel zufolge die gleichzeitige Übermittlung eines Wertpapiers im Wert von 100 Dollar notwendig, was einem Abschlag, *Haircut* oder *Margin Call* von fünf Dollar, fünf Prozent oder 500 Basispunkten entspricht. Die Höhe des Abschlags spiegelt das variable Vertrauen in das die Transaktion stützende Wertpapier. Sinkt das Vertrauen zu einem Zeitpunkt x, dann steigt der *Haircut* für alle nachfolgenden und auch die bestehenden Finanzierungsarrangements (Krishnamurthy 2010, 8-12; Copeland et al. 2012b, 18; Gorton und Metrick 2012).

Abbildung 9: Vereinfachte Darstellung einer bilateralen Repo-Transaktion



Quelle: Eigene Darstellung; angelehnt an Copeland/Duffie/Martin et al. 2012: 18

Zweitens: Das Repo-Instrument ist ein Finanzierungsinstrument mit langer Tradition in der Offenmarktpolitik der US-amerikanischen Zentralbank. Neben den Liquiditätsreserven auf den Federal Funds Märkten und dem sogenannten *Discount Window* ist dies die dritte Möglichkeit auf die Geldmenge Einfluss zu nehmen, wobei Repo-Transaktionen dem zentralen Offenmarktinstrument des An- und Verkaufs von US-amerikanischen Debt Securities unterzuordnen sind. Um die Geldmenge eher temporal zu erhöhen, übermitteln die lizenzierten US-amerikanischen Geschäftsbanken den Federal Reserve Banken (FRB) im Tausch gegen Zentralbankgeld solche Wertpapiere, die diese wegen ihrer relativen Sicherheit als bankfähige (*eligible*) Sicherheiten anerkennen, beispielsweise CP von ausgewählten Emittenten. Der Unterschied beispielsweise zum klassischen *Discount-Window* des US-amerikanischen Federal Reserve Systems (FRS) ist, dessen Bedeutung für die US-amerikanische Geldpolitik hier nicht weiter diskutiert werden soll, die vertragliche Verpflichtung, die hinterlegte bankfähige Sicherheit wieder zurückzukaufen, weswegen man das Repo-Instrument auch als Rückkaufvereinbarung (*Repurchase Agreement*) bezeichnet (Einzig 1972, 49-50). Das Repo-Instrument ist somit ein Vertrag, der eher einer Leihe als einem Verkauf ähnelt. Er ist ein hybrides Finanzinstrument mit weit reichenden Möglichkeiten (Lumpkin 1998, 59).

Bis nach dem Zweiten Weltkrieg blieben die Repo-Transaktionen in den USA noch weitgehend in die Geldpolitik der FRB eingebettet. Das heißt die FRB zahlte Finanzierungsliquidität gegen bankfähige Wertpapiere an lizenzierte US-amerikanische Geschäftsbanken aus, die diese mit Vertragsende wieder zurückkaufen mussten. In den 1960er Jahren veränderten sich die Repo-Transaktionen: sie vermarktllichten sich, d. h. sie existierten in der Folge – wie die Federal Funds Märkte – auch parallel zu ihrer Einbettung in das nationale Zentralbankensystem in einem privatwirtschaftlichen Umfeld. Dies konnte bereits einmal in den 1920er Jahren beobachtet werden, als US-amerikanische Geschäftsbanken mit Repo-Transaktionen versuchten, die auf klassische Transaktionen anfallende Kriegssteuer zu umgehen, indem sie den Aspekt der Leihe des hybriden Finanzinstruments hervorhoben (Garbade 2006, 28). Ausschlaggebend für die Privatisierung der Märkte nach dem Zweiten Weltkrieg war unter anderem die bereits angesprochene *Regulation Q*: „Regulation Q prevented banks from paying interest on time deposits having a maturity of less than 30 days [...]. Banks dealing with other banks circumvented this prohibition by buying and selling Fed funds. Nonbank institutions—corporations, municipalities, and so on—that dealt with banks could not sell them Fed funds so they turned to doing repo as a way to put their money to work short-term for a fee“, beschreibt Marcia Stigum (1983, 396) die Situation. Die steigenden Zinsraten für kurzfristige Debt Securities, die weltweit zunehmende Volatilität auch der langfristigen Zinsraten sowie die zunehmenden kurzfristigen US-amerikanischen Staatsschulden trieben in den 1970er und 1980er Jahren den mit Repo-Transaktionen finanzierten spekulativen Handel an (Garbade 2006, 30).

Zwei vertragliche Besonderheiten des Repo-Instruments haben neben den genannten Faktoren darüber hinaus zu ihrem Boom nach 1980 beigetragen: (1) die Anerkennung der in die Repo-Transaktion eingebundenen Wertpapiersicherheit als Eigentum des Gläubigers des Finanzierungsgeschäfts. Und (2), die darauf gründende rechtliche Anerkennung, dass das Repo-Instrument nicht eine Transaktion ist, sondern aus zwei voneinander zu unterscheidenden Transaktionen besteht. Mit weit reichenden Konsequenzen für die beteiligten Gegenparteien.

(1): Die Repo-Gläubiger, d. h. diejenigen, die Finanzierungsliquidität gegen eine Wertpapiersicherheit verkaufen oder liefern, profitierte von der rechtlichen Anerkennung der Wertpapiersicherheit als ihr vorübergehendes Eigentum. “[R]epo *creditors* had an important right that was *not* enjoyed by conventional creditors: a repo creditor could sell repo securities, or deliver repo securities in settlement of a prior sale, during the term of the repo. This reduced the cost of lending on a repurchase agreement, because a creditor did not have to treat repo securities as the property of the borrower and did not have to segregate repo securities from its own securities“, schreibt Kenneth D. Garbade (2006, 30) die Situation. Das Eigentumsrecht an einem formell geliehenen Vermögenswert brachte die Möglichkeit mit sich, zusätzlich zu der Gewährung von Finanzierung Repo-Transaktionen in die entgegengesetzte Richtung einzugehen, die wiederum genutzt werden können um Finanzierungsliquidität zu leihen. Dies hat die nicht selten anzutreffende Unterscheidung zwischen „echten“ und „unechten“ oder Reverse-Repo-

Transaktionen und Optionen mit sich gebracht, die das Repo-Instrument als weiterhin hybride Vertragskonstruktion boomen ließ.

(2): Die oben als „hybride Transaktion“ bezeichnete Natur der Repo-Transaktion, die Elemente des Verkaufens und Verleihens von Wertpapieren integriert, die eingebundenen Wertpapiere rechtlich allerdings als Eigentum des Gläubigers ansieht, nutzte man in den 1980er Jahren im Anschluss an den Bankrott zweier sich mit Repo-Transaktionen finanzierender Unternehmen, die man heute Hedge Fonds nennen würde, für eine weitere vertragliche Spezifizierung von weitreichender Bedeutung: Man einigte sich darauf, nachdem durch den Bankrott der Gegenpartei einer Vielzahl von Repo-Verträgen das US-amerikanische Geldmarktsystem verunsichert war, dass eine Repo-Transaktion keine in einer Transaktion vertraglich festgelegter besicherter Kredit ist, sondern eine Beziehung darstellt, die sich aus zwei getrennt voneinander zu betrachtenden Transaktionen („outright transactions“) zusammensetzt: Aus einem Verkauf und einem Rückkauf eines Wertpapiers, das temporal in das Eigentum des Gläubigers, d. h. des Käufers übergeht. Diese rechtliche Spezifizierung hatte weitreichende Bedeutung für den Fall eines Bankrotts einer an einer Repo-Transaktion beteiligten Gegenpartei. Die als Sicherheiten gewährten Wertpapiere waren mit dieser Entscheidung vom konkursrechtlichen *Automatic Stay* befreit, d. h. die Gegenparteien mussten ihre Repo-Transaktionen nicht mehr in die Konkursmasse einfließen lassen, sondern konnten sie beispielsweise mit anderen Repo-Transaktionen derselben Gegenpartei verrechnen (*Netting*).¹⁷² Dies sollte den Zusammenbruch der aus unzähligen Verträgen bestehenden Finanzierungsketten verhindern, wertete die Repo-Instrumente als Finanzierungsmittel allerdings auch entscheidend auf (Garbade 2006, 32-38; Goralnik 2012, 484-489).

¹⁷² Das *Netting* ist als Klausel Bestandteil des *Rahmenvertrages für Finanztermingeschäfte (ISDA Master Agreement)*, der nahezu allen *over-the-counter* (OTC) Finanztransaktionen im Interbankenmarktsystem unterliegt. Die auf Grundlage dieses Rahmenvertrags abgeschlossenen Finanzinstrumente sind als sogenannte *Qualified Financial Contracts* (QFC) zu werten. Die Finanzinstitutionen, die sie in der Bilanz halten, verfügen im Insolvenzfall über weitreichende Privilegien (vgl. auch Abschnitt 3.2.4). Im US-amerikanischen Insolvenzrecht (*Bankruptcy Law*) spricht man auch von sogenannten *Save Harbour*-Bestimmungen (Morrison und Riegel 2005). Das Gabler Wirtschaftslexikon (vgl. <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/12199/netting-v8.html>) bietet zum Stichwort *Netting* fünf Definitionen an. Die allgemeine Definition, die nicht explizit auf das Verhältnis zwischen Banken verweist, lautet: „Verrechnung gegenläufiger Zahlungsbewegungen, um Anzahl und Volumen von Zahlungsbewegungen innerhalb von nationalen oder multinationalen Konzernen zu verringern (Cash-Management-Systeme).“ Die *Netting*-Klausel verweist also darauf, dass im Falle der Insolvenz einer Gegenpartei, ausstehende Forderungen zwischen den Transaktionspartnern sozusagen eingefroren und bilateral verrechnet werden. Somit ist die *Netting*-Klausel im laufenden Geschäft als eine bilaterale Risikominderungstechnik zwischen Transaktionspartnern zu werten. Sie reduziert die Bilanzwirksamkeit von OTC-Geschäften und damit auch die Notwendigkeit diese mit Eigenkapital zu hinterlegen. Denn was verrechnet werden kann, verliert gewissermaßen seine insolvenzrechtliche bzw. eigenkapitalrechtliche Bedeutung. Nicht zuletzt diesen Nebeneffekt der *Netting*-Klausel hat der BGH in einem Urteil vom 9. Juni 2016 (BGH Az. IX ZR 314/14) implizit in Frage gestellt. Der BGH stellte für den Fall *Dietmar-Hopp Stiftung gegen Lehman-Brothers* fest, dass das Insolvenzrecht (insbesondere § 104 InsO) mit *Netting*-Klauseln in Aktienoptionsgeschäften nicht vereinbar sei. Ob diese Entscheidung über den Einzelfall hinaus Wirkung entfaltet, ist noch unklar. Um Unsicherheiten auf den Finanzmärkten vorzubeugen, auf denen man sich bedeckt hält, wie hoch die zusätzlichen Kapitalkosten durch ein *Netting*-Verbot sein könnten – Schätzungen aus dem Jahr 2010 gehen von 500 Milliarden Dollar aus (Mengle 2010) –, gaben das BMF und die BaFin Stellungnahmen ab.

Welches Potenzial für die Finanzierungssteuerung der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden besitzen die Repo-Interbankenmärkte? Die Fachliteratur unterscheidet – wie angedeutet – zwei Motivationen, eine Repo-Transaktion einzugehen: Einerseits die Motivation kurzfristige Finanzierungsliquidität zu erhalten, eine „echte“ Repo-Transaktion. Und andererseits die Motivation die Wertpapiersicherheit zu leihen, eine „unechte“ Repo-Transaktion. Marcia Stigum (1983, 396) schreibt diesbezüglich: „[O]ne firm’s repo is necessarily another’s reverse”.¹⁷³ Entlang der Motivationen, die dem Markt des Repo-Instruments zugrunde liegen, haben sich seit den 1980er Jahren zwei zu unterscheidende private, marktformige Transaktionsstrukturen durchgesetzt, die in der angloamerikanischen Fachliteratur als *bilaterale Repo-Transaktionen* und *trilaterale Repo-Transaktionen* unterschieden werden. Der zentrale Unterschied zwischen beiden Märkten besteht strukturell gesehen darin, dass erstere unmittelbar zwischen Marktakteuren und letztere durch die treuhänderische Vermittlung eines dritten Marktakteurs, einer Dealer-Elitebank in der Funktion des Prime-Broker, erfolgt.

Trilaterale Repo-Transaktionen: Trilaterale Repo-Transaktionen sind vor allem in den USA zu finden. Es sind Repo-Transaktionen, bei denen eine dritte Partei (*Tri-Party Agent*), i. d. R. eine der zwei im FRS lizenzierten US-amerikanischen *Repo Clearing Dealer-Elitebanken*, *JP Morgan Chase* und *Bank of New York Mellon*, oder, bei globalen Dreiparteien Repo-Transaktionen, die dafür zuständigen internationalen *Clearing Dealer-Elitenbanken*, den Finanzierungsliquidität nachfragenden Großkunden dabei hilft, den zeitgebundenen Tausch von Wertpapier und Finanzierungsliquidität gegen Kommission zu prozessieren. Den beauftragten Repo Dealer-Elitebanken kommen dabei mehrere treuhänderisch verantwortungsvolle Aufgaben zu: „[Clearing banks] take custody of securities used as collateral [...], they value the securities and make sure that the specified margin is applied, they settle the transaction on their books, and they offer services to help dealers optimize the use of their collateral (Copeland et al. 2010, 8).“ Die US-amerikanischen Repo Dealer-Elitebanken sind angehalten, für die vermittelte dreiparteien Repo-Transaktion das Fedwire-System des FRS zu nutzen. Sollte eine Gegenpartei Bankrott gehen, die die dreiparteien Repo-Interbankenmärkte zu ihrer kurzfristigen Finanzierung nutzt, oder sollte der Fall eintreten, dass die Wertpapiersicherheit an Wert verliert, dann sorgt die jeweilige Dealer-Elitebank dafür, dass der Anbieter der Finanzierungsliquidität seine Wertpapiersicherheit zügig zurückbekommt bzw. dass der Sicherheitsgeber die Differenz des Wertverlustes ausgleicht, was dem Markt zusätzlich Liquidität verleiht (Garbade 2006).

Die Großkunden der Repo Dealer-Elitebanken, die auf den trilateralen Repo-Interbankenmärkten Finanzierungsliquidität nachfragen, halten für gewöhnlich große Mengen Wertpapiere in ihren Bilanzen. Wertpapiere, deren relative Sicherheit sie als Repo-Sicherheiten qualifiziert. Adam Copeland, Antoine

¹⁷³ Unechte Repo-Transaktionen ähneln der Praxis des *Securities Lending*, also des Leihens von Wertpapieren. Eine Praxis, die hier allerdings nicht weiter diskutiert werden kann. Der Unterschied zwischen beiden Techniken wird von Tobias Adrian, Brian Begalle und Adam Copeland (2013) erschöpfend dargestellt. Aufschlussreich in Bezug auf das *Securities Lending* ist auch ein Artikel, der jüngst im *Economist* (2013e) erschienen ist.

Martin und Michael Walker (2010, 5) halten insbesondere die im FRS lizenzierten Primary Dealer Banken für zentrale Sicherheitsanbieter, d. h. Empfänger von Finanzierungsliquidität auf den trilateralen Repo-Interbankenmärkten. Gemeint sind die Dealer-Elitebanken, die zusätzlich zu ihrem Aktivgeschäft die wertpapiergebundene US-amerikanische Staatsschuld an institutionelle Investoren vermitteln. Die Anbieter von Finanzierungsliquidität auf den trilateralen Repo-Interbankenmärkten sind hingegen insbesondere Geldmarktfonds. Aber auch andere Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden nutzen den Markt, um ihre freie Finanzierungsliquidität kurzfristig anzulegen und im Gegenzug ein Wertpapier zu erhalten, das sie für den Zeitraum des Geschäfts anderweitig verwenden können (Copeland et al. 2010, 6-7).

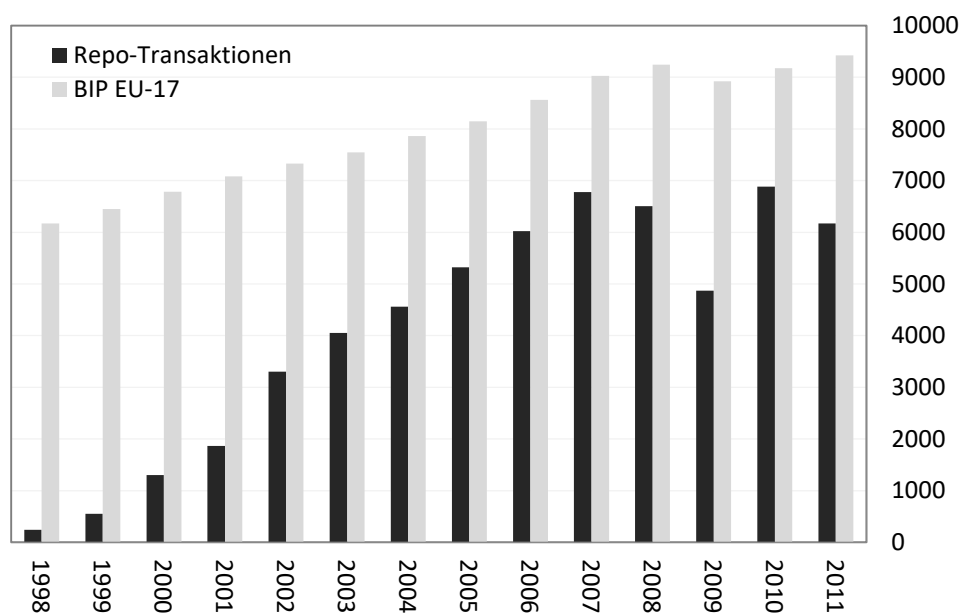
Bilaterale Repo-Transaktionen: Die privaten bilateralen Repo-Interbankenmärkte sind nicht jedem Finanzunternehmen zugänglich. Sie sind weitaus exklusivere Interbankenmärkte. Sie sind Interbankenmärkte zwischen Dealer-Elitebanken, weswegen man sie auch Interdealer-Märkte nennt. Sie können aber auch von den Dealer-Elitebanken, die hier als Vermittler auftreten, für ausgewählte Großkunden geöffnet werden (Copeland et al. 2012b, 17). Die privaten bilateralen Repo-Interbankenmärkte existierten bereits vor den trilateralen Repo-Interbankenmärkten (Copeland et al. 2012b, 18), die auch als Antwort auf die frühen Repo-Krisen zu verstehen sind, die zur oben beschriebenen rechtlichen Spezifizierung der Marktinfrastruktur geführt haben (Garbade 2006). Während die Fristigkeiten der bilateralen Repo-Verträge länger ausfallen als die auf den trilateralen Repo-Interbankenmärkten, können die Wertpapiersicherheiten auf den bilateralen Repo-Interbankenmärkten von durchaus schlechterer Marktliquidität sein (Gorton und Metrick 2012), was in doppelter Hinsicht mehr Vertrauen notwendig macht. Die längeren Fristigkeiten der bilateralen Repo-Transaktionen macht es in Verbindung mit den samt den Wertpapieren übertragenen befristeten Eigentumsrechten jedoch möglich, das Wertpapier relativ sicher für die Aufnahme weiterer Finanzierungsliquidität auf den trilateralen Repo-Interbankenmärkten einzusetzen. Eine Praxis, die auch als *rehypothecation* bezeichnet wird und die oben bereits – ohne sie beim Namen zu nennen – als mit ausschlaggebend für des Wachstums der privaten Repo-Interbankenmärkte ausgemacht wurde (vgl. auch Abbildung 10).¹⁷⁴

Drittens: Waren die unter der Überschrift Interbankengeldmärkte diskutierten Interbankenmärkte noch relativ übersichtliche und auch in den Bilanzen der Großbanken noch weitgehend sichtbare Transaktionen, so ist das im Falle der Repo-Interbankenmärkte anders: Insbesondere für die US-amerikanischen bilateralen Repo-Interbankenmärkte, die nicht das Fedwire-System und die dazu beauftragten Repo Dealer-Elitebanken für das begleitende Clearing nutzen, gibt es nur wenige Daten. Aber auch die Doppelnatur der einzelnen Repo-Transaktionen, ihre beiden Nutzen-Perspektiven, macht den Markt nicht transparenter. Zudem sind nationale Daten verwirrend, weil sie die weitgehend globale Natur des Finanzierungssystems ignorieren (Hördahl und King 2008, 38-39; Copeland et al. 2012a; Adrian et al.

¹⁷⁴ „The collateral that dealers obtain [...] can in many cases be used as collateral in other repo markets [...], notably the tri-party repo market“ (Adrian et al. 2013, 5).

2013, 11-12). Am Anfang der schwierigen Aufarbeitung des Marktumfangs der Repo-Interbankenmärkte soll jedoch ein Zitat stehen, das die Bedeutung der Repo-Interbankenmärkte für das marktförmige Passivmanagement insbesondere der Elitebanken unterstreicht: „The financial crisis was not caused by homeowners borrowing too much money. It was caused by giant financial institutions borrowing too much money, much of it from each other on the repurchase (repo) market.”¹⁷⁵ Abbildung 10 zeigt dies deutlich für die europäischen Repo-Interbankenmärkte, für die die Datenlage deutlich besser ist als für die US-amerikanischen Repo-Interbankenmärkte.¹⁷⁶

Abbildung 10: Zunahme der Repo-Interbankentransaktionen (ausstehende Werte zum Berichtszeitpunkt) im Verhältnis zum BIP der Mitgliedstaaten der Eurozone (EU-17) von 1998-2011 in tausend Milliarden Euro



Quellen: ICMA, OECD, Giovanni Group Report 1999

Das Volumen der Repo-Interbankenmärkte stieg in den 2000er Jahren in allen Marktsegmenten, d. h. im bilateralen als auch im trilateralen Marktsegment. Im Zeitraum zwischen 1998 bis 2007 stieg das nominale Volumen der Repo-Interbankenmärkte in der Eurozone um das 27fache auf 6,7 Billionen Euro, was ungefähr 10 Billionen Dollar entspricht (vgl. Abbildung 10). Für die US-amerikanischen Repo-Interbankenmärkte bestätigen Tobias Adrian und Hyun Song Shin (2010b) einen ähnlichen Anstieg. Peter Hördahl und Michael R. King (2008, 37) schätzen das Volumen der US-amerikanischen Repo-Interbankenmärkte für den Zeitpunkt Mitte 2007 ohne eine entsprechende Datengrundlage auf ebenfalls 10 Billionen US-Dollar. Beides macht zum Zeitpunkt der Schätzung rund 70 Prozent der nationalen Bruttoinlandsprodukte (BIP) aus. Sie weisen in ihrer Arbeit allerdings auch darauf hin, dass sie

¹⁷⁵ Vgl., URL : <http://repowatch.org/about-repo/> (25.3.2013).

¹⁷⁶ Vgl. zur Datenlage der europäischen Repo-Interbankenmärkte die Berichte der *International Capital Markets Association* (ICMA 2012)

Repo-Transaktionen doppelt zählen (Hördahl und King 2008, 39).¹⁷⁷ Für das Volumen der Repo-Interbankenmärkte verantwortlich zeichnen sie die Elitebanken und vor allem die größten unter ihnen. Peter Hördahl und Michael R. King (2008, 39) weisen beispielsweise darauf hin, dass 2007 70 Prozent der US-amerikanischen Repo-Transaktionen von den größten US-amerikanischen Elitebanken, den Dealer-Elitebanken durchgeführt wurden und diese mehr als die Hälfte ihres gesamten Aktivvermögens mit Repo-Transaktionen finanzieren. Ähnliche Werte berichten auch Adam Copeland, Antoine Martin und Michael Walker (2010, 5) für die US-amerikanischen Dreiparteien Repo-Interbankenmärkte: „From July 2008 to January 2010, there were at least 40 collateral providers in the tri-party repo market. This side of the market is concentrated, with the top 5 collateral providers accounting for 57% of borrowing and the top 10 accounting for 88%.“ Für die Eurozone ergeben sich auch hier ähnliche Werte. Peter Hördahl und Michael W. King (2008, 40) veranschlagen, dass von den 7500 europäischen Banken, die einen theoretischen Zugang zum Repo-Interbankenmarkt haben, 80 Prozent aller Transaktionen auf die 20 größten europäischen Banken entfällt. Die 20 größten europäischen Elitebanken, die alle Dealer-Elitebanken sind, haben sich demnach – einer einfachen Ableitung zur Folge – gegenseitig rund acht Billionen Dollar in Form von Repo-Transaktionen geliehen. Objektiv betrachtet, brauchten sie dafür geeignete, d. h. als sicher bewertete kurzfristige aber auch längerfristige Schuldwertpapiere in eben dieser Höhe, beispielsweise Staatsanleihen oder CP. Im nachfolgenden Abschnitt soll eine zentrale Quelle für Schuldwertpapiere beschrieben werden, die in Repo-Transaktionen eingebunden werden können: Die Interbankenmärkte der strukturierten Vermögensverbriefung.

3.2.3 INTERBANKENMÄRKTE DER STRUKTURIERTEN FINANZVERMÖGENSVERBRIEFUNG

Die Interbankenmärkte der strukturierten Finanzvermögensverbriefung sind mehrdimensionale Märkte. Sie sind Märkte, deren Entstehen durch die sukzessive Integration der Banken zu Dealer-Elitebanken begünstigt wurde. Nachfolgend sollen erstens die mikroökonomischen Motive ihres Entstehens, ihre produktspezifische Breite sowie ihr Marktvolumen, zweitens ihre historische Entwicklung und drittens die Verantwortung der Dealer-Elitebanken für den Boom der strukturierten Vermögensverbriefung bis 2008 beschrieben werden.

Erstens: Die mikroökonomischen Motive, die für das Verständnis des Entstehungsprozesses und des nachhaltigen Booms der strukturierten Finanzvermögensverbriefung für das marktförmige Passivgeschäft der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden bis heute von Bedeutung sind, hat David Llewellyn (1992, 39) bereits vor 20 Jahren immer noch gültig zusammengefasst. Drei Motive sind seiner Meinung nach hervorzuheben: Erstens ermöglicht die Finanzvermögensverbriefung einer Bank einen Finanzver-

¹⁷⁷ Das doppelte Zählen des Volumens in der Studie von Peter Hördahl und Michael R. King bestätigt die Schätzungen anderer Studien, die das Volumen der US-amerikanischen Repo-Interbankenmärkte – ohne Hinweis auf eine Doppelzählung – für den trilateralen und den bilateralen Repo-Interbankenmarkt zusammen auf knapp fünf Billionen Dollar taxieren (Copeland et al. 2012a). Fitch Ratings (2012, 2) geht davon aus, dass die bilateralen Repo-Interbankenmärkte vermutlich größer sind, als die dreiparteien Repo-Interbankenmärkte.

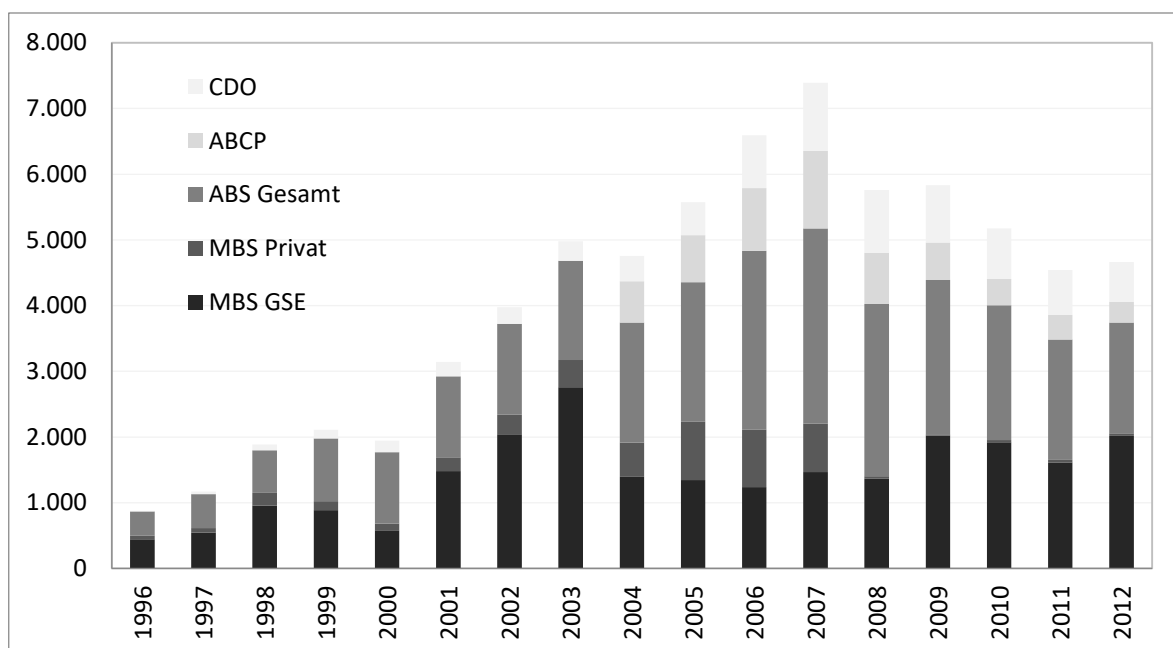
mögenswert, bspw. einen Kredit zu vergeben und ihn einem nächsten Schritt in einen anderen Finanzvermögenswert zu verwandeln, bspw. ein Wertpapier. David Llewellyn nennt dies das „asset transformation motive“. Zweitens erlaubt die Finanzvermögensverbriefung den Banken, den Umfang der eigenen Bilanz entgegen den klassischen Zwängen des Bankgeschäfts zu beeinflussen – das sogenannte „balance sheet constraint motive“. Und drittens ermöglicht die Finanzvermögensverbriefung den Banken ein weiteres Einkommen zu generieren – das sogenannte „fee income motive“. Alle mikroökonomischen Motivationen sind heute Teil des marktformigen Passivmanagements der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden, wo sie sowohl in Bezug auf die Finanzierungs- als auch in Bezug auf die Risikosteuerung der Bankbilanzen von Bedeutung sind. Für die Finanzierungssteuerung – so kann man sagen – hat die strukturierte Finanzvermögensverbriefung allerdings einen besonderen Stellenwert, weil sie die liquiden Wertpapiere hervorbringt, die notwendig für die erfolgreiche Repo-Finanzierung sind. Mit Hilfe der Interbankenmärkte der strukturierten Vermögensverbriefung wurden in der letzten Dekade ca. 30 Prozent aller neuen US-amerikanischen Schulden finanziert (Cetorelli und Peristiani 2012, 51).

Man unterscheidet heute mindestens 30 Wertpapierprodukte, die aus der strukturierten Finanzvermögensverbriefung hervorgehen. Nachfolgend sollen die wichtigsten, die sogenannten *Mortgage Backed Securities* (MBS), *Asset Backed Securities* (ABS), *Collateralized Debt Obligations* (CDO) und *Asset-Backed Commercial Papers* (ABCP) unterschieden werden. Die Abkürzung ABS wird häufig als Überbegriff für alle Arten der Vermögensverbriefung verwendet. Hier soll allerdings der Ordnung der SIFMA gefolgt werden, wonach ABS den Teilmarkt der strukturierten Finanzvermögensverbriefung von Konsumentenkrediten im Unterschied zu Immobilienkrediten (MBS) und Verbriefungen von bereits bestehenden Wertpapieren oder Handelsforderungen (CDO) umfasst. Das Akronym ABCP wiederum beschreibt eine besondere Form des forderungsbesicherten Wertpapiers. ABCP Programmen sind besonders groß angelegte Finanzvermögensverbriefungen, mit denen sich vor allem große Banken zu günstigen Konditionen Finanzierungsliquidität beschaffen. ABCP Programme stützen sich – wie die CDO auch – auf einen heterogenen und nicht auf einen homogenen Pool von Vermögenswerten. Im Unterschied zu allen anderen strukturierten Verbriefungen, die langfristige Wertpapiere emittieren, emittieren ABCP Programme die oben bereits erwähnten kurzfristigen *Commercial Paper*, deren durchschnittliche Laufzeit ca. 30 Tage beträgt. Dazu verbriefen sie zum Beispiel auch längerfristige CDO neu (BayernLB 2006, 6-12; Acharya und Schnabl 2009).

Zwischen 2000 und 2008 stieg der weltweit ausstehende Wert verbriefter Finanzvermögenswerte von 6 auf 16,1 Billionen Dollar an (Roxburgh et al. 2011, 19). Die US-amerikanischen Verbriefungsmärkte erreichten – wie in Abbildung 11 zu sehen – 2007 ihren vorläufigen Höhepunkt. Rund eine Billion Dollar ausstehende langfristige US-amerikanische CDO (zwei Billionen Dollar weltweit) hatten die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden emittiert. Ihnen standen im Sommer 2007 1,2 Billionen Dollar emittierte ABCP zur Seite. Letztere machten rund 10 Prozent aller in den USA emittierten Wertpapiere aus Vermögensverbriefungen und rund 52 Prozent aller in den USA emittierten *Commercial Paper* aus

(Acharya und Schnabl 2009, 2; Blackrock 2011, 4).¹⁷⁸ Abbildung 11 zeigt den Anstieg des Volumens der US-amerikanischen Interbankenmärkte der strukturierten Finanzvermögensverbriefung ohne CDO und ABCP. Sie macht darüber hinaus den Unterschied zwischen geförderten und privaten Vermögensverbriefungen in den USA deutlich. Es ist zu erkennen, dass das Volumen privat emittierter Verbriefungen aus US-amerikanischen Finanzvermögenswerten im Verhältnis zu öffentlich geförderten Verbriefungen ab 2004 rasant zunahm, und 2007 die Marke der öffentlich-rechtlich geförderten MBS-Emissionen um mehr als das Doppelte überstieg. Mit Krisenbeginn sank das Volumen (jährlich) neu emittierter, privater im Vergleich zu den staatlich geförderten Immobilienkreditverbriefungen drastisch. Der Markt für private MBS hingegen trocknete fast völlig aus.

Abbildung 11: Entwicklung der US-amerikanischen Interbankenmärkte der Vermögensverbriefung (MBS GSE, MBS Privat, ABS Privat, CDO Privat, ABCP Privat) im Zeitraum von 1996 bis 2012 in Milliarden Dollar



Quelle: eigene Darstellung, Daten: SIFMA

Zweitens: Die Wertpapiergruppe der Immobilienkreditverbriefung (MBS) eignet sich, um die Entwicklung und den Aufbau der Finanzvermögensverbriefung im Allgemeinen sowie um den Unterschied zwischen staatlich geförderten und privaten Kreditverbriefungen im Besonderen darzustellen. Die strukturierte Finanzvermögensverbriefung findet ihren technischen Ursprung in der strukturierten Immobilienkreditverbriefung, die Ende des 19. und Anfang des 20. Jahrhunderts in den USA entwickelt und angewandt wurde (Goetzmann und Newman 2010; Simkovic 2013). William N. Goetzmann und Frank New-

¹⁷⁸ Viral Acharya und Philipp Schnabl (2009, 13) zählen insgesamt 126 Sponsoren von ABCP Programmen. Elitebanken garantieren weiteren Ausführungen zur Folge 2007 insgesamt 0,9 Billionen Dollar ABCP, das entspricht 73 Prozent aller emittierten ABCP.

man (2010, 4-5) definieren, was sie „real estate securitization“ nennen, als „the issuance of public securities collateralized or backed by real properties on public capital markets“. Die in diesem Prozess entstehenden Wertpapiere nennen sie „bonds that direct and divide cash flows from one or a group of commercial properties through an intermediary to a group of public investors“.

Weil Immobilienkredite wegen ihrer Langfristigkeit zu den riskantesten Krediten gehören und deswegen auf dem privaten Kreditmarkt nicht allen Konsumenten zugänglich sind, finden sich in vielen Industrienationen öffentlich-rechtliche Institutionen, die die Immobilienkreditvergabe selber anbieten oder die Immobilienkreditvergabe der privaten Banken fördern. In den USA hatte man sich in den 1970er Jahren für eine marktförmige regulatorische Lösung entschieden, wonach die in den 1930er Jahren gegründeten Immobilienkreditförderer *Fannie Mae* und *Freddy Mac* gesetzlich beauftragt wurden, von Banken erzeugte Immobilienkredite systematisch anzukaufen, in der eigenen Bilanz zu halten und die erfolgreiche Rückzahlung zu betreuen. Den Ankauf der Kredite finanzierten die auch *Government Sponsored Enterprises* (GSE) genannten Institutionen durch die strukturierte Verbriefung der gekauften Immobilienkredite. Die zur Finanzierung der Kredite emittierten Wertpapiere zeichneten sich durch eine gute Rendite bei gleichzeitig niedriger Ausfallwahrscheinlichkeit aus. Das öffentlich-rechtlich geförderte, gleichzeitig aber privatisierte Engagement der GSE vermittelte Sicherheit, was zahlreiche institutionelle Investoren anzog und den Mechanismus bis auf Weiteres zu einem Erfolg machte (Nothhaft und Surette 2001; Wallison und Calomiris 2009).

Ende der 1980er Jahre griffen einige aufstrebende US-amerikanische Bankenkonglomerate die Idee auf und begannen im Stil der GSE selbst Immobilienkredite anzukaufen und zu verbrieften. Bankenkonglomerate, die keinem staatlich geförderten Immobilienkreditprogramm angehörten, begannen die strukturierte Kreditverbriefung entlang der oben genannten mikroökonomischen Motive für ihre eigenen Zwecke zu nutzen. Die Erschließung neuer Anwendungsfelder für die Technik der Kreditverbriefung ist eng verbunden mit der Entstehung sogenannter *Loan Sales Markets* in den 1980er Jahre (Gorton und Pennacchi 1995), also der Möglichkeit eigentlich illiquide Kredite oder ganze Kreditportfolios innerhalb der globalen Großmarktstrukturen zu handeln. Ausschlaggebend für die Privatisierung der Immobilienkreditverbriefung sind aber auch Änderungen im Steuerrecht für sogenannte private, im Unterschied zu öffentlich-rechtlichen Zweckgesellschaften gewesen, wie *Fannie Mae* und *Freddy Mac* welche sind. Zweckgesellschaften, die auch *special purpose vehicles*, *entities* oder *conduits* genannt werden (Cetorelli und Peristiani 2012, 61). Die Bankenkonglomerate, aber auch die aufstrebenden Full-Service Investmentbanken (Finanzkonglomerate),¹⁷⁹ gründen seither Zweckgesellschaften, die sie Privatkunden- und Industrielkredite mit dem Geld kaufen lassen, das sie durch den Verkauf von Wertpapieren

¹⁷⁹ Es sind nicht nur Bankenkonglomerate, die Zweckgesellschaften nutzen. Beispielsweise besaß *Enron*, ein multinationaler Erdölkonzern, zum Zeitpunkt seines Bankrott rund 3000 Zweckgesellschaften, mit denen das Unternehmen seine Verschuldung erfolgreich verschleiert und seinen Bankrott hinausgezögert hatte (Klee und Butler 2002; Schwarcz 2002). Das Thema *Zweckgesellschaften* wird in Abschnitt 4.1.4 in Verbindung mit der sogenannten *ruinösen Konkurrenz* wieder aufgenommen.

wiedereinnehmen, die den Cash-Flow der gekauften Kredite referenzieren. In den 1990er Jahren wandelte sich auf dieser Basis das Bankgeschäft elementar. Aus dem klassischen *originate-to-hold* Geschäftsmodell wurde ein *originate-to-distribute* Geschäftsmodell der heutigen Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden. US-amerikanische Bankenkonglomerate begannen Kredite zu vergeben, um sie zu verkaufen. Und diejenigen, die sie kauften, zumeist die aufstrebenden Elitebanken, die mitunter zur eigenen Konglomeratsorganisation gehörten, kauften sie, um sie auf immer neue Art und Weise zu verbriefen, d. h. sie zu liquiden Finanzvermögenswerten, zu forderungsbesicherten Schuldpapieren zu machen (Greenbaum und Thakor 1987; Bord und Santos 2012).

Seit den späten 1990er und frühen 2000er Jahre entwickeln die Banken- und Finanzkonglomerate die Verbriefungsprodukte CDO und ABCP. Die CDO und ABCP unterscheiden sich von den klassischen MBS und ABS insbesondere in Bezug auf die den emittierten Wertpapieren unterliegenden Finanzvermögenswerte. CDO und ABCP stützen sich nicht auf den Cash-Flow eines homogenen, sondern eines heterogenen Pools von Finanzvermögenswerten. Eine solche Konstruktion erfordert es, dass der Sponsor der Zweckgesellschaft die Qualität der emittierten Wertpapiere für seine Investoren untermauert, weil die genaue Zusammensetzung des Portfolios der Zweckgesellschaft nicht transparent ist. Dies gewährleistet beispielsweise die Struktur des Verbriefungsmechanismus, weswegen man auch von *strukturierter Vermögensverbriefung* spricht. Die gekauften oder geliehenen Finanzvermögenswerte werden zu einem Portfolio strukturiert und mit Hilfe einer Ratingagentur für die Emission unterschiedlicher Wertpapiertranchen vorbereitet (Dorris und Panayotou 2004; BIZ 2005). Die Technik der Strukturierung und ihrer Bewertung ist im Einzelfall abhängig von den sich im Portfolio befindenden Finanzvermögenswerten. Insgesamt kann allerdings gesagt werden, dass „[a] key goal of the tranching process is to create at least one class of securities whose rating is higher than the average rating of the underlying collateral pool“, schreibt die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ 2005, 5). Die qualitativ besten Wertpapiertranchen einer solchen strukturierten Finanzvermögensverbriefung, die sogenannte *Seniortranchen*, werden an institutionelle Investoren verkauft. Aber auch für alle anderen Tranchen, die sogenannten Equity-/Junior- und Mezzanine-Tranchen, versucht der Sponsor der Zweckgesellschaft institutionelle Investoren zu finden.

Seit den frühen 2000er Jahren nutzt der Sponsor dafür auch den Prozess der strukturierten *Resecuritization*, der Wiederverbriefung von bereits emittierten Wertpapierverbriefungen. Auch die Verbriefung von mit Hilfe von Kreditderivaten aus den Wertpapieren gelösten Risiken, sogenannte *synthetische CDO*, entspricht einer Wiederverbriefung von bestehenden Wertpapierverbriefungen (BCBS 2009a, 2-3). Eine besondere Form der Wiederverbriefung sind die ABCP, bei denen eine spezielle Zweckgesellschaft, beispielsweise ein sogenannter *Multi-Seller CP Conduit*, vielen anderen Zweckgesellschaften Finanzvermögenswerte durch eine Dealer-Elitebank abkauft oder sie von ihnen leiht. Das Portfolio einer solchen Zweckgesellschaft kann aktiv gemanagt werden. Seine Zusammensetzung ändert sich ständig, weswegen seine Organisation einem unregulierten Fonds, einer Pass-Through Gesellschaft ähnelt. Bei den meisten Wiederverbriefungen reicht der Strukturierungsprozess allein allerdings nicht mehr aus, um

neue sicher bewertete Wertpapiere zu generieren. In solchen Fällen wird mit Wertpapier optimierenden Versicherungen und Garantien nachgeholfen (Dorris und Panayotou 2004; BayernLB 2006, 13-17).

Drittens: Es ist insbesondere in Bezug auf das hier im Zentrum stehende Passiv- bzw. Liquiditätsmanagement der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden von Bedeutung, sich den in den Großmarktstrukturen vollziehenden strukturierten Verbriefungsprozess, seine einzelnen Rollen sowie die Funktion und den Marktanteil der Dealer-Elitebanken an diesem mehrdimensionalen Prozess genauer anzuschauen. Nicola Cetorelli und Stavros Peristiani (2012) unterscheiden vier Dienste, die im Prozess der strukturierten Finanzvermögensverbriefung von Bedeutung sind: (1) der Dienst des Emittenten, (2) der Dienst des Transaktionsprozessierers bzw. Transaktions-Clearers, (3) der Dienst des Underwriters und (4) der Dienst des Treuhänders.¹⁸⁰ Die vier Rollen sollen um zwei weitere Rollen ergänzt werden, die insbesondere in Verbindung mit den Wiederverbriefungen von Bedeutung sind: (5) der dienst der Optimierung einzelner Verbriefungstranchen und (6) der Dienst des Investors. Der Emittent ist – wie bereits angedeutet – derjenige, der Finanzvermögenswerte besitzt oder kauft, und der beschließt, die Finanzvermögenswerte an eine zu diesem Zweck gegründete Zweckgesellschaft zu verkaufen oder zu verleihen. Der Emittent, der die Wertpapiere von der Zweckgesellschaft begeben lässt, ist auf den Dienstleister oder Verwalter (Servicer) angewiesen, der die Zahlungseingänge seitens der Schuldner der Finanzvermögenswerte betreut und Informationen über die sich möglicherweise wandelnde Schuldnerqualität sammelt. Der Underwriter ist hingegen verantwortlich für die Strukturierung des Verbriefungs-Programms in der Zweckgesellschaft. Er überzeugt die Investoren und macht den Wertpapieren mithilfe zur Verfügung stehender Versicherungen, Garantien sowie der Ratingagenturen den Markt. Der Transaktionsprozessierer sorgt für die fristgerechte Abwicklung aller Zahlungen. Und der Treuhänder vertritt die Investoren. Treuhänderisch dokumentiert er im Namen der Investoren den Gesamtprozess (Cetorelli und Peristiani 2012, 54-58).

Die sich anschließende Frage ist: Welche Rolle übernehmen die Dealer-Elitebanken in welchem Umfang? Zur Beantwortung dieser Frage, sei zuerst noch einmal darauf verwiesen, dass der Prozess in den angesprochenen Großmarktstrukturen des Passivmanagements stattfindet. Großmarktstrukturen, in denen wir zwischen Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden unterscheiden, die sowohl Banken- und Finanzkonglomerate, aber auch andere Finanzunternehmen umfassen. Nicola Cetorelli und Stavros Peristiani (2012) haben in ihrer Arbeit herausgearbeitet, welche Finanzdienstleister in welchem Verbriefungsmarkt welchen Marktanteil bezogen auf die von ihnen beschriebenen Rollen einnehmen. Anders als wir, die wir Banken im Begriff der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden fassen, machen Nicola Cetorelli und Stavros Peristiani einen Unterschied zwischen Banken, Investmentbanken, Hedge Fonds und Industriebanken großer Unternehmen. Klammern wir die Industriebanken aus, die Marktführer in dem hier nicht beachteten Verbriefungsmarkt der Automobilkredite sind, dann bleiben die Banken, die

¹⁸⁰ Sehr aufschlussreich in Bezug auf die Rollenverteilung im gesamten Kreditverbriefungszusammenhang ist auch das von der Bayerischen Landesbank (2006) herausgegebene „ABS Handbuch“.

Investmentbanken und die Hedge Fonds übrig. Diese Trennung soll hier beibehalten werden, nicht zuletzt deswegen, weil die Interbankenmärkte der strukturierten Finanzvermögensverbriefung von sämtlichen Finanzunternehmen eigeninitiativ genutzt werden kann.

Abbildung 12 macht auf die Konzentration der Marktanteile in einzelnen Marktsegmenten aufmerksam. Die Marktanteile der Banken liegen in Bezug auf alle Dienste immer über 39 Prozent. Insbesondere im Segment der Kreditkarten ABS liegt der Anteil der von Banken verbrieften Kredite bei 93,9 Prozent. Mit den Investmentbanken und den Hedge Fonds zusammen dominieren die Banken sämtliche Marktsegmente nahezu vollständig, weswegen der Prozess der strukturierten Finanzvermögensverbriefung zuallererst als Interbanken-Systemservicedienstleistung verstanden werden muss. Einer Dienstleistung, die im Interbankenmarktsystem bereitgestellt wird und dabei noch eine gewisse Atomisierung der Marktstruktur aufweist.

Abbildung 12: Marktanteil (in Prozent) einzelner Finanzinstitutionen in Bezug auf die einzelnen Rollen und in Verbindung mit einzelnen Produkten der privaten Vermögensverbriefung

Typ Bank	Emittent			Dienstleister			Underwriter			Treuhänder		
	MBS	ABS	CDO	MBS	ABS	CDO	MBS	ABS	CDO	MBS	ABS	CDO
Banken	39	93,9	38,9	54,2	88,6	71,8	56,1	65,7	63,7	96,7	98	93,2
Investmentbanken	22,4	0,9	6	2	0	0,9	41,4	32,9	32,4	0	0	0
Hedge Fonds	2,2	0,6	46,7	5,3	0,4	10,3	0	0	0	0	0	0
Andere (z.B. GSE)	36,4	4,6	8,4	38,5	11	17	2,5	1,4	3,9	3,3	2	6,8

+ ABS finden sich hier reduziert auf die Produktgruppe der Kreditkarten ABS
 ++ Für die Rolle der Underwriter finden sich in der Quelle keine Angaben bezüglich der Marktanteile der Hedge Fonds. Ein Teil der Rubrik "Andere" kann demnach auf die Hedge Fonds entfallen. Für die Rolle der Treuhänder gilt Selbiges.

Quelle: Eigene Darstellung, angelehnt an Cetorelli/Peristiani 2012

Bleibt der Dienst der Wertpapiertranchen-Optimierung und der Dienst der Investoren, die wir bis hierhin unbeachtet gelassen haben. Für den Dienst der Tranchen-Optimierung gibt es eine Reihe unterschiedlicher Möglichkeiten, die organisatorisch ebenso innerhalb der Großmarktstrukturen geleistet werden. Es sei aber daran erinnert, dass die Tranchen-Optimierung insbesondere bei der Wiederverbriefung von Finanzvermögenswerten notwendig ist. Ein Verbriefungsprozess, der von hoch integrierten Bankenkonglomeraten und Full-Service Investmentbanken, insbesondere aber von den Banken, die wir Dealer-Elitebanken nennen, angeboten wird.

Eine bekannte erste Möglichkeit der Tranchen-Optimierung ist die auf Finanzderivaten basierende Versicherung einzelner Tranchen durch sogenannte Verbriefungsversicherer, in den USA auch *Monoliner* genannt, die durchaus auch von Banken übernommen werden. Neben solchen Formen der Selbstversicherung ist eine Reihe von weiteren Techniken der Selbstoptimierung denkbar. Den Marktanteil der Dealer-Elitebanken in diesem Segment differenziert zu bestimmen, ist schwierig. Benjamin H. Mandel,

Donald Morgan und Chenyang Wei (2012, 38-39) liefern allerdings interessante Hinweise, die darauf verweisen, dass insbesondere in den Jahren vor und auf dem Höhepunkt der Finanzkrise In-House Lösungen sich größter Beliebtheit erfreuten. Demnach lag der Anteil der US-amerikanischen Banken an Selbstoptimierungen stets über dem Anteil der von Dritten externen Dienstleistern übernommenen Verbriefungsoptimierungen. Mit Gewährwerden der Verwerfungen an den globalen Finanzmärkten im Sommer 2008 schossen nicht nur die Verbriefungsoptimierungen insgesamt in die Höhe, sondern insbesondere auch die Selbstoptimierungen der Banken. Lag das Verhältnis bis zu diesem Zeitpunkt bei 2:1 (ca. 40 Milliarden Dollar Selbstoptimierung zu ca. 20 Milliarden Dollar Fremdoptimierung), so stieg es sprunghaft auf 16:1 (ca. 160 Milliarden Dollar Selbstoptimierung zu ca. 10 Milliarden Dollar Fremdoptimierung) an.

In diesem Zusammenhang ist auch die Rolle der Investoren von Bedeutung. Die Finanzkrise hat gezeigt, dass einige Dealer-Elitebanken in Wertpapiere aus Finanzvermögensverbriefungen investiert hatten, die sie selbst arrangiert hatten. Isil Erel, Taylor Nadauld und René M. Stulz (2011, 2) haben für eine Gruppe von sicher bewerteten Verbriefungspapieren untersucht und herausgefunden,¹⁸¹ dass insbesondere große Banken in Verbriefungspapiere investieren: „Obviously, for the typical bank, [...] holdings were not material. [...] Banks with large trading portfolios (more than \$1 billion of trading assets and trading assets representing more than 10% of total assets) had higher holdings, as the average on-balance-sheet holdings represented about 5% of assets as of 2006.”¹⁸² Auch für ABCP Geldmarktpapiere finden sich konkrete Hinweise auf ein Selbstengagement der größten Banken. So hatten einige der größten US-amerikanischen Investmentfonds bis zu 50 Prozent ihrer Mittel in ABCP investiert. Ihre Namen weisen auf ihre Muttergesellschaften hin. Sie lauten: *Goldman Sachs FS Prime Oblig/Adm*, *Morgan Stanley Inst Liq/Prime/Part* und *Bear Stearns TempFund/PremierChoice* (Acharya und Schnabl 2009, 58). Viele Argumente helfen das Eigenengagement zu erklären. So zum Beispiel das Argument der Regulierungsarbitrage, wonach Banken die in die gut bewerteten Verbriefungspapiere ihrer Kredite investierten, hierfür deutlich weniger Eigenkapital als für die Kredite zurücklegen mussten. Darüber hinaus konnten Investitionen in die Verbriefungspapiere auch schlicht gute Geschäfte sein, sowohl für das ganze Unternehmen, weil ihre Verzinsung außerordentlich war, aber auch für die Angestellten, deren Vergütung sich nach der von der Zinshöhe abhängigen Unternehmensrendite richtet (Erel et al. 2011, 3-4). Hervorzuheben im vorliegenden Kontext ist allerdings die *Skin-In-The-Game* These. Um der Unbedenklichkeit der emittierten Papiere über das Rating der Ratingagenturen hinaus Nachdruck zu verleihen, zeigen die Dealer-Elitebanken Haut, d. h. sie engagieren sich aktiv in den strukturierten Verbriefungsmärkten, die sie für ihre Finanzierungs- und Risikosteuerung zu einem Interbankenmarktsystem ausgebaut haben

¹⁸¹ Es gibt auch Belege dafür, dass die Sponsoren der Zweckgesellschaften auch die schlechten Tranchen von CDO gekauft haben. Und dies weil sie keiner haben wollte und weil der Anreiz bestand, auch diese Papiere wieder zu ABCP verbiefen zu können (Tett 2009a).

¹⁸² Im Fall von *Citigroup* entsprachen die in der Bilanz liegenden AAA, AA und A bewerteten, aus Verbriefungen stammenden Wertpapiere über zehn Prozent, d. h. 201 Milliarden Dollar (Erel et al. 2011).

(Shleifer und Vishny 2010). Dabei stabilisieren sie zuerst einmal das System, auf lange Sicht konterkarieren sie allerdings den einstigen Zweck der Vermögensverbriefung: die Streuung der Risiken in den Großmarktstrukturen des Finanzsystems. Denn die Risiken konzentrieren sich nicht in den Großmarktstrukturen, sondern zwangsläufig in Form von zu viel Fremdkapital und zu viel Kredit- und Liquiditätsrisiken in den integrierten Dealer-Elitebanken. Dieser Eindruck wird durch die nachfolgend im Zentrum stehenden Interbankenmärkte der Kreditderivate noch verstärkt.

3.2.4 INTERBANKENMÄRKTE DER KREDITDERIVATE

In den Großmarktstrukturen des globalen Interbankenmarktssystems wird ein weiteres Finanzinstrument gehandelt, das bedeutender Bestandteil des marktformigen Passivmanagements der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden ist: die Kreditderivate.¹⁸³ Die Kreditderivate sind Finanzderivate, mit denen sich nach einer Definition der British Bankers' Association (BBA) Kreditrisiken handeln und managen lassen (Barett und Ewan 2006, 9). Es gibt eine ganze Reihe unterschiedlicher Kreditderivate, die hier nicht alle unterschieden werden können. Grundsätzlich sollen die „Platzhirsche“ unter den Kreditderivaten im Zentrum der weiteren Auseinandersetzung stehen: die Kreditausfallversicherungen, auch *Credit Default Swaps* (CDS) genannt. Wobei auch die Bedeutung anderer Finanzderivate nicht völlig ausgeklammert wird.

Die weitere Darstellung erfolgt in drei Schritten. *Erstens* sollen die Kreditderivate als eine spezielle Variante der Finanzderivate herausgestellt werden. *Zweitens* werden die Besonderheiten der Kreditausfallversicherungen erläutert. Und *drittens* gilt es den Umfang des Interbankenmarkts der Kreditderivate und nicht zuletzt die Rolle der Dealer-Elitebanken in diesem Markt zu ermitteln.

Erstens: Die Kreditderivate sind vertragsbasierte Finanzinstrumente, die zu der Instrumentengruppe der Derivate gehören, wozu man allgemein Forwards, Futures, Optionen und insbesondere Swaps zählt (Stulz 2004, 174-176). Die Kreditderivate sind eine besondere Form der Finanzderivate, die es wiederum von den Warenderivaten zu unterscheiden gilt, die allerdings auch Finanzderivate sein können. Um die Unterschiede zu verstehen, muss die Entwicklung der Derivate in den letzten fünf Jahrzehnten kurz diskutiert werden. Dabei ist es hilfreich, bei den Warenderivaten zu beginnen und daran anknüpfend die Entwicklung der Finanzderivate zu beschreiben.¹⁸⁴

¹⁸³ Von den Kreditderivaten zu unterscheiden und in der Finanzindustrie von weitaus größerer Bedeutung sind die Zinsderivate (*Interest Rate Derivatives*), mit denen Zinsrisiken gemanagt werden (FitchRatings 2009, 3).

¹⁸⁴ Derivate im Allgemeinen werden in der öffentlichen Debatte entweder als Mittel der Risikosteuerung oder als Mittel der Spekulation, d. h. als Mittel zum Eingehen von Risiken betrachtet. Letztlich sind sie beides und bergen darüber hinaus noch die Möglichkeit, bestehende Regulierung zu umgehen (Regulatory Arbitrage). Thomas L. Hazen (2005, 377) schreibt: „There are many similarities between gambling and the often perceived legitimate investment, hedging, and insurance transactions. One thing that investing, hedging, insurance, and gambling have in common is that they all involve risk taking“. Bei M. Todd Henderson (2009, 9) findet sich eine Nebenbemerkung zum Thema Spekulation und Derivate, die gewissermaßen die Schwierigkeiten der Regulierung von Spekulationsmotivationen belegt: „As a side note, we do not regulate these bets as gambling for the same reason that the secondary market in stocks, that is, the New York Stock Exchange, is not regulated as gambling, even though it is.“

Warenderivate: Die Bezeichnung Warenderivate (Commodity Derivatives) verweist auf die klassische Funktion der Derivate: Die Risikosteuerung von lagerbaren Waren. Vertreter der Ansicht, dass sich mit Derivaten insbesondere Risiken steuern lassen, verweisen nicht selten auf den Landwirt, der sich mit einem sogenannten *Forward-Kontrakt* vor zukünftigen Weizenpreisschwankungen absichert, indem er bereits weit bevor er die Ernte einholt, eine Art Vorverkaufsvertrag mit einem potentiellen Käufer seiner Ernte aushandelt, beispielsweise einem Bäcker. Den Landwirt treibt die Sorge um, dass der Weltmarktpreis wegen eines Überangebots an Weizen unter seine Grenzkosten fällt, während den Bäcker die Sorge umtreibt, dass der Weltmarktpreis wegen eines Unterangebots über seinen Grenzkosten liegt. Der Forward-Kontrakt nivelliert das Risiko beider Akteure zu beiderseitigem Nutzen. Zum vereinbarten Termin kommt es zum Realtausch der Waren, zum vorher vereinbarten Preis. Diese klassische warenegebundene Funktion der Derivate ist seit mehr als 2000 Jahren bekannt. Heute werden Warenderivate an Börsen gehandelt, sogenannten Termin-, Future und Optionsbörsen. Sie sollen im weiteren Verlauf hier nicht weiter von Bedeutung sein. Denn im Kontext des marktförmigen Passivmanagements der Dealer-Elitebanken spielen sie keine entscheidende Rolle (FitchRatings 2009, 3).

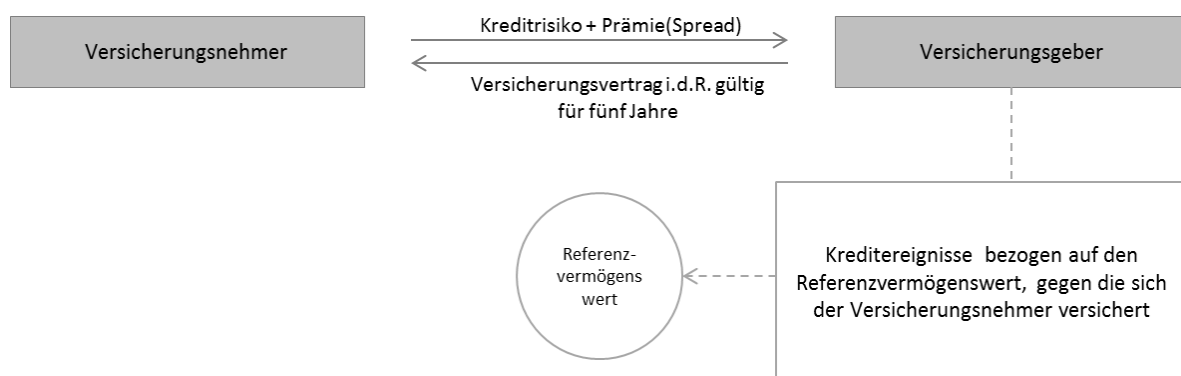
Finanzderivate: Entscheidend für die Differenzierung von Waren- und Finanzderivaten ist die Besonderheit, dass der Gebrauch von Derivaten es nicht nötig macht, das man eine Ware besitzt. Vielmehr eignen sich die Derivate dazu, eine fiktive, rein finanzielle (spekulative) Position in eine Ware einzugehen, womit der Grenzbereich zwischen Warenderivat und Finanzderivat begangen wird.¹⁸⁵ Diese Eigenschaft der Derivateverträge war ausschlaggebend für die kreative Gestaltung weiterer instrumenteller Verträge zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden. Als die zunehmende Volatilität auf den nunmehr internationalen Finanzmärkten – die Zinsrisiken, Währungskursrisiken sowie Kreditrisiken – ein Thema wurde und die aufstrebenden Dealer-Elitebanken dazu veranlasste, diesbezügliche Risikosicherungslösungen zu entwickeln, nahm die Entwicklung der Finanzderivate Fahrt auf. Das Finanzderivat *Swap* steht stellvertretend für diese Entwicklung, die in den frühen 1980er Jahren begann. Ein Swap ist ein Vertrag, der den Austausch von Bestandteilen einer Finanzierung möglich macht. Mit

¹⁸⁵ Erwartet im Falle des Kaufs einer Option oder eines Future-Vertrags eine Gegenpartei also den Anstieg und ein anderer den Verfall eines Vermögenswerts, beispielsweise der Weltmarktpreis für Weizen, dann gehen beide Parteien einen Vertrag ein, um sich allein der jeweils erwarteten Preisbewegung auszusetzen, ohne auch nur eine Ähre Weizen kaufen bzw. besitzen zu wollen oder zu müssen. Das Derivat begleitet also nicht mehr nachrangig den Warenaustausch, sondern findet unabhängig von ihm statt, was als *erster Schritt* des Warenderivats hin zum Finanzderivat interpretiert werden kann. Vor Ablauf des Vertrags nehmen die Vertragsparteien spiegelbildliche Positionen ein, womit der Vertrag ohne Realtausch der Waren ausläuft. Die im Verhältnis zum Wert bzw. Preis des Vermögenswerts geringen Kosten eines solchen Vertragsarrangements stellen einen weiteren Anreiz zum Vertragsschluss und gleichzeitig eine Form der Hebelwirkung (Leverage) bezogen auf das mit dem Vertragsschluss eingegangene Spekulationsgeschäft dar. Um sich der Preisbewegung auszusetzen, bezahlen die Vertragsparteien (Gegenparteien) eines spekulativen Derivatevertrags demnach nicht den Marktpreis des Vermögenswerts, sondern nur die Gebühr für das Arrangieren des Derivats. Mit 20 Euro kauft man also nicht Weizen im Gegenwert von 20 Euro, sondern ein Derivat, das den Käufer einer Preisbewegung aussetzt, die einer Weizenmenge beispielsweise im nominalen Gegenwert von 1000 Euro gleichkommt. Es handelt sich also um Finanzinstrumente, die sowohl den Gewinn aber auch den Verlust im Verhältnis zum eingesetzten Kapital vervielfachen können (Bryan und Rafferty 2006, 180-182; Simkovic 2009, 276; Stulz 2010, 74-76).

einem Swap-Vertrag können die Vertragspartner beispielsweise einen fixen Zinssatz gegen einen floatenden Zinssatz oder das Währungsrisiko in Dollar gegen das Währungsrisiko in D-Mark aus ihren Finanzierungsverträgen sezieren und je nach Präferenz tauschen. Mit Swap-Verträgen konnten Finanzierungslösungen kreativer dem Einzelfall angepasst werden. Die Wahlfreiheit der Marktakteure und die Produktpalette der Dealer-Elitebanken erhöhte sich (Llewellyn 1992, 31-36; Lubben 2007, 408-409). Das Besondere an den aufkommenden Finanzderivaten (insbesondere den Swaps) war, dass sie keine Standardisierung kannten. Sie mussten bilateral, d. h. Over-The-Counter (OTC), verhandelt werden. „Unlike securities or futures contracts, which are standardized for easy trading on national exchanges, swaps are party-specific bilateral contracts and are thus traded over the counter“, schreibt Stephen J. Lubben (2007, 408). Im weiteren Verlauf gewannen in den 1990er Jahren die Kreditderivate an Bedeutung, d. h. die Finanzderivate, die sich der kreativen Auseinandersetzung mit dem Kreditrisiko annahmen. Die Idee von der Kreditausfallversicherung, der *Credit Default Swaps* (CDS), dem mittlerweile zentralen Kreditderivat, entstand. Ein Finanzderivat, mit dem man glaubte, das Kreditrisiko auf möglichst viele Marktteilnehmer verteilen zu können. Diese Vision wurde 1997 zur Marktreife gebracht (vgl. dazu m. w. N. Huault und Rainelli-Le Montagner 2009).

Zweitens: Die Kreditausfallversicherung ist ein Finanzinstrument, mit dem sich beispielsweise der potenzielle Ausfall oder die Herabstufung eines Ratings eines Schuldners versichern kann (Kreditereignis). Sie ist ein Vertrag zwischen einem Versicherungsnehmer und einem Versicherungsgeber. Der Gegenstand des Vertrags ist das Kreditrisiko eines Schuldners bzw. eines Referenzvermögenswerts. Dieser Referenzvermögenswert befindet sich nicht selten aber auch nicht zwingend im Portfolio des Versicherungsnehmers. Im Portfolio befindet sich allerdings die Kreditausfallversicherung. Sie kann wie andere Finanzinstrumente auf einem Sekundärmarkt gehandelt werden.

Abbildung 13: Modell einer Kreditausfallversicherung - CDS



Quelle: Eigene Darstellung, angelehnt an Parker 2007:28

Abbildung 13 zeigt ein vereinfachtes Modell einer Kreditausfallversicherung und ihrer vertraglich festgeschriebenen Zahlungsströme. Demnach zahlt der Versicherungsnehmer dem Versicherungsgeber eine Prämie, deren Höhe sich an der Kreditqualität des Referenzvermögenswerts orientiert. Je niedriger das Kreditausfallrisiko ist, desto geringer fällt die zu zahlende Prämie aus und desto niedriger ist auch der

Spread, der den Verkaufswert bzw. die Marktliquidität des Vertrags anzeigt. Auf der Grundlage des Vertrags erhält der Versicherungsnehmer die vertragliche Sicherheit, dass bei Eintreten eines im Vertrag definierten Kreditereignisses (Insolvenz oder Herabstufung des Referenzschuldners), der Versicherungsgeber dem Versicherungsnehmer eine ebenso vertraglich vereinbarte Kompensation zahlt. Die Vertragslaufzeit eines CDS-Vertrags beträgt in der Regel fünf Jahre, ist im Prinzip aber ebenfalls eine Verhandlungsfrage. Ob eine Zahlung fällig wird, d. h. ob ein definiertes Kreditereignis eingetroffen ist, wird zu fixen Stichtagen zwischen den Gegenparteien geprüft. Wird das Eintreten eines Kreditereignisses festgestellt, dann gilt es jeweils herauszubekommen, welche Vertragspartei „in the money“ bzw. „out of the money“ ist, d. h. für wen der Vertrag zum gegebenen Stichtag einen Vermögenswert (kann mit einer Zahlung rechnen) bzw. eine Verbindlichkeit (muss mit Kosten rechnen) darstellt.¹⁸⁶ Steigt das Ausfallrisiko des Referenzwertes, beispielsweise die Schuldverschreibungen eines Unternehmens, die auf den globalen Börsen rund um die Uhr gehandelt werden, dann nimmt zwangsläufig auch der Wert der Kreditausfallversicherung zu oder ab. „The price or value of a derivative contract fluctuates in a manner related (either positively or negatively) to changes in the value of the reference rate or asset“, schreiben Mark A. Guinn und William L. Harvey (2002, 1038). Verändert sich der Referenzvermögenswert also, dann geht dies bei einer Gegenpartei mit einem Plus und bei der anderen Gegenpartei mit einem Minus einher. Diese Schwankungen des Marktwerts des Referenzwerts können den Marktwert bzw. CDS-Spread eines CDS-Vermögenswerts (*in the money*) über Nacht zu einer CDS-Verbindlichkeit (*out of the money*) werden lassen (Guinn und Harvey 2002, 1038).¹⁸⁷

Um einen CDS Vertrag abzuschließen, ist es – wie bei anderen Derivaten auch – allerdings nicht notwendig, den referenzierten Finanzvermögenswert zu besitzen. Vielmehr sind CDS eigenständige Produkte, die sich daher hervorragend zur Spekulation auf die Kreditwürdigkeit einzelner Marktakteure eignen. Einen Vertrag mit einer Gegenpartei über einen Vermögenswert zu schließen, den keiner der

¹⁸⁶ Die „in the money“ und „out of the money“ Dichotomie ist die Bewertungsgrundlage für alle Derivate (Guinn und Harvey 2002, 1138): „From the standpoint of any given counterparty at any point in time, a derivative contract may be either ‘in the money’, that is, representing a present or future right to receive payment from the other counterparty (i.e., an asset), or ‘out of the money,’ that is, representing a present or future obligation to make payment to the other counterparty (i.e., a liability). With certain derivative structures, it is also possible that at any given time neither party owes any payment to the other. Thus, credit risk faced by a derivative counterparty is one that requires the simultaneous existence of two conditions in order for a loss to occur—(i) that counterparty must be ‘in the money’ when the derivatives are terminated; and (ii) the other party must be unable to satisfy the resulting payment obligation.“

¹⁸⁷ Der CDS- oder Kredit-Spread zeigt den Marktpreis des Ausfallrisikos für die Partei an, die der CDS-Vertrag referenziert. Diese Marktpreise des Ausfallrisikos sind von den von Ratingagenturen auf der Basis von historischen Daten ermittelten Ausfallrisikowahrscheinlichkeiten zu unterscheiden (Gregory 2012, 207-208). Hermann Schulte-Mattler und Uwe Traber (1995, 44) beschreiben den Marktpreis eines Derivatevertrags „als den Betrag, den ein Dritter unter Vernachlässigung von Transaktionskosten zu zahlen bereit wäre, um in den Genuß der in dem Geschäft fixierten Konditionen zu kommen. Dieser Dritte würde regelmäßig nur dann etwas zahlen, wenn die Geschäftskonditionen günstiger sind als die aktuellen Marktpreise, er also einen Vermögensgegenstand zu einem geringeren als den Marktpreis erwerben oder zu einem höheren als dem Marktpreis veräußern könnte. In dieser Situation spricht man von einem ‘positiven’ Marktwert.“

Vertragspartner besitzen muss, unterscheidet die Kreditausfallversicherung aber auch andere Derivateverträge von einem klassischen Versicherungsvertrag (Henderson 2009, 26).

Michael Simkovic (2009, 272) stellt in dreifacher Hinsicht fest, dass CDS komplexe Finanzinstrumente sind: erstens in Bezug auf den Spread, d. h. den Marktwert des Produktes, der weder leicht zu berechnen, geschweige denn transparent ist. Zweitens in Bezug auf den Vertrag, der unmittelbar zwischen zwei Parteien ausgehandelt werden muss, für den es also keinen bzw. nur rudimentär standardisierte Musterverträge gibt.¹⁸⁸ Und drittens in Bezug auf das Gegenparteirisiko, d. h. das Vertrauen, das der Versicherungsnehmer in den Versicherungsgeber setzen muss, mit dem er sich das Ausfallrisiko für die Vertragsdauer quasi teilt und dessen Zahlungsfähigkeit er für die Laufzeit der Kreditausfallversicherung annehmen muss.¹⁸⁹

Was aber ist der konkrete mikro- und makroökonomische Nutzen, den CDS für das Passivmanagement der Banken mit sich bringen? Zur Beantwortung der Fragen sollen mikroökonomische und makroökonomische Nutzen unterschieden werden. Sie treten am deutlichsten zu Tage, wenn man den Gesamtprozess als eine Kaskade versteht, die immer neue CDS Verträge entstehen lässt (Henderson 2009, 10), weil dem Eingehen von CDS-Verträgen kaum mengenmäßigen Grenzen gesetzt sind und weil die Natur des Produkts in Verbindung mit ihrer OTC Vermittlung dies auch notwendig macht. In drei Schritten soll dies nachfolgend deutlich gemacht werden:

1): Angenommen eine Bank, die ein Großkunde einer Dealer-Elitebank ist, hat einem ihrer Kunden Kredit gegeben und hält möglicherweise auch noch seine Anleihen in der Bilanz. Zusammengenommen weist dieses Engagement eine hohe Kreditrisikokonzentration in Bezug auf einen Adressaten auf. Die Bank hat mehrere Möglichkeiten die Risiken zu minimieren, beispielsweise das klassische Monitoring des Schuldners: Weil sie diese kostspielige Leistung nicht aufbringen will, aber auch kein Interesse daran hat, die vertrauensvolle Geschäftsbeziehung mit dem Schuldner durch einen Verkauf der Kredite auf einem Sekundärmarkt aufzugeben, schließt die Bank eine Kreditausfallversicherung mit einem Versicherungsgeber ab, ihrer CDS Dealer-Elitebank, der sie über die Laufzeit des Vertrags eine festgeschriebene Prämie zahlt.¹⁹⁰ Die für den Versicherungsnehmer entstehenden Kosten sind nicht relevant, denn der Kauf eines CDS senkt die Refinanzierungskosten der Bank an den Kapitalmärkten und befreit

¹⁸⁸ Standardisierte Musterverträge für Finanzderivate insbesondere für CDS nehmen zu, während gleichzeitig neue komplexere OTC Finanzderivate entstehen.

¹⁸⁹ Zum Begriff des Gegenparteirisikos siehe auch 3.2.5 sowie 6.1.4. Stephen J. Lubben (2007, 413) schreibt in Bezug auf das Gegenparteirisiko folgende erklärende Worte: „In a credit default swap transaction, the protection buyer gives up the risk of default by the debtor and takes on the risk of concurrent default by both the protection seller and the underlying debtor. While the risk of mutual default is likely remote, especially given the strong credit quality of many swap dealers, it is not inconceivable that a major corporate default could cause one or to financial institutions severe financial distress.“

¹⁹⁰ Der Referenzschuldner muss vom Verkauf des Kreditrisikos seines Kredits keine Kenntnis erlangen, wohingegen der sekundärmarktliche Verkauf des Kredits (oder der Anleihe) beziehungsschädigend wirken kann.

durch Eigenkapitalvorschriften gebundene Finanzierungsliquidität für neue Investitionen beispielsweise in Kredite oder Wertpapiere (Partnoy und Skeel 2007, 1023; Henderson 2009, 9).¹⁹¹

2): Die Dealer-Elitebank, die als Versicherungsgeber des unter 1) beschriebenen Vertrags aufgetreten ist, setzt sich dabei als Gegenpartei dem Kreditrisiko des Referenzschuldners aus. Sieht auch sie sich dabei einem zu konzentrierten Risiko ausgesetzt, dann schließt sie eine CDS mit einer oder mehreren weiteren Großkunden ab, die den Willen zeigen, sich dem Kreditrisiko des Referenzschuldners in einer spezifischen Höhe auszusetzen. Die Prämie, die die Bank unter 1) mit der Dealer-Elitebank ausgehandelt hat, reicht die Dealer-Elitebank also an einen oder mehrere Akteure im Markt weiter, wobei sie das Kreditausfallrisikos des Referenzschuldners zwischen den Großkunden verteilt (vgl. m. w. N. Henderson 2009, 10), dabei aber – was vielfach nicht beachtet wird – alle zu gegenseitigen Gläubigern macht.

3): Damit nicht genug. Alle Versicherungsgeber, die mit einer Dealer-Elitebank einen CDS-Vertrag geschlossen haben und ein Kreditrisiko eines Referenzschuldners erworben haben, können sich dem Kreditrisiko wiederum mit Hilfe einer Dealer-Elitebank entledigen, wie unter 1) dargestellt. Dabei wird jeder CDS-Vertrag zum anwenderspezifischen Spekulationsinstrument. „There is no limit on the number of links in the risk-sharing chain, and, in practice, credit risk is often transferred dozens of time after its original creation“, schreibt M. Todd Henderson (2009, 10) und verweist dabei auf das was insgesamt auch als makroökonomischer Gesamtnutzen der Kreditausfallversicherungen beschrieben werden kann: Eine möglichst gleichmäßige und für jeden Marktteilnehmer adäquate Risikoverteilung zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden (Bryan und Rafferty 2006, 37; Ayadi und Behr 2009, 180, 185-186).¹⁹²

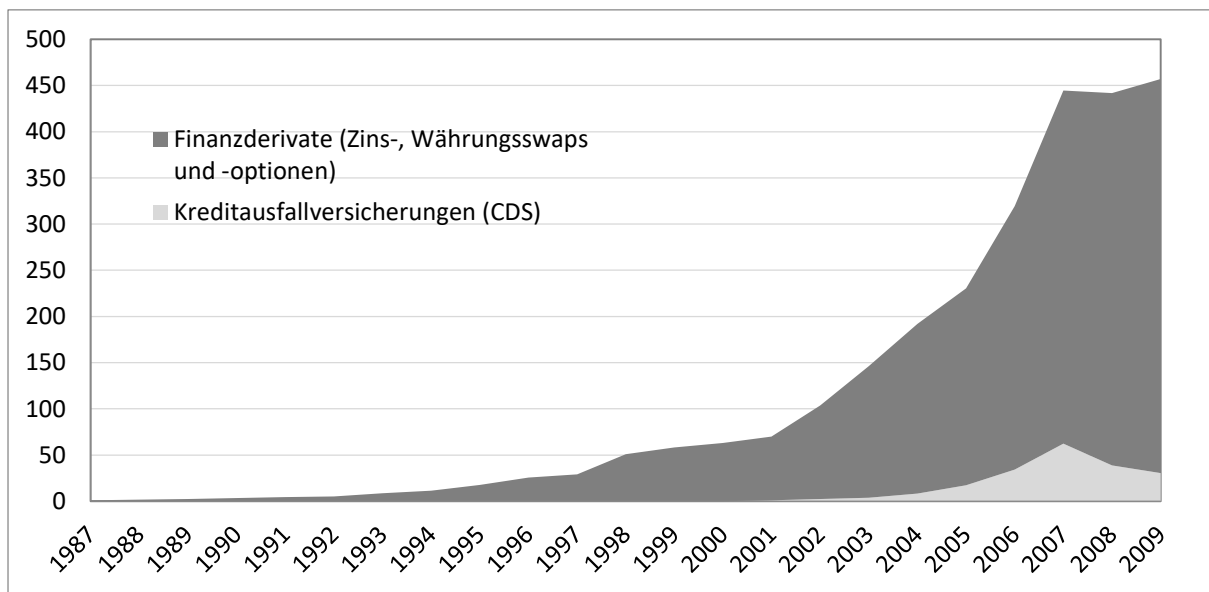
Drittens: Der nominelle Marktwert existierender Derivateverträge ist in den letzten Jahrzehnten explosionsartig gestiegen. Wobei die kolportierten Zahlen trügerisch sind. Der nominelle Marktwert der Finanz- und Kreditderivate, d. h. das Volumen der referenzierten Finanzinstrumente, ist bis Ende 2007 auf

¹⁹¹ Für jede kreditgebende Bank geht bei der Anwendung der Kreditausfallversicherungen darüber hinaus allerdings auch der Anreiz verloren, die Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner zu kontrollieren (vgl. Morrison 2005). Selbiges gilt praktisch für jeden bilanzierten Schuldvertrag, selbst für solche Schuldverträge, die infolge des oben beschriebenen Verbriefungsprozesses in Zweckgesellschaften ausgelagert wurden. Das Monitoring der Referenzschuldner ist nicht mehr Bestandteil des Passivgeschäfts der Elitebanken. Es wird durch die kostengünstigere CDS-Versicherung ersetzt. Die Elitebanken befreien sich somit von einer ressourcenaufwendigen Grundfunktion des klassischen Bankgeschäfts. Ein Prozess, der – analog zur Verbriefung von Vermögenswerten – den Anreiz gebiert, das eigene Aktivvermögen unabhängig von klassischen Risikokennzahlen auszudehnen (Partnoy und Skeel 2007). Auch auf diesen Zusammenhang wird zurückzukommen sein.

¹⁹² Aber nicht nur die Elitebank als kreditgebende Geschäftsbank bzw. als markterzeugende Investmentbank profitiert vom Kauf und Verkauf von Kreditausfallversicherungen, sondern auch die Elitebank als Wertpapierinvestor. Der Kauf eines CDS stellt eine Alternative zu der aufwendigen Praxis dar, sich auf eine neue Marktsituation, d. h. auf neue Marktinformationen einzustellen. Erwartet der Investor beispielsweise den Einbruch einer ganzen Gruppe von Finanzvermögenswerten in seiner Bilanz, beispielsweise aufgrund der Krise eines Sektors oder eines ganzen Landes, dann muss er nicht mehr zwangsläufig versuchen, die betroffenen Finanzvermögenswerte auf einem liquiden oder illiquiden Sekundärmarkt mit gegebenenfalls hohen Abschlägen zu verkaufen, sondern er kann mit einer Gegenpartei CDS-Verträge aushandeln und sich damit zu weitaus geringeren Kosten den spezifischen Risiken in seiner Bilanz entledigen (Gibson 2007, 8).

ca. 462 Billionen Dollar angestiegen (vgl. Abbildung 14).¹⁹³ Dies führt dazu, dass insbesondere die Kritiker der Derivatemärkte argumentieren, dass die Produzenten von Derivaten nicht nur die in Geldwert gemessen größte Industrie der Welt (Bryan und Rafferty 2006, 61), sondern auch eine zusätzliche Geldmenge im zitierten Umfang konstituieren (Bryan und Rafferty 2007, 140). Auch das nominale Volumen der Kreditausfallversicherungen ist bemerkenswert. Seit ihrer Erfindung im Jahr 1997 durch die Dealer-Elitebank *J.P. Morgan* hat sich ihr nominales Marktvolumen bis 2007 auf rund 62 Billionen Dollar erhöht (vgl. Abbildung 14).

Abbildung 14: Kumulierte Entwicklung der OTC gehandelten Finanz- und Kreditderivate von 1987 bis 2009 in Billionen US Dollar - Nominalwerte



Quelle: Eigene Darstellung, ISDA

Entscheidend ist, dass sich dieser kolportierte Nominalwert der Referenzwerte nicht in den Bilanzen spiegelt. In den Bilanzen spiegelt sich vielmehr in deutlich moderaterem, wenngleich immer noch hohem Ausmaß, der Nettowert der Spreads, d. h. der Wert, der darauf verweist, welche ungedeckte Kosten aus den Verträgen entstehen. Der Nettowert unterscheidet sich wiederum maßgeblich vom Bruttowert der Spreads. Die Gründe dafür liegen nicht zuletzt in Ausnahmeregelungen, die die Dealer-Elitebanken sich erstritten haben. „[P]layers lobbied hard to get derivatives priorities extended in 1982, 1984, 1994, 2005, and 2006 [respectively]“, schreibt Mark J. Roe (2011, 576).¹⁹⁴ Die Ausnahmeregelungen bestehen unter anderem darin, dass Derivateverträge – wie die Repo-Kontrakte auch – durch zusätzliche Sicherungsgeschäfte, beispielsweise durch die Rücklage von liquiden Wertpapieren als Collateral abgesichert wer-

¹⁹³ FitchRatings (2009, 1) kolportieren für Dezember 2008 einen Nominalwert von 600 Billionen Dollar. Eine exakte Bewertung ist schwierig, weil die Vertragspartner nicht verpflichtet sind, die Existenz ihrer Verträge zu berichten.

¹⁹⁴ Edward R. Morrison und Joerg Riegel (2005, 644) geben einen Überblick über die Entwicklung der Ausnahmeregelungen, deren Einzelregelungen 2005 zusammengefasst wurden.

den. Und dadurch, dass sie im Bankrotfall des Vertragspartners (Versicherungsnehmer oder Versicherungsgeber) nicht automatisch abgeschrieben werden müssen, sondern beispielsweise gegeneinander verrechnet werden dürfen.¹⁹⁵ Derivateverträge sind demnach als sogenannte *Qualified Financial Contracts* (QFC) von dem für alle Unternehmen prinzipiell geltenden konkursrechtlichen Regeln ausgenommen. Anders gesagt: Sie besitzen bilanziell gesehen kein eigenes Ausfallrisiko, jedenfalls keines, dass sich auf den Rest der Bilanz auswirkt. Zum Zeitpunkt der Konkursanmeldung werden sie für die Zeit des Konkursverfahrens eingefroren und nachfolgend miteinander verrechnet.¹⁹⁶ Mit der Gewährung dieser Ausnahmeregelung erlaubt der Gesetzgeber den vertraglich gebundenen Gegenparteien sozusagen eine prioritäre Inselbilanz für Finanzderivate zu erstellen. Er erlaubt, die Finanzderivate aus dem realwirtschaftlichen Marktkontext herauszulösen. In diesem Sinne spricht man auch von einer *Save Harbour Regulierung* für Finanzderivate (Morrison und Riegel 2005, 664).

Eine Analyse des Derivatemarktes von FitchRatings (2009, 3), die Bilanzdaten von 100 US-amerikanischen Firmen aus unterschiedlichen Sektoren auswertet, wird berichtet, dass der Bruttowert der Finanzderivate (Aktiva und Passiva) bei 19,5 Billionen Dollar liegt, während der Nettowert, d. h. der in den Bilanzen sichtbare Wert (Aktiva und Passiva), sich auf 241 Milliarden Dollar beläuft. Insbesondere durch das in den Verträgen vorgesehene Netting, d. h. die Möglichkeit der Verrechnung von Verträgen mit ein und derselben Gegenpartei, sowie durch das Vorhalten von liquiden Wertpapieren, reduziert sich das sogenannte Exposure vordergründig um 80 Prozent. Dies korrespondiert mit Werten einer anderen Publikation (Mengle 2010, 1). Dem Netting wird darin eine bilanzwirksame Reduzierung des Kreditrisikos als Teil des Gegenparteiisikos zugesprochen, die sich auf über 85 Prozent beläuft.

Abbildung 15: Wert (erstes Quartal 2009) der in ausgewählten Sektoren gehandelten und bilanzierten Kreditderivate (Finanzderivate) in Billionen Dollar – Zins-, Kredit-, Währungs-, Aktien- und Warenderivate

Sektor	Anzahl Firmen (im Sektor)	Wert Derivate (Aktiva und Passiva ohne Netting)	Bruttoaktivwert (der Spreads)	Bruttopassivwert (der Spreads)	Nettopassivwert	Nettoaktivwert
Energie	7	0,05	0,014	0,01	0,013	0,009
Finanz	36	295	9,894	9,524	0,695	0,464
Gesundheit	7	0,091	0,004	0,004	0,004	0,004
Industrie	7	0,4	0,019	0,013	0,012	0,006
Telekommunikation	4	0,024	0,0009	0,0014	0,0009	0,0014
Versorger	14	0,012	0,012	0,014	0,0075	0,0088

Quelle: Eigene Darstellung, Daten aus FitchRatings 2009, 2

¹⁹⁵ vgl. zum Begriff des *Netting* FN 172.

¹⁹⁶ Die Ausnahmeregelungen gelten seit 1984 auch für die oben diskutierten Repo-Transaktionen, die wie die Derivate auch als *Qualified Financial Contracts* anerkannt sind (Morrison und Riegel 2005, 644). Ein Unterschied zwischen beiden ist, dass Repo-Verträge im Durchschnitt kurzfristiger sind als Derivate.

Abbildung 15 zeigt, dass die Verwendung der Ausnahmeregelungen vor allem auf den Derivategebrauch im Finanzsektor entfällt. Zentrale Ursache dafür ist, dass Finanzderivate hauptsächlich im Finanzsektor Verwendung finden. Fitch Ratings (2009, 3) stützt auf vielfache Weise diese Annahme. Die Dealer-Elitebanken vermitteln Derivate an Unternehmen aus anderen Sektoren, sie versichern sich aber auch ihrer eigenen Risiken. Und das – ganz wie oben als Kaskade beschrieben – vor allem gegenseitig mit Kreditausfallversicherungen. Dies führt dazu, dass der Gebrauch der Kreditausfallversicherungen quasi im Finanzsektor monopolisiert ist. Only 17 of the 100 companies reviewed reported exposure to credit derivatives and, as one would expect, all 17 were financial institutions. Five banks (JP Morgan, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley and Citigroup) account for an overwhelming majority – upwards of 96% – of the exposures. While these firms hedge credit risks, they are also active dealers of credit derivatives”, liest man in der Analyse.¹⁹⁷ Die Märkte für Kreditderivate müssen folglich eindeutig als Interbankenmärkte des Passivmanagements der Elitebanken betrachtet werden, was insbesondere in Verbindung mit den insolvenzrechtlichen Privilegien der OTC Derivate die These eines von der Realwirtschaft separierten, finanzwirtschaftlichen Systems untermauert.

3.2.5 SYNTHESE II: TOO-CONNECTED-TO-FAIL DEALER-ELITEBANKEN

„Our ancestors lived in an Age of Money, where credit was closely tied to money, and formal analysis could use the latter as a proxy for the former. Today, we live in a different world, an Age of Credit, where financial innovation and regulatory ease broke that link, setting in motion an unprecedented expansion of the role of credit in the macroeconomy”, schreiben Moritz Schularick und Alan M. Taylor (2012, 1058) in einem bemerkenswerten Zitat.

Die nachfolgende Synthese II soll insgesamt die Definition der Dealer-Elitebanken vervollständigen, die Dealer-Elitebanken von ihren Großkunden abgrenzen und dabei ihr marktförmiges Passiv- bzw. Liquiditätsmanagement in einen finanzwirtschaftlichen Marktsystemkontext verorten, für dessen Funktionen die Dealer-Elitebanken ganz allein verantwortlich sind. In diesem finanzwirtschaftlichen Marktsystemkontext sind die Dealer-Elitebanken weniger die Kredit- oder Liquiditätsproduzenten der Realwirtschaft als hauptsächlich die Liquiditätsproduzenten der Finanzwirtschaft selbst – mit weit reichenden Konsequenzen: Sie sind die unregulierten Liquiditätsproduzenten einer multinational integrierten Finanzwirtschaft, die sich von den nationalen Zentralbankensystemen abgekoppelt haben und sich in einem exklusiven Interbankenmarktsystem börsenähnlich mit ihren Großkunden vernetzen, für die sie die fortlaufende Zirkulation und Produktion des finanzwirtschaftlichen Innengelds garantieren. Zu diesem Zweck soll – *erstens* – der Mechanismus zusammengefasst werden, den die Dealer-Elitebanken sich und ihren Großkunden bereitstellen; es soll – *zweitens* – der Blick auf das dabei entstehende Interbankenmarktsystem geöffnet werden, in dem die Dealer-Elitebanken unreguliert Liquidität schöpfen;

¹⁹⁷ Louise Story (2010) schreibt in der *New York Times*, dass neun Wallstreet-Banken den Handel mit US-amerikanischen Kreditderivaten weitgehend kontrollieren.

und es soll – *drittens* – die dabei zunehmende Vernetzung beschrieben werden, die den TCTF (Too-Connected-To-Fail) Status der Dealer-Elitebanken mit sich bringt.

Erstens: Philip E. Strahan (2010, 121) unterscheidet vier potentielle Liquiditätsquellen des Bankgeschäfts: Erstens Kundeneinlagen, zweitens Zentralbanksupport, drittens Interbankentransaktionen und viertens das Vorhalten von Geld oder andere Geldsubstitute, die sich auf marktliquiden Sekundärmärkten jederzeit in Finanzierungsliquidität wandeln lassen. Das marktförmige Passivmanagement der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden setzt bei den Liquiditätsquellen drei und vier an, wobei viertens die Grundlage von drittens ist, insofern das Liquiditätsmanagement mit Geldsubstituten zunehmend auf funktionierende Interbankengroßmarktstrukturen angewiesen ist. Das marktförmige Passivmanagement ist insgesamt als ein Liquiditätsmanagementmechanismus für die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden zu bezeichnen. Der Mechanismus ist ein Interbankenmechanismus, mit dem sich neue Liquidität produzieren lässt. Der Mechanismus wurde in diesem Abschnitt 3.2 anhand von vier Teilmärkten analysiert: den Interbankengeldmärkten (3.2.1), den Repo-Interbankenmärkten (3.2.2), den Interbankenmärkten der strukturierten Vermögensverbriefung (3.2.3) und den Interbankenmärkten der Kreditderivate (3.2.4). Wie für einen Mechanismus üblich deuten alle vier Teilmärkte auf eine instrumentelle Verknüpfung hin. Diese instrumentelle Verknüpfung soll in zwei Schritten aus der Sicht der Dealer-Elitebanken zusammengefasst werden: (1) der Perspektive auf die Finanzierungssteuerung als Teil des Liquiditätsmanagements und (2) der Perspektive der Risikosteuerung als Teil des Liquiditätsmanagements.

(1): Die Basis der Finanzierungssteuerung stellen die klassischen Interbankengeldmärkte dar, die den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden seit den späten 1960er Jahren eine globale Finanzierungssteuerung ermöglichen. Eine Dealer-Elitebank und ihre Großkunden, wo immer sie herkommt, kann seither CP und CD auf einem Markt und in einer Währung ihrer Wahl begeben und an institutionelle Investoren vermitteln. Darüber hinaus können die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden in den USA über die Federal Funds Interbankengeldmärkte oder global über die LIBOR-Interbankengeldmärkte (bzw. Eurodollarmärkte) Finanzierungsliquidität in unterschiedlichen Währungen unter anderem bei anderen Dealer-Elitebanken und Großkunden kaufen. Für alle Finanzvermögenswerte können darüber hinaus weltweite Besitzwechsel arrangiert werden, sogenannte Sekundärgeldmärkte, die die Basis für die Zirkulation von Liquiditätsreserven und marktliquiden Geldsubstituten darstellen.

Diese unbesicherte Finanzierungssteuerung findet sich erweitert durch Instrumente der besicherten Finanzierungssteuerung (*Securitized Loan Markets*), von denen dem Repo-Instrument besondere Bedeutung zukommt. Seit den 1970er und 1980er Jahren nutzen die aufstrebenden Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden vermehrt die Repo-Interbankenmärkte zu ihrer kurzfristigen (über Nacht) Finanzierungssteuerung. Die Repo-Interbankenmärkte sind ein Finanzierungsinstrument, das von den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden bevorzugt zu Finanzierungszwecken benutzt wird. Finanzierungsliquidität wird hier gegen einen als Sicherheit fungierenden Finanzvermögenswert (Collateral) getauscht,

in der Regel ein marktliquides Wertpapier (Anleihen, Commercial Paper etc.). Seit den 1980er Jahre produzieren die aufstrebenden Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden die Wertpapiere selbst, die in die Repo-Transaktionen als Sicherheiten eingebunden werden können. Dazu nutzen sie die Interbankmärkte der strukturierten Finanzvermögensverbriefung, die sie gegebenenfalls mit den Interbankmärkten der Kreditderivate kombinieren. Die Dealer-Elitebanken produzieren langfristige Wertpapierliquidität, um sie wiederum zur Beschaffung von kurzfristiger Finanzierungsliquidität in Repo-Transaktionen und andere mit Finanzvermögenswerten besicherte Transaktionen einzubinden.

Dieser Finanzierungsmechanismus macht es möglich, dass sämtliche existierenden Finanzvermögenswerte in neue Transaktionen der Finanzierungssteuerung eingebunden werden können.¹⁹⁸ Insgesamt hat sich ein offener Mechanismus entwickelt, mit dem auf lange Sicht systemweit verschränkte Ketten von vielfach beliehenen Finanzvermögenswerten entstehen. Sogenannte „daisy-chain[s] of secured financing arrangements“, wie Peter R. Fisher (2009, 416) betont. „At each step in the chain, obligations are backed by claims further down the chain“, schreibt Hyon Song Shin (2008, 316). Ketten, die man auch *Collateral Chains* und deren Entstehungsprozess man in der finanzwissenschaftlichen Literatur auch *Rehypothekierung (Rehypothecation)* von Finanzvermögenswerten nennt (Singh 2012; Singh und Stella 2012).

(2): Bereits die Darstellung des finanzwirtschaftlichen Finanzierungsmechanismus macht die Möglichkeiten deutlich, sich auf den Interbankmärkten der Finanzierungssteuerung über die Kundeneinlagen hinaus zu verschulden und die eigene Bilanz durch gekaufte Finanzierungsliquidität auszuweiten. Finanzwirtschaftliche *fremdfinanzierte* Bilanzausweitung, wie man diese Option auch nennen kann, führt zu einem erhöhten Verschuldungsgrad (*Leverage-Ratio*). Der Verschuldungsgrad eines Unternehmens bezeichnet traditionell das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital auf der Passivseite der Bilanz (*debt to equity ratio*). Je höher der Verschuldungsgrad, d. h. je höher der Anteil der gekauften Finanzierungsliquidität (Fremdkapital) an der Gesamtfinanzierung ist, desto niedriger ist der Anteil des eingebrachten Eigenkapitals und desto höher ist wiederum die zu erwartende Eigenkapitalrendite aber auch das Risiko einer Unternehmung (vgl. dazu Perridon et al. 2012). Eine zunehmende Fremdkapitalverschuldung bzw. ein zunehmendes Ausgesetztsein von Risiken lässt sich im Prinzip an der Bilanz der Unternehmen ablesen und findet darin auch ihre Grenzen. Jedoch sind die Produkte, mit denen die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden insbesondere ihre Risiken steuern, bestens dazu geeignet, den in den Bilanzen sichtbaren Grad der Verschuldung und den Grad des Ausgesetztseins von Risiken (*risk exposure*) zu verschleiern (Shin 2009b; Simkovic 2009, 262-289; Blair 2013, 421).¹⁹⁹

¹⁹⁸ Gleiches gilt auch für die Wertpapiere, die den Dealer-Elitebanken im Prime Brokerage Geschäft zur Verwaltung überlassen werden. Auch sie können in andere Transaktionen eingebunden werden.

¹⁹⁹ Für die interne Risikosteuerung der Banken bezeichnet der Verschuldungsgrad aber auch das Verhältnis der offenen bilanzierten Risikopositionen zum Gesamtkapital.

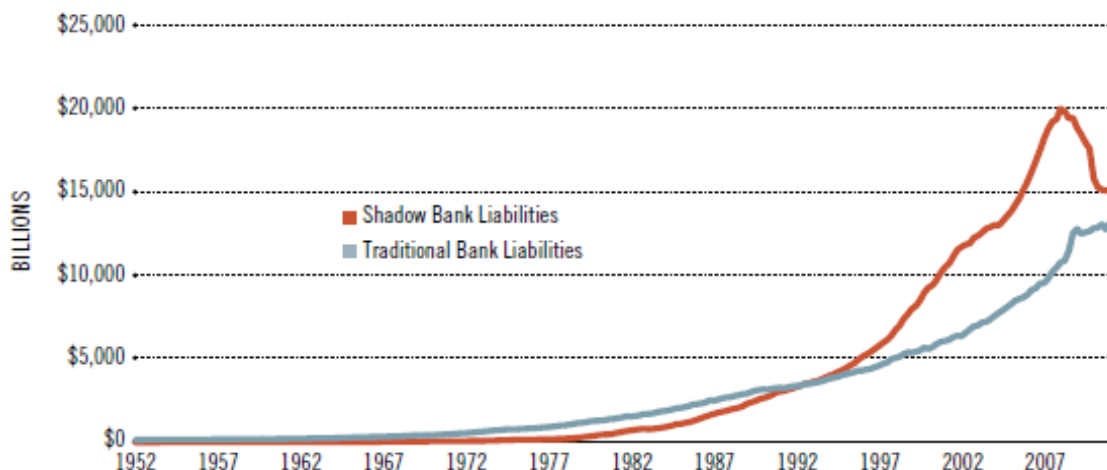
In dieser Hinsicht zentrale Instrumente sind die strukturierte Vermögensverbriefung und die Kreditderivate. Erstere helfen den Verschuldungsgrad bzw. das *Risikoexposure* beispielsweise dadurch zu verschleiern, dass die an eine Zweckgesellschaft verkauften Finanzvermögenswerte nicht mehr bilanziert werden müssen. Die Finanzvermögenswerte und die Risiken des Schuldnerausfalls sind nach dem Verkauf an eine vertöchterte Zweckgesellschaft außerhalb der Gesamtbilanz des Mutterkonzerns bilanziert (*Off Balance Sheet*). Letztere können hingegen genutzt werden, um Kreditausfallrisiken einzelner Finanzvermögenswerte bzw. einzelner Referenzschuldner zu verkaufen. Das vorläufig einzig noch verbleibende Risiko ist dann das Risiko, dass die Gegenpartei des Derivate-Kontrakts, die i.d.R. ebenfalls eine Bank ist, ausfällt. Auch bei der Risikosteuerung entstehen systemweite Ketten, aber nicht Finanzierungsketten, sondern Ketten der Risikoverteilung im Finanzsystem, sogenannte „risk-sharing chains“, wie sie oben bereits benannt wurden. Ketten, die die Verteilung spezifischer Bilanzrisiken zwischen Marktteilnehmern bzw. Banken repräsentieren und den Verkäufern des Risikos die Aufnahme von neuer und vergleichsweise günstigerer Finanzierungsliquidität beispielsweise auf den besicherten, aber auch auf den unbesicherten Finanzierungsmärkten möglich macht, ohne dass dies dem uninformatierten Betrachter aus der Analyse der Bankbilanz ersichtlich werden kann.

Sowohl die bei Anwendung des Mechanismus entstehenden Finanzierungs- (Repo-Kontrakte) als auch die nicht unabhängig von ihnen zu denkenden Risikoketten (CDS-Kontrakte) konstituieren sich aus sogenannten *Safe Harbour Produkten*, d. h. sie werden in einem vom realwirtschaftlichen Rechtsrahmen losgelösten Finanzierungssystem produziert und gehandelt. Sie können im Falle einer Risikomaterialisierung auch scheinbar unabhängig von den realwirtschaftlichen Risiken miteinander verrechnet und abgewickelt werden. In einem Finanzierungssystem, das im Begriff des Interbankenmarktsystems trefflich eingefangen ist, weil es exklusiv in der Interaktion zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren finanzwirtschaftlichen Großkunden entsteht.

Zweitens: Die mikroökonomische Finanzierungs- und Risikosteuerung ist ein Mechanismus, mit dem die Interbankenmärkte der Risikosteuerung ihren Teilnehmern gewissermaßen Bilanzraum zur Nutzung der Interbankenmärkte der Finanzierungssteuerung gewähren – ganz im Sinne eines effizienten Liquiditätsmanagements, das das Produkt des Finanzierungs- und des Risikomanagements ist. Der gewährte Bilanzraum macht eine weitere Erhöhung des Verschuldungsgrads möglich. Eine Erhöhung, die allerdings nicht in der individuellen Bankbilanz, sondern nur in der Bilanz des Gesamtsystems, d. h. aus einer makroökonomischen Perspektive heraus, abzulesen ist. Abbildung 16 stellt eine solche makroökonomische Systembetrachtung dar. Sie lässt zuerst einmal den Anstieg der klassischen Verbindlichkeiten (*Traditional Bank Liabilities*) im US-amerikanischen Finanzsystem erkennen. Gemeint sind die Einlagen bzw. den realwirtschaftlichen Verbindlichkeiten, die auch langfristige Anleihen umfassen können. Die Verbindlichkeiten jedenfalls, mit denen sich die Banken traditionell finanzieren. Diese Verbindlichkeiten steigen bis heute stetig an. Für die hier geführte Diskussion von weitaus größerer Bedeutung sind jedoch die Verbindlichkeiten des Interbankenmarktsystems, die in der Grafik Schattenbankenverbind-

lichkeiten²⁰⁰ (*Shadow Banking Liabilities*) genannt werden und für die man ebenso den Begriff der Finanzverbindlichkeiten prägen könnte.²⁰¹ Gemeint sind im Falle der letzteren solche Verbindlichkeiten, die sich im Rahmen des Finanzierungs- und Risikosteuerungsmechanismus oder des Liquiditätsmanagements der Banken durch Transaktionen und der damit einhergehenden Verlängerung der Finanzierungs- und Risikoketten auf den Interbankenmärkten systemweit anhäufen.

Abbildung 16: Entwicklung Traditionelle vs. Schattenbanken-Verbindlichkeiten im Passivgeschäft der US-amerikanischen Elitebanken



Quelle: Noeth und Sengupta 2011, 9

Man erkennt in Abbildung 16, dass sich das Verhältnis beider Typen von Systemverbindlichkeiten zu Beginn der 1990er Jahre verkehrt hat, d. h. dass die Höhe der Verbindlichkeiten aus dem Interbankensystem seitdem die Höhe der traditionellen Verbindlichkeiten übersteigt. Dies kann als eine systemweite makroökonomische Verschuldung bezeichnet werden. Seit 1990 sind die US-amerikanischen Finanzverbindlichkeiten bis Ende 2007 auf geschätzte 20 Billionen Dollar (20.000 Milliarden Dollar) angewachsen. Sie lagen damit sieben Billionen Dollar über den traditionellen Verbindlichkeiten des Bankgeschäfts.²⁰² Im September 2012 hat ein beachtenswerter Finanzmarktblog die Vollendung des seit

²⁰⁰ Man muss nicht zwingend von Schattenbanken- oder Finanzverbindlichkeiten sprechen. Jedes Finanzinstrument erzeugt jeweils einen Eintrag auf der Aktivseite der Bilanz eines Finanzunternehmens und einen Eintrag auf der Passivseite der Bilanz eines anderen Finanzunternehmens. Es ist demnach auch durchaus denkbar, das Volumen des Interbankensystems anhand des Finanzvermögens zu bewerten. Während die *Federal Reserve Bank von New York* Verbindlichkeiten im Interbankengroßmarktsystem berechnet, summieren Deloitte (2012) und auch das *Financial Stability Board* (FSB) der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIS) Aktiva. Tobias Adrian und Hyun Song Shin (2010a, 3) unterscheiden schlicht bankbasierte von marktbasierter Aktiva. Hier soll dem Vorbild der Federal Reserve Bank von New York gefolgt werden.

²⁰¹ Hyun Song Shin und seine Kollegen haben in mehreren kürzlich erschienenen Arbeiten die ähnliche Unterscheidung zwischen *Core Liabilities* und *Non-Core Liabilities* ausgeführt. Diesbezüglich zu nennende Arbeiten sind: Hyun Song Shin (2011), Hyun Song Shin und Kwanho Shin (2011) und Joon-Ho Hahm, Hyun Song Shin und Kwanho Shin (2012).

²⁰² Ob die für das US-amerikanische Interbankengroßmarktsystem gemessene Summe sich mit den oben zitierten Volumen der vorgestellten Interbankenmärkte deckt, sei dahingestellt. Es ist nicht Ziel dieser Arbeit die Finanzverbindlichkeiten genau zu vermessen. Eine genaue Vermessung des globalen Interbankensystems ist na-

2007 andauernden Gegentrends vermeldet: „The Historic Inversion In Shadow Banking Is Now Complete“ (ZeroHedge 2012) lautet der Titel. Das Volumen der US-amerikanischen Finanzverbindlichkeiten ist demnach erstmals nach fast zwanzig Jahren wieder unter das Volumen der klassischen Verbindlichkeiten gefallen. Ein Prozess, den man auch Entschuldung bzw. *Deleveraging* der Systemüberschuldung nennt (Singh und Aitken 2009; Adrian und Shin 2010b).

Den makroökonomische Gesamtprozess, der die beiden in Abbildung 16 noch unvollendeten Inversionen als Anfangs- und Endpunkte eines Zyklus der Verschuldung und Entschuldung begreift, kann in der Tradition von Irving Fisher (1933), John Maynard Keynes (1935) und Hyman Minsky (1970; 1986) auch als Kreditzyklus bezeichnet werden, der mit einer *Debt Inflation* beginnt und mit einer *Debt Deflation* endet (Hoisington 2010).²⁰³ In derselben Tradition sind darüber hinaus auch die Arbeiten von Charles P. Kindleberger (1978) sowie Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2009) zu verorten, die Finanzkrisen als Boom- (Schuldeninflation) und Bustphasen (Schuldendeflation) eines wiederkehrenden Schuldenzyklus begreifen. Der Höhepunkt eines zyklisch verlaufenden Verschuldungs- und Entschuldungsprozesses, d. h. der Zeitpunkt an dem die Boomphase in die Bustphase übergeht, wird in einigen nennenswerten Publikationen nach dem Begründer der *Finanzinstabilitätsthese* Hyman Minsky als sogenannter *Minsky Moment* bezeichnet (Ertürk und Özgür 2009; McCulley 2009).²⁰⁴ Um den Bogen zwischen der fremdfinanzierten Bilanzausweitung (*Debt Inflation*) und der plötzlichen Bilanzverkürzung (*Debt Deflation*) sowie den realwirtschaftlichen und den finanzwirtschaftlichen Verbindlichkeiten bzw. Vermögen zu spannen, muss der Prozess der fremdfinanzierten Bilanzausweitung im Interbankenmarktsystem über den oben präsentierten mikroökonomischen Mechanismus aus Finanzierungs- und Risikosteuerung hinaus weiter vertieft werden. Dazu muss die Realwirtschaft von der Finanzwirtschaft unterschieden werden, wie dies bereits von Wissenschaftlern getan wird, die sich mit dem Phänomen einer weltweit zu beobachtenden Finanzialisierung auseinandersetzen (vgl. beispielsweise Palley 2008; Nölke 2009; Haldane et al. 2010; Blair 2013).

„[F]inance is different from other sectors because what it creates is credit, and credit acts like a monetary stimulus to the economy, pushing up prices the same way that printing excess money might be expected to drive up inflation“, schreibt Margaret M. Blair (2013, 422) und beschreibt damit den Kern einer pro-

hezu unmöglich. Patrick McGuire und Goetz von Peter (2009, 48) schreiben, dass „banks have become so globalised that residency-based data [...] are insufficient for identifying vulnerabilities [or exposure] in the global banking system“. Darüber hinaus umfassen die Berichtspflichten der Dealer-Elitebanken viele Finanzinstrumente nicht, die für die Vermessung des Volumens des Interbankenmarktsystems relevant wären.

²⁰³ In anderen Arbeiten wird von Leverage-Zyklen gesprochen.

²⁰⁴ Viele Wirtschaftswissenschaftler meiden die Instabilitäts-Theorie von Hyman Minsky, obwohl sie bemerkenswerte Einblicke in Finanzkrisen bietet. Der Grund dafür findet sich in einem schönen Zitat von Franklin Allen (2009, 428), indem er eine Frage von Paul McCulley beantwortet. Ein – wie noch zu zeigen sein wird (vgl. 4.1) – widersprüchliches Zitat, dass die Schwäche der Wirtschaftswissenschaften offenbart, handlungstheoretisch zu argumentieren: „We didn’t discuss Hyman Minsky. I guess I am not a great believer in behavioral kinds of explanations of these kinds of phenomena. I believe in highly rational people driven to make money. I like to look for frictions for why things don’t work and rational expectations of that.“

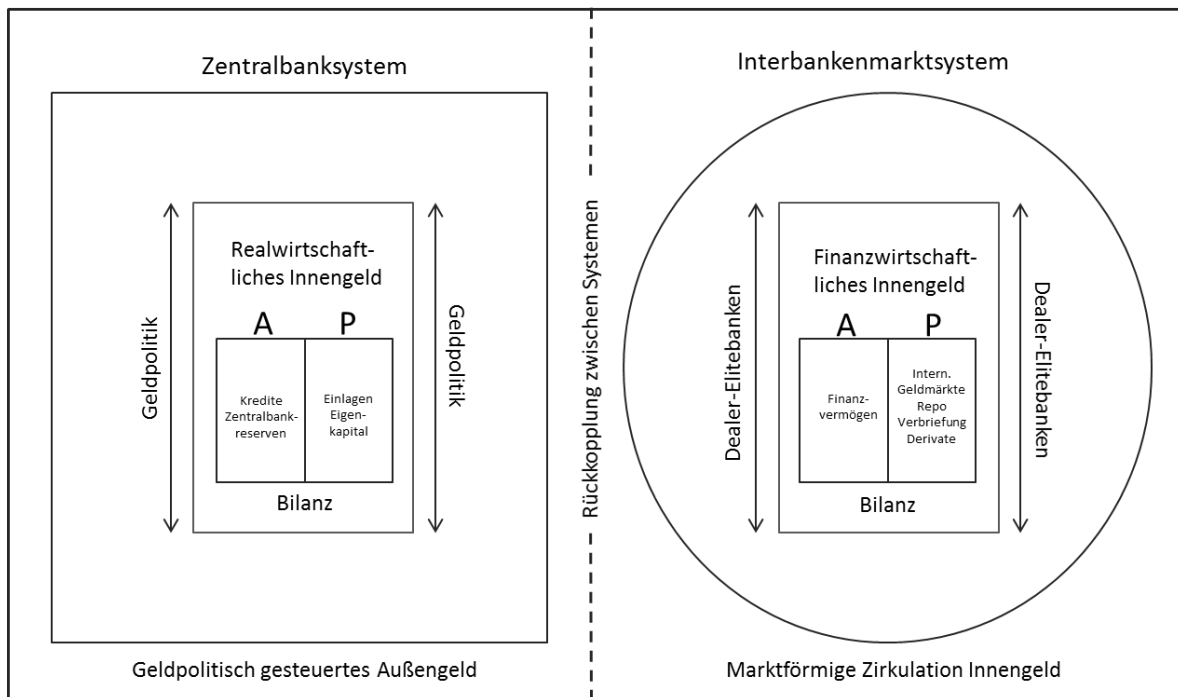
zyklisch verlaufenden Schuldeninflation bzw. Inflation der Finanzverbindlichkeiten aus makroökonomischer Perspektive. Aus makroökonomischer Perspektive schöpft eine lizenzierte Bank im Rahmen ihrer Kreditvergabe Buchgeld bzw. Innengeld. Im Rahmen ihrer Innengeld- oder Buchgeldschöpfung fördern die Banken die Verschuldung des privaten Sektors (Issing 2011, 160), d. h. der Innenwirtschaft. Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, dann verbucht die Bank einen Vermögenswert, dessen Rückzahlung samt Zinsen sie von nun an beaufsichtigt, während der Kreditnehmer seine Verschuldung zum Zwecke eines höheren zukünftigen Output erhöht und diese nun vertragsgerecht tilgen muss.²⁰⁵ Die Buchgeldschöpfung erledigen die Banken für gewöhnlich eingebettet in ein Zentralbanksystem, in dem die Zentralbanken mit Hilfe der auf dem Zentralbank- oder Außengeld (*base money*) basierenden Geldmengensteuerung die Buchgeld- bzw. Innengeldschöpfung fördern oder bremsen, um so die realwirtschaftlich stimulierend wirkende Schuldeninflation zu fördern oder zu bremsen.²⁰⁶ Es ist das Ziel dieser auch Geldpolitik oder Geldmengensteuerung genannten Prozedur, den Kreditzyklus aus Verschuldung und Entschuldung sowie seine inflatorischen bzw. deflatorischen Folgen für die Preisbildung im Sinne der Haushalte und der Realwirtschaft zu steuern, sozusagen seine Liquiditätssteuerung zu betreiben.

Im Interbankenmarktsystem existiert hingegen ein Kreditzyklus, der von der zentralbankzentrierten Geldpolitik weitgehend losgelöst jedoch keinesfalls unabhängig existiert (vgl. Abbildung 17). Durch die Entwicklung des finanzwirtschaftlichen Finanzierungs- und Risikomanagements sind die Banken ein Teil der Innenwirtschaft geworden. Sie schöpfen nicht mehr nur der Realwirtschaft, sondern insbesondere auch sich selbst Kredit bzw. Liquidität. Sie tun dies außerhalb der Zentralbankensysteme mit Hilfe des oben beschriebenen Mechanismus in einem unregulierten Interbankenmarktsystem. Während die Innengeldschöpfung in einem geldpolitisch gesteuerten Zentralbanksystem die Realwirtschaft stimuliert, von der die Finanzwirtschaft als Instrument der Geld- und Wirtschaftssteuerung nicht zu trennen ist, ist die Innengeldschöpfung im Interbankenmarktsystem gleichzusetzen mit der Selbst-Stimulierung einer kommerzialisierten Finanzwirtschaft. Man kann somit das nationale *realwirtschaftliche Innengeld* vom internationalen *finanzwirtschaftlichen Innengeld* unterscheiden. Während die Ausdehnung des realwirtschaftlichen Innengelds – wie beschrieben – ein staatlich-teilprivatisiertes Steuerungsziel und somit für die meisten Zentralbanken begrenzt ist, bleibt die potentielle Ausdehnung des finanzwirtschaftlichen Innengelds unendlich (Blair 2013, 229).

²⁰⁵ Das Buchgeld oder realwirtschaftliche Innengeld ist eine Geldform, die es laut der geldpolitischen Theorie vom Außengeld zu unterscheiden gilt. Das Außengeld ist das Geld, mit dem eine Zentralbank das realwirtschaftliche Finanzierungssystem, in dessen Zentrum die Privatbanken als Agenten der Zentralbanken stehen, durch die Ausdehnung oder Verkürzung der Zentralbankgeldmenge steuert.

²⁰⁶ In den USA geschieht die traditionell in einem sogenannten *Fractional Reserve System*. Die Höhe der regulativ eingeforderten Reserven beschränkt die aus der bereitgestellten Zentralbankgeldmenge zu schöpfenden Buchgeldmenge. Dieser Mechanismus wird auch *Money Multiplier* genannt (Blair 2013, 252-256).

Abbildung 17: Grafische Gegenüberstellung der realwirtschaftlichen Innengeld- und der finanzwirtschaftlichen Innengeldproduktion in den dafür vorgesehenen Systemen



Quelle: Eigene Darstellung

Der Arbeit von Tobias Adrian und Hyun Song Shin (2010b, 419-420) lassen sich entscheidende Hinweise auf die Treiber der Ausdehnung des finanzwirtschaftlichen Innengelds finden. Demnach entscheidend ist die Finanzmarktliquidität der Finanzverbindlichkeiten. „[F]inancial market liquidity can be understood as the rate of growth of aggregate balance sheet. In response to increases in prices on the asset side of intermediaries’ balance sheets, leverage falls, and intermediaries hold surplus capital. They will than search for uses of their surplus capital.“ Der nachfrageinduzierte Anstieg der Preise für Finanzvermögenswerte bringt die Reduktion der bankintern anvisierten Verschuldung mit sich, welche Finanzierungsliquidität freisetzt, die es erlaubt in neue Finanzvermögenswerte zu investieren, deren Preissteigerung man erwartet. Tobias Adrian und Hyun Song Shin (2010b, 421-422) führen erklärend aus, dass eine Bilanz, die ein liquides Finanzvermögen (Wertpapiere) von 100 Einheiten umfasst, das mit 90 Einheiten Fremdkapital und zehn Einheiten Eigenkapital²⁰⁷ finanziert ist, einen Verschuldungsgrad von 10:1 aufweist. Nimmt man nun erstens an, dass dies der von den Verantwortlichen anvisierte Verschuldungsgrad ist, und zweitens, dass das Wertpapiervermögen um eine Einheit auf 101 ansteigt, dann sinkt der Verschuldungsgrad (101/11) auf 9,18. Die Verantwortlichen sind sodann in der Lage zusätzliche Finanzierungsliquidität auf den Interbankenmärkten (Repo-Finanzierung) aufzunehmen und gleichwertige Wertpapiere nachzufragen (Vermögensverbriefungen, spekulative Kreditverbriefungen, etc.), um den anvisierten Verschuldungsgrad von 10:1 wieder anzustreben. Sie verschulden sich mit neun Einheiten zusätzlich und bilanzieren 110 Einheiten Wertpapiere auf der Aktivseite, elf Einheiten Eigenkapital

²⁰⁷ Das Eigenkapital ist ein Residualwert. Er berechnet sich aus der Differenz zwischen dem Wert der Aktiva und dem Wert der Passiva einer Bilanz. Dem Eigenkapital der Banken wird sich in Kapitel 5 gewidmet.

und 99 Einheiten Fremdkapital auf der Passivseite. Der Preisanstieg von einer Einheit führt also zu einer Bilanzausweitung von insgesamt zehn Einheiten bei gleichbleibender Verschuldung.

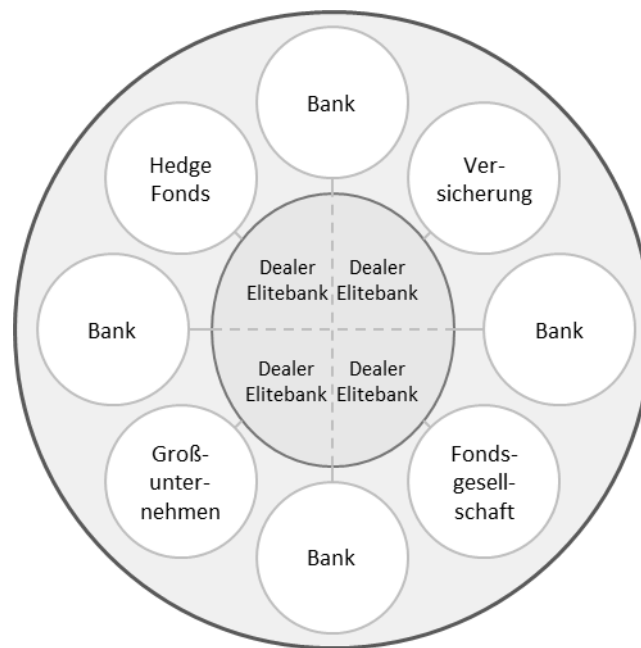
Die Basis für den prozyklischen Preisanstieg der Wertpapiere, die den Kreislaufmechanismus der Verschuldung im Interbankenmarktsystem in Gang setzt, ist erstens der anvisierte Verschuldungsgrad (Leverage Ratio), der mithilfe der beschriebenen Möglichkeiten der Finanzierungs- und Risikosteuerung erhöht werden kann, und zweitens die Funktion der Marktliquidität der Finanzvermögenswerte, in die die Verantwortlichen investieren, weil sie einen weiteren Preisanstieg erwarten. Vergewissern wir uns aber noch einmal, was die Marktliquidität von Finanzvermögenswerten ist? „[L]iquidity is the ability to buy financial assets and real goods and services immediately. The most liquid asset is cash. Current and deposit accounts and assets such as Treasury bills are also very liquid. They can be sold to raise cash at short notice with very little fall in price“, beschreiben Franklin Allen und Elena Carletti (2009, 386-387). Die Marktliquidität des finanzwirtschaftlichen Innengelds ist als die primär- und sekundärmarktliche Handelbarkeit eines jeden Finanzvermögenswerts zu verstehen, der im Rahmen der Finanzierungs- und Risikosteuerung in Ketten eingeflochten ist und eingeflochten werden soll. Der Begriff Marktliquidität beschreibt somit einen Zustand (Stock) und einen Fluss (Flow) zugleich. Er beschreibt, dass Finanzvermögenswerte als eine spezifische Form von Finanzierungsliquidität sowohl im Moment als auch in der Zukunft im Interbankenmarktsystem erwartbar zirkulieren (Fisher 2009, 414). Tun sie dies nicht mehr, dann kommt es zur Finanzkrise.

Drittens: Damit wird eins deutlich: Das Fundament der Produktion von neuem finanzwirtschaftlichen Innengeld im Interbankenmarktsystem ist die marktförmige Zirkulation des existierenden finanzwirtschaftlichen Innengelds (vgl. Abbildung 18). Solange die Marktliquidität der Finanzvermögenswerte gegeben ist, d. h. so lange das finanzwirtschaftliche Innengeld zirkuliert, bleibt die stimulierende Wirkung der Schöpfung von finanzwirtschaftlichem Innengeld dieselbe: Die Preise der Finanzvermögenswerte steigen, und damit ebbt die Nachfrage nach neuem finanzwirtschaftlichem Innengeld, d. h. nach der Verlängerung der bereits existierenden Finanzvermögensketten, nicht ab (siehe Fisher 2009, 414-416; Blair 2013, 231). Die sich hieran anschließende Frage allerdings ist: Wer versorgt das Interbankenmarktsystem mit der für den Preisanstieg und damit für die Funktion des Mechanismus der fortlaufenden Produktion von finanzwirtschaftlichem Innengeld notwendigen Marktliquidität. Das heißt im Sinne der Ausführungen anders ausgedrückt: Wer lässt das finanzwirtschaftliche Innengeld permanent zirkulieren und erzeugt damit die Voraussetzungen für eine prozyklische Schuldeninflation bzw. Boomphase der Finanzwirtschaft im Vergleich zur Realwirtschaft? Die Antwort ist eindeutig und ergibt sich logisch aus den bisherigen Ausführungen: Es sind die Dealer-Elitebanken. Die Dealer-Elitebanken erzeugen die Marktliquidität der Interbankenmärkte, d. h. den permanenten *Flow* der Finanzierungs- und Risikosteuerung in einem exklusiven Interbankenmarktsystem.²⁰⁸ Sie erzeugen den *Flow* des existierenden finanzwirtschaftlichen Innengelds treuhänderisch für die anderen Dealer-Elitebanken, ihre Großkunden und

²⁰⁸ Dealer-Elitebanken werden auch Flow-Monster genannt (Economist 2013g).

insbesondere für sich selber. Sie erzeugen das finanzwirtschaftliche Innengeld auf eine Art und Weise, der wir bereits die Bezeichnung OTC gegeben haben. Sie erzeugen es, indem sie stets neues finanzwirtschaftliches Innengeld produzieren und die Vermögens- und Risikoverkettungen im Interbankenmarktssystem verlängern.

Abbildung 18: Schichtung des OTC-Interbankenmarktssystem mit den Interdealermärkten im Zentrum



Quelle: Eigene Darstellung

Die OTC-Interbankenmärkte, die das Interbankenmarktssystem konstituieren, sind ein geschichtetes Marktssystem. Sie weisen eine Schichtung auf, im Englischen „Tiering“ genannt, die eine Hierarchisierung des Gesamtsystems beschreibt (Craig und Peter 2010, 6). Abbildung 18 zeigt den Aufbau des OTC-Interbankengroßmarktssystem, in dem die marktformige Zirkulation von finanzwirtschaftlichem Innengeld gewährleistet wird, indem die Dealer-Elitebanken Transaktionen von Finanzvermögenswerten als Market-Maker permanent möglich machen. Die Transaktionen finden zwischen den Elitebanken statt (vgl. Abbildung 18 – äußerer Kreis), werden dazu aber von den Dealer-Elitebanken treuhänderisch vermittelt. Ein Markt, den man auch *OTC Customer Market* nennt. Die Dealer-Elitebanken handeln aber auch miteinander finanzwirtschaftliches Innengeld (vgl. Abbildung 18 – innerer Kreis). Ein Markt, den man auch *OTC Interdealer Markt* nennt und der dazu dient, die Preise für die Kundenmärkte zu generieren (Dodd 2008, 34). Letzteres zeigt noch einmal deutlich, dass die Dealer-Elitebanken die Interbankenmärkte auch nutzen, um ihre eigene Finanzierung und Risiken zu steuern. Sie sind damit konstitutiv für das Interbankenmarktssystem genauso wie ihre Rollen in diesem System konstitutiv für ihre Definition sind. „[T]op-tier banks [Dealer-Elitebanken] are special intermediaries that play a central role in holding together the interbank market“, schreiben Ben Craig und Goetz von Peter (2010, 6).

Die Dealer-Elitebanken agieren im Zentrum der OTC-Märkte quasi als markterzeugende Börsengesellschaften (Dodd 2008, 34). Die OTC Transaktionen, die die Dealer-Elitebanken vermitteln, unterscheiden sich in zwei zentralen Punkten von den Transaktionen, die die klassischen Börsengesellschaften vermitteln: Sie sind (1) zumeist nicht öffentlich und (2) bergen sogenannte Gegenparteirisiken.

(1): Dealer-Elitebanken agieren im Interbankenmarktsystem als nicht-öffentliche Börsenorganisationen. Deswegen nennt man die OTC-Börsen auch „Dark Markets“, „Dark Pools of Liquidity“ oder „Dark Exchanges“.²⁰⁹ Ein entscheidendes Merkmal der OTC-Vermittlung ist, dass es anders als an öffentlichen Börsen keinen zentralen Clearingmechanismus gibt.²¹⁰ „An over-the-counter (OTC) market does not use a centralized trading mechanism, such as an auction, specialist, or limit-order-book, to aggregate bids and offers and to allocate trades. Instead, buyers and sellers negotiate terms privately, often in ignorance of the prices currently available from other potential counterparties and with limited knowledge of trades recently negotiated elsewhere in the market“, beschreibt Darell Duffie (2012, 1) die Vermittlungstechnik auf den OTC-Märkten. OTC-Vermittlungen sind Transaktionen, für deren Exekution die Dealer-Elitebanken ihre gesamte Marktexpertise aufwenden und die sie gegebenenfalls auch über die eigene Bilanz abwickeln. Dealer-Elitebanken stellen die Exekution einer Transaktion selbst, die immer grundlegend für die Liquidität des Interbankenmarktsystems sein kann, beispielsweise durch eigene Wertpapierbestände sicher.²¹¹ Eine andere Technik ist, sich durch den Eigenhandel mit Derivaten rück zu versichern. Letzteres lässt sich insbesondere an den Interbankenmärkten für Kreditderivate sehr gut zeigen, auf denen der Auftritt einer Dealer-Elitebank als Gegenpartei einer Kreditausfallversicherung stets damit einhergeht, dass die Dealer-Elitebank – wie oben gezeigt (3.2.4) – eine neue Kreditausfallversicherung mit einer weiteren Gegenpartei abschließt, um sich des eingegangenen Gegenparteirisikos zu versichern.²¹²

(2): OTC-Transaktion und die so vermittelten Instrumente, die zusammen das Interbankenmarktsystem konstituieren, beispielsweise Geldmarkt-, Repo-, zahlreiche Verbriefungs- und insbesondere Finanzderivate-Transaktionen, weisen eine besondere Art von Risiken auf: die sogenannten Gegenparteirisiken,

²⁰⁹ Vgl. AutomatedTrader.com: „Dark pools, defined in contrast to "lit" trading venues where trading intentions and activity are visible, provide access to non-displayed liquidity. A dark pool is an OTC (over-the-counter) venue for reporting purposes, which has the practical value that unmatched trade orders are not displayed on an open order book.“ URL: <http://www.automatedtrader.net/glossary/Dark+Pools> (22.1.2014).

²¹⁰ Mit Verweis auf die jüngste Finanzkrise wird versucht den OTC-Handel regulatorisch in die Öffentlichkeit zu drängen. Man versucht seine Prozessualisierung, d. h. insbesondere seine Exekution, an sogenannten zentralen Gegenparteien (*Central Counterparties - CCP*) bzw. an *Clearinghäusern* OTC-Produkte, bspw. für Kreditderivate zu konzentrieren (Wellink 2010). Das Ziel einer solchen Maßnahme ist Transparenz. Ob Transparenz allein genügt, sich regulatorisch der Risiken zu entledigen, kann für diesen speziellen Fall nur am Rande Thema der weiteren Ausführungen sein. Die Thematik findet sich am ehesten in Abschnitt 6.1.4 aufgegriffen. Vorweg sei folgendes Zitat angebracht (Beier et al. 2010, 2): „CCP will be highly useful for derivatives but are not likely to provide a universal remedy“.

²¹¹ Auf die Dimension ihrer Funktion in diesem Marktsystem weist beispielsweise auch die Tatsache hin, dass die Dealer-Elitebanken, die den Handel mit Rohstoffen organisieren, über große Rohstofflagerunternehmen verfügen (Höfinghoff 2010).

²¹² Diese für die börsenähnliche Funktion der Dealer-Elitebanken Technik des Eigenhandels in Verbindung mit dem Handel von Kreditderivaten, ist ein Grund für die sukzessive Verwässerung der sogenannten *Volcker Rule*, welche die Regulierung des Eigenhandels im Rahmen des *Dodd-Frank Act* anstrebt (Economist 2013f).

auch *Counterparty Credit Risk* genannt (siehe ausführlich Gregory 2012). Gegenparteirisiken können nicht einfach als das klassische Kreditausfallrisiko beschrieben werden, bei dem der Kreditnehmer ausfällt und den Kreditgeber belastet. Gegenparteirisiken lassen sich auch nicht einfach als Marktrisiken beschreiben, bei denen der Marktwert eines in der Bilanz gehaltenen Vermögenswerts sich verschlechtert. Gegenparteirisiken gehen in vielerlei Hinsicht darüber hinaus, weil sie nicht allein den Vertragsgegenstand, sondern vor allem den Vertragspartner betreffen, mit dem man den Austausch spezifischer Vermögenswertattribute (Zinsrate, Kreditrisiko, Finanzierung, etc.) und multipler Cash Flows vereinbart hat. Das Gegenparteirisiko ist ein Ausfallrisiko im Finanzbeziehungsgeflecht, das durch die Allgegenwart von Marktpreisen einer besonderen Dynamik unterliegt. Nicht selten wird das Gegenparteirisiko deswegen als eine Kombination von Kredit- und Marktrisiken beschrieben (Gregory 2012, 9-11). Im Kern schließt das Gegenparteirisiko allerdings noch weitere Risiken ein, die sich alle materialisieren können, wenn einer Gegenpartei ein Kreditereignis widerfährt, bevor der OTC Vertrag erfüllt ist.

In der Literatur finden sich Hinweise, wonach die Gegenparteirisiken drei Risikotypen umfassen, die abhängig von den gehandelten Instrumenten in unterschiedlichen Ausprägungen auftreten (Beier et al. 2010, 2): Erstens das Gegenparteiausfallrisiko (*Counterparty Default Risk*), das den Ausfall oder die Bonitätsverschlechterung einer oder gleich mehrerer Gegenparteien betrifft (*Double Default Counterparty Risk* oder *Wrong-Way Counterparty Risk*²¹³). Zweitens das Gegenparteiwiedereindeckungsrisiko (*Counterparty Replacement Risk*), das das Risiko beschreibt, dass die Verträge und ihre spezifischen Konditionen wiederbeschaffen werden müssen, dies aber wegen der Marktlage nicht möglich sein kann.²¹⁴ Und drittens das Gegenparteiexekutionsrisiko (*Counterparty Settlement Risk*), wonach die Interdealer-Gegenpartei, eine konkurrierende Dealer-Elitebank, unter der Last der Gegenparteirisiken zusammenbricht bevor die bestehenden Verträge abgewickelt werden konnten. Während Repo-Transaktionen ein Gegenparteiausfallrisiko und ein Gegenparteiwiedereindeckungsrisiko aufweisen, das Gegenparteiexekutionsrisiko allerdings durch Wertpapiersicherheiten weitgehend begrenzt ist, kombinieren Finanzderivate die drei Risiken auf mitunter höchst komplexe Art und Weise. Hier ist die ungesicherte, auf korrelative Effekte verweisende Verflechtung von Referenzvermögenswerten und Gegenparteien potentiell am größten (Gregory 2012, 307-309).

Das von Dealer-Elitebanken organisierte OTC Handeln ermöglicht allen Nachfragern Transaktionen mit dem Ziel der Finanzierungs- und Risikosteuerung durchzuführen und dabei die Zirkulation des finanzwirtschaftlichen Innengelds, seine Marktliquidität aufrecht zu erhalten. Die Techniken des OTC Handels haben gemeinsam, dass die Fäden aller einzelnen Transaktionen mit wenigen Ausnahmen bei den Dealer-Elitebanken zusammenlaufen, die in jüngster Zeit verstärkt Kooperationen mit existierenden Börsenbetreibern eingehen und beispielsweise in Hongkong elektronische Handelsplattformen gründen, um

²¹³ Wrong-Way Gegenparteirisiken sind Risikoversicherungen, deren eigentliche Intention sich in schlechten Zeiten zu Risiken bzw. in Verluste verkehrt (Gregory 2012, 307-309).

²¹⁴ Sogenannte Netting- oder Aufrechnungsvereinbarungen dienen dazu, das Gegenparteiwiedereindeckungsrisiko zu mindern. Vgl. zum Begriff FN 172.

ihren Kunden und auch sich selber sämtliche OTC Handelstechniken anbieten zu können.²¹⁵ Aus den einzelnen Transaktionen, die auf den Bilanzen der Gegenparteien sowohl eine Aktiv- als auch einen Passivvermögenswert hinterlassen,²¹⁶ spinnen die Dealer-Elitebanken im impliziten Auftrag der fortlaufenden Liquiditätsproduktion ein Netz aus Finanzvermögenswerten zwischen Ihresgleichen und ausgewählten Großkunden, das im Endeffekt die Verkettung aller Finanzvermögenswerte repräsentiert, seien sie zur Finanzierungs- oder zur Risikosteuerung bestimmt. In der internationalen Risikoforschung wird die zunehmende Verknüpfung der wenigen Dealer-Elitebanken im Zentrum des Interbankenmarktsystems zusammengenommen als sogenanntes *Too-Connected-To-Fail* Problem bezeichnet, das insbesondere die *Too-Big-To-Fail* Dealer-Banken betrifft, die nicht nur zu verknüpft sind, sondern – so könnte man sagen – insgesamt *Too-Central-To-Fail* sind. Zu zentral also in die Organisation des Interbankenmarktsystems verflochten sind, um sie ohne systemweite Verwerfungen zu erzeugen, Bankrott gehen lassen zu können. Dealer-Elitebanken sind demnach nicht nur ein konstitutiver Teil der Interbankenmärkte, sondern – etwas pathetisch gesprochen – ihre Inkarnation: Die Dealer-Elitebanken sind die Interbankenmärkte und damit auch ihre zentralen Gläubiger. Sie stellen in den Worten Andrew G. Haldanes (2013, 265) ein sogenanntes „super-spreader“-Risiko dar, insofern ihr Bankrott das gesamte System gefährden kann.

Welche Banken gelten als Dealer-Elitebanken und somit als Super-Spreader und wie teilen sie sich das Interbankenmarktsystem. Manmohan Singh (2012) nennt *Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, Bank of America-Merrill Lynch, Citibank* in den USA und die *Deutsche Bank, UBS, Barclays, Crédit Suisse, Société Générale, BNP Paribas, HSBC, Royal Bank of Scotland* und *Nomura* im Rest der Welt als die bedeutendsten *Dealer-Elitebanken* beispielsweise im Repo-Geschäft. Ähnliches gilt auch für die anderen Teilmärkte des Interbankenmarktsystems. Darrel Duffie verweist in einer Abbildung auf ein von der New York Federal Reserve Bank veranstaltetes Treffen, an dem folgende OTC-Derivate Dealer Banken eingeladen waren: *Bank of America, N.A., Barclays Capital, PNB Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank AG, Dresdner Kleinwort, Goldman, Sachs & Co., HSBC Group, JPMorgan, Chase Morgan Stanley, The Royal Bank of Scotland, Group Société Générale, UBS AG, Wachovia Bank N.A.* Den wohl besten Überblick über die Marktanteile der führenden Dealer-Elitebanken gewährt jährlich das branchenweit bekannte Magazin: Risk. Ihren Auswertungen zur Folge hat von 20 Dealer-Elitebanken der erste Platz einen Marktanteil von 10,1 Prozent und der 20. Platz einen Marktanteil von 0,7

²¹⁵ Michael J. McGowan (2010, 23) sieht den weiteren Ausbau der Dealer-Elitebanken zu nicht-öffentlichen Börsenorganisationen kritisch: „As both old and new emerging markets continue to become highly digitalized, algorithmic trading strategies will constantly advance by those with the resources and intelligence to stay ahead of the competition.“

²¹⁶ In den *International Accounting Standards* (IAS) werden Finanzinstrumente in IAS 32.11 wie folgt definiert: „A financial instrument is any contract that gives rise to a financial asset of one entity and a financial liability or equity instrument of another entity.“ Diese Definition hebt zweierlei hervor: Erstens, dass Finanzinstrumente Verträge sind, was bereits angesprochen wurde, und zweitens, dass Finanzinstrumente eine Form der bilanziellen Verflechtung mit sich bringen, die mit der Komplexität der Verträge noch zunimmt.

Prozent aller Transaktionen im Interbankenmarktsystem. Platz eins belegt 2013 die *Deutsche Bank*, welche vor *Barclays* (9,2 Prozent), *JP Morgan* (8,2 Prozent), *Citi* (7,9 Prozent), *Société Générale* (7,2 Prozent), *BNP Paribas* (6,4 Prozent), *Credit Suisse* (5,4 Prozent), *Bank of America Merrill Lynch* (5,2 Prozent), *Goldman Sachs* (5,2 Prozent), *UBS* (4,1 Prozent), *Morgan Stanley* (3,8 Prozent), *HSBC* (3,7 Prozent), *Royal Bank of Scotland* (3,5 Prozent), *Nomura* (2,1 Prozent), *Commerzbank* (1,4 Prozent), *Santander* (1,3 Prozent), *Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ* (1,2 Prozent), *Natixis* (1,0 Prozent), *Lloyds HBOS* (0,9 Prozent) und *Crédit Agricole* (0,7 Prozent) die am weitesten vernetzte Dealer-Elitebank ist (Newton 2013).

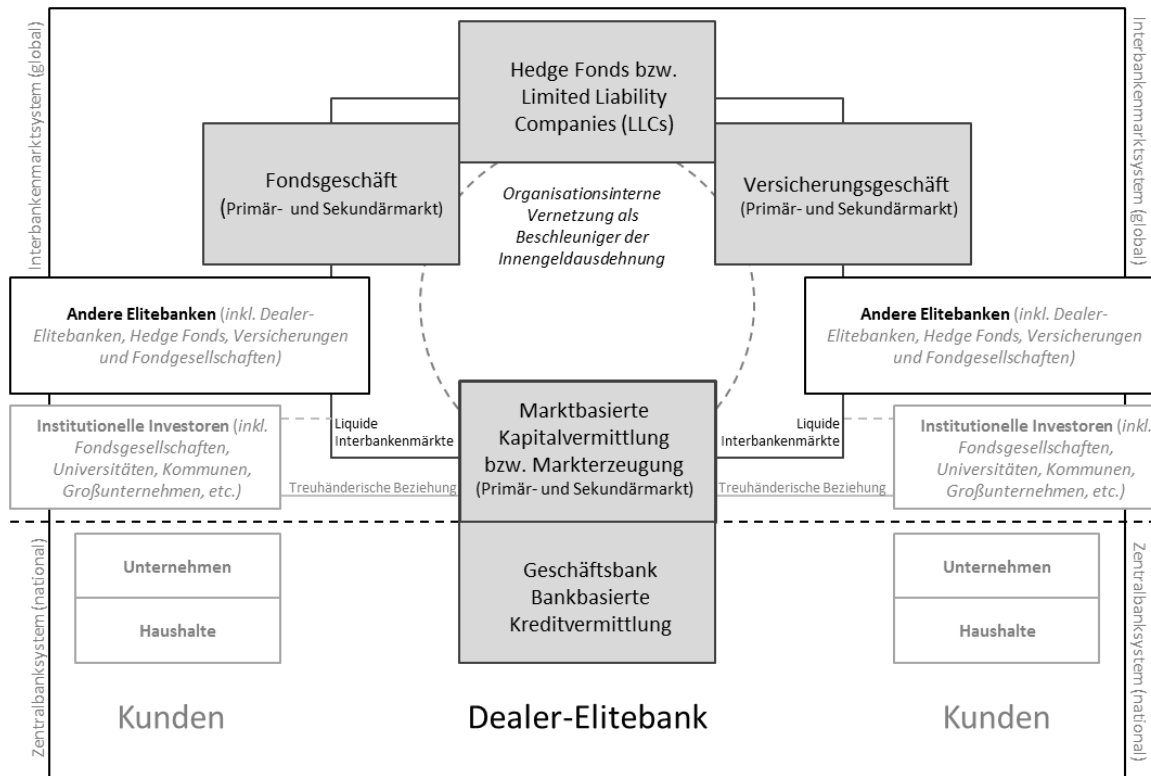
3.3 ZWISCHENFAZIT: DAS INTERBANKENMARKTSYSTEM UND DIE SYSTEMRISIKEN TBTF UND TCTF

Marcia Stigum und Anthony Crescenzi (2006, 112) schreiben in der jüngsten Ausgabe ihres Maßstäbsetzenden Bandes über die internationalen Geldmärkte: „[T]o study the money market, one must first study the great banks.“ In den vorangegangenen zwei Abschnitten wurden die „great banks“ studiert. Es wurden die sogenannten „American-Style“ Dealer-Elitebanken definiert und festgestellt, dass dieser Bankentypus sich insbesondere durch seine interne Komplexität auszeichnet. Die Dealer-Elitebanken haben sich im Wettbewerb um Geschäftsanteile zu Bankenkonglomeraten bzw. zu komplexen nutzenmaximierenden Unternehmen entwickelt. Sie haben das klassische Bankgeschäft, das sich durch seine Einbettung in die nationalen Wirtschaftsordnungen und durch die verantwortungsvolle Aufgabenerfüllung der Fristentransformation auszeichnet, durch ein modernes, höchst dynamisches Bankgeschäft substituieren. Kernbestandteil dieser Entwicklung ist, dass sich die weltweit größten Bankenkonglomerate, aber auch ihre Großkunden, in einem exklusiven Großmarktsystem finanzieren und ihrer Risiken versichern: im Interbankenmarktsystem bzw. im eigendynamisch sich entwickelnden aus verbundenen wettbewerbsdominierten Governance-Formen sich zusammensetzenden Governance-Regime der Interbankenmärkte.

Das Interbankenmarktsystem ist ein multinationales und vielschichtiges Großmarktsystem der Finanzierung und Risikosteuerung der Banken. Es ist ein System, das im Rahmen von Ausweichreaktionen auf bestehende Regeln eigendynamisch im Schatten der bzw. parallel zu den klassischen regulierten Finanzierungsmärkten (Aktien und Einlagen) der Banken entstanden ist. Das Interbankenmarktsystem ist ein Beiprodukt der Interdependenzbewältigung zwischen den auf globaler Ebene miteinander konkurrierenden Bankenorganisationen. Das Interbankenmarktsystem entsteht aus den Mechanismen Beobachtung und Anpassung, zeichnet sich aber auch durch Verhandlungen aus, die im Schatten des Marktwettbewerbs erfolgen und vor allem der Marktintegration dienen. Das Interbankenmarktsystem ist ein Parallel- oder Schattenbankensystem, weil es vor allem im Krisenfall weiterhin in die realwirtschaftlichen Finanzierungsmärkte und ihre Staatsnähe eingebettet ist. Das Interbankenmarktsystem ist vor allem aber ein exklusives System der finanzwirtschaftlichen Gläubigervernetzung, denn sowohl bei der Finanzierungs- als auch bei der Risikosteuerung im Interbankenmarktsystem entstehen umfassende

bilanzielle Verbindlichkeiten und damit eine notwendige Erwartungshaltung und das Risiko ihrer Nichterfüllung, das man zusammengenommen aus einer Unternehmensperspektive auch als Gegenparteiisiko und aus einer Perspektive der politischen Steuerung eher als Systemrisiko bezeichnen kann.

Abbildung 19: Der Aufbau des Interbankenmarktsystems mit einer Dealer-Elitebank im Zentrum



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 19 vermittelt einen vereinfachten Blick auf die Gesamtstruktur des an die nationalen und internationalen zentralbankzentrierten Kapitalmärkte rückgekoppelten Interbankenmarktsystems. Im Zentrum steht exemplarisch für die ca. 20 Dealer-Elitebanken, die das Interbankenmarktsystem zusammen bereitstellen, eine integrierte Dealer-Elitebank. Ihre Organisation besteht grundsätzlich aus einer lizenzierten Geschäftsbank und einer Investmentbank, die die marktbasierende Kapitalvermittlung betreibt. Das gesamte Konglomerat ist samt seiner Tochtergesellschaften, die zusammengenommen die internen Kapitalmärkte und somit die vielfache Gefahr von Interessenkonflikten bilden, grau hinterlegt. Die gestrichelte, die Grafik horizontal schneidende Linie weist auf die durch die Konglomeratstruktur der Dealer-Elitebanken institutionalisierte Rückkopplung an das realwirtschaftliche Finanzsystem hin. Oberhalb der gestrichelten Linie befindet sich das Interbankenmarktsystem. Die Dealer-Elitebanken sind also einerseits geldpolitisch mitverantwortlich für ein nationales Zentralbanksystem und seine die Realwirtschaft stimulierenden Ziele der Allokation von Finanzierungsliquidität an die produktivsten Stellen (Investitionssteuerung). Und sie sind andererseits verantwortlich für einen Teil des internationalen und weitgehend unregulierten Interbankenmarktsystems. Sie erzeugen das globale Interbankenmarktsystem, indem sie entweder in treuhänderischer Verantwortung für die Finanzmarktakteure, die keinen direkten

Zugang zu dem Marktsystem haben (zumeist kleine unabhängige institutionelle Investoren), oder in unmittelbar gegenseitiger Verantwortung, d. h. mit anderen Dealer-Elitebanken und direkt zugangsberechtigten Großkunden, Finanzvermögenswerte OTC, d. h. Over-The-Counter, handeln. Mit beiden Varianten des OTC Handelns von Finanzvermögenswerten, d. h. des Arrangierens von Transaktionen, lässt sich dem System Marktliquidität, d. h. dem System seine Existenz- und Wachstumsgrundlage, verleihen. Die Erzeugung von internationaler Marktliquidität (*Global Liquidity*) ist die zentrale Aufgabe der Dealer-Elitebanken. Es ist die Aufgabe der Markterzeugung, die diese in Verbindung mit der Realisierung ihrer Profitinteressen erfüllen.

Mit dieser Aufgabe einher geht allerdings auch eine Verantwortung. Sie umfasst die Erzeugung von globaler Marktliquidität bzw. die Produktion und Konsumtion von finanzwirtschaftlichem Innengeld im Interbankenmarktsystem, den sogenannten Schattenbankenverbindlichkeiten bzw. *non-core liabilities*, wie sie oben auch genannt wurden. Denn die Menge des finanzwirtschaftlichen Innengelds im Verhältnis zum realwirtschaftlichen Innengeld ist entscheidend für die Stabilität des gesamten Systems der Gläubigervernetzung. Das realwirtschaftliche Innengeld repräsentiert das Fundament und das finanzwirtschaftliche Innengeld, den Überbau des Gesamtsystems. In der der jüngsten Finanzkrise vorausgehenden Dekade sind die Menge des finanzwirtschaftlichen Innengelds sowie die Bilanzgröße der Dealer-Elitebanken exorbitant gestiegen. Den Zeitraum von 1995 bis 2007 haben Beobachter der Branche als „Golden Age“ (Crotty 2008) oder „fat years“ (Tregenna 2009) bezeichnet, d. h. als eine äußerst lukrative Phase des Bankgeschäfts, in der die Statik des Gebäudes aus Fundament und Überbau, die sich in einem gesunden Verhältnis zwischen den Vermögenspreisen des einen und des anderen Systems ausdrückt, sich destabilisierte. Die Folge dieser Entwicklung ist die mehrdimensionale Aufblähung des Finanzsektors im Verhältnis zur Realwirtschaft in diesem Zeitraum gewesen.²¹⁷ Margaret C. Blair (2010, 232) beschreibt den oben beschriebenen Vorgang der Aufblähung als „illusion of value creation [...] caus[ing] investors to accept higher leverage and to justify extraordinary compensation packages for the participants in the financial sector.“ Als eine Geldillusion sozusagen, die sich selbst verstärkt.

Die Systemverantwortung der Dealer-Elitebanken betrifft also insbesondere die Entwicklung ihres Sektors im Verhältnis zur Realwirtschaft. Und diesbezüglich insbesondere die Entwicklung der Geldmenge. Die Entwicklung der Geldmenge ist die Systemverantwortung, der die Zentralbanken durch ihre Geldpolitik nachkommen. Im Interbankenmarktsystem ist diese Systemverantwortung allerdings von den

²¹⁷ Andrew Haldane, Simon Brennan und Vasileios Madourus (2010, 90) arbeiten in ihrer Arbeit „What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?“ einige Fakten zur Aufblähung des Finanzsektors auf. Sie fragen nach der Beteiligung des Finanzsektors an der Erzeugung des gesamtwirtschaftlichen Bruttoinlandsprodukt Großbritanniens. Den Ausführungen der drei Autoren zur Folge ist der Finanzsektor Großbritanniens von 1975 bis 2007 jährlich um 1,5 Prozentpunkte schneller gewachsen als die realwirtschaftlichen Sektoren. Weltweit lassen sich ähnliche Wachstumsraten des Finanzsektors beobachten. Ein in diesem Zusammenhang wichtiger Wert, den die Autoren ebenso diskutieren, ist die Zunahme der Bruttowertschöpfung (*Gross Value Added*) des Finanzsektors. Die Bruttowertschöpfung des Finanzsektors lag in den USA 1950 bei zwei Prozent der Bruttogesamtwertschöpfung. Heute liegt dieser Wert in den USA bei acht Prozent und in Europa sogar bei 15 Prozent.

Zentralbanken getrennt. Die Geldpolitik der Zentralbanken wirkt nicht auf die Produktion von Geldäquivalenten im Interbankenmarktsystem, womit die Verantwortung bis auf weiteres voll bei den Dealer-Elitebanken zu suchen ist. Von den an das Interbankenmarktsystem rückgekoppelten Steuerungsräumen wird die Verantwortung der Dealer-Elitebanken – wie oben bereits zweimal angedeutet – in den Begriff der Systemrelevanz übersetzt. Elitebanken sind *Too-Systemic-To-Fail*, wie Raghuram G. Rajan (2009) zusammenfasst. Das heißt die Menge ihrer Verbindlichkeiten ist zu vernetzt, um sich im Krisenfall geregelt zu entflechten.

Das finanzwissenschaftliche Systemrisiko bleibt trotz aller empirischen Relevanz allerdings ein wissenschaftlicher und regulierungspolitischer Problemfall. Man attestiert den Banken heute zwar relativ eindeutig ein Systemrisiko zu erzeugen. Ein Vorgang, den man mit dem Begriff der *Prozyklizität* zu fassen versucht, den die *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ 2010, 101) treffend als „das Phänomen von sich verstärkenden Rückkopplungseffekten innerhalb des Finanzsystems wie auch zwischen dem Finanzsystem und der Gesamtwirtschaft“ beschreibt. Die finanzwissenschaftliche Theorie bleibt insgesamt allerdings widersprüchlich und an den entscheidenden Stellen unscharf, was nicht zuletzt der Inflexibilität der quantitativ-modelltheoretischen finanzwissenschaftlichen Forschungsarbeiten geschuldet ist, konsequent Systemeffekte zu denken, die dynamisch aus dem mikroökonomischen Verhalten der im Marktsystem im Sinne ihres individuellen Nutzens reaktiv handelnden Marktakteure entstehen (Mankiw 2010, 16), wie im nachfolgenden dritten Kapitel vertieft werden soll.²¹⁸

Bevor in das dritte Kapitel übergeleitet und die Systeminstabilität des Interbankenmarktsystems systematisch analysiert wird, sollen darüber hinaus die policy-analytischen Schwächen der Systeminstabilitätskonzepte TBTF und TCTF diskutiert werden, die gewissermaßen exemplarisch für den im Weiteren zu bearbeitenden wissenschaftlichen und regulierungspolitischen Problemfall stehen. Das TBTF-Systemrisiko verweist auf die Bilanzgröße der Dealer-Elitebanken, während das TCTF-Systemrisiko auf die Systemvernetzung verweist. Beide Systemrisikodefinitionen finden sich in diesem Kapitel jeweils am Ende der Abschnitte 3.1 und 3.2 hergeleitet. Im global geführten Systemrisikodiskurs wird die erste Systemrisikodefinition, die systemrelevante Größe der Dealer-Elitebanken, zusehends gering geschätzt (vgl. bspw. Davis 2007; Schildbach 2012; Whitehouse 2013). Man redet die Bedeutung der *Konglomeratstrukturen* und der *internen Märkte* der Dealer-Elitebanken in Bezug auf das Systemrisiko klein und betont vielmehr das Systemrisiko, das durch die transaktionsbasierte Verkettung bzw. Vernetzung der Akteure im Interbankenmarktsystem entsteht. Dies ist ein fataler Trugschluss, der die ursachenadäquate Problemanalyse auf eine falsche Spur führt, wie relativ leicht zu zeigen ist.

Um die falsche Spur zu identifizieren, muss man sich zuerst einmal fragen, was eine ursachenadäquate Problemanalyse leisten soll? Eine ursachenadäquate Problemanalyse ist eine Problemanalyse, mit der

²¹⁸ Dennoch – und das sei an dieser Stelle bereits hervorgehoben – hat das BCBS (2011a, 5) in einer im Anschluss an die jüngste Finanzkrise veröffentlichten Publikation darauf hingewiesen, dass makroökonomisch sich zu erkennen gebende Prozyklizität auf einer mikroökonomischen Ebene als „[d]ie Tendenz der Marktteilnehmer sich prozyklisch zu verhalten“ beschrieben werden kann.

sich das Problem an der Wurzel packen lässt. Es ist eine Ursachenanalyse, die entscheidende Hinweise für die langfristige politische Problemlösung der Instabilität des Interbankenmarktsystems liefern soll. Die Wurzel des hier zu diskutierenden Stabilitätsproblems geht von den Dealer-Elitebanken aus, die ihrer Verantwortung für das Interbankenmarktsystem über einen längeren Zeitraum hinweg nicht gerecht werden. Sie genehmigen den wettbewerbsbedingt prozyklischen Aufbau von finanzwirtschaftlichem Innengeld. Vor diesem Hintergrund muss die Lösung der jüngsten Finanzkrise als nicht ursachadäquat bezeichnet werden. Die bis hierhin angewandten Problemlösungen müssen als Lösungen verstanden werden, deren Absicht es gewesen ist den Status Quo zu erhalten. Teil der Lösung der jüngsten Finanzkrise war es, – neben dem Einsatz von Steuergeldern zur monetären Sicherung der Vermögenspreise im aufgeblähten Interbankenmarktsystem – die bereits größten Dealer-Elitebanken weiter zu vergrößern. Mit den Dealer-Elitebanken wurden auf dem Krisenhöhepunkt insbesondere in den USA Vereinbarungen getroffen, kollabierende Dealer-Elitebanken zu übernehmen und ihre Verluste in ihren noch gesunden Strukturen zu absorbieren (Johnson und Kwak 2010). Grundsätzlich bieten diese praktizierten Verfahren zwar eine vorübergehende Systemstabilisierung, aber keine Lösung des Grundproblems der zyklisch auftretenden Instabilität des Interbankenmarktsystems. Denn die Elitebanken bleiben TBTF-Elitebanken, sie bleiben *nationale Champions* des Steuerungsraums, in den ihre Muttergesellschaften eingebettet sind. Sie können weiterhin damit rechnen, durch die Zentralbanken mit Zentralbankgeld gerettet zu werden. Solange es allerdings nicht zum erneuten Ernstfall kommt, agieren die TBTF Dealer-Elitebanken weiterhin – so kann man zu Recht sagen – als privat geführte Zentralbanken, die das Interbankenmarktsystem konstituieren, darin gleichzeitig aber auch Gewinninteressen geltend machen, die man als Anreiz zur Verlängerung der Vermögens- und Risikoketten verstehen kann. Dieser Umstand wird von den meisten Beobachtern des Systems verkannt. Denn als quasi-Zentralbanken sind die Dealer-Elitebanken weiterhin in der Lage, das finanzwirtschaftliche Innengeld unkontrolliert zu produzieren. Der Prozess der prozyklischen Schuldeninflation (*Debt Inflation*) oder die finanzwirtschaftliche *Boomphase* kann nur mit TBTF Dealer Elitebanken im Zentrum des Interbankenmarktsystems Fahrt aufnehmen.

Hingegen ist die Vernetzung der Dealer-Elitebanken, ihr sogenannter TCTF Status, zwar ebenfalls ursächlich für das Systemrisiko verantwortlich. Seine entscheidende Wirkung erfolgt allerdings erst im Anschluss an den Systemzusammenbruch. Die TBTF Dealer-Elitebanken stehen im Zentrum des Interbankenmarktsystems, genauso wie die nationalen Zentralbanken mit den Geschäftsbanken im Zentrum der nationalen Zentralbankensysteme der realwirtschaftlichen Wirtschaftssteuerung stehen. Die Dealer-Elitebanken sind aus diesem System ausgebrochen und zu zentralen Gegenparteien im exklusiven globalen Interbankenmarktsystem geworden. Als zentrale Gegenparteien im Interbankenmarktsystem gehören sie mit allen Konsequenzen zu den am besten vernetzten Akteuren. Ihre Vernetzung ist allerdings nicht allein eine Angelegenheit der gegenseitigen Bekanntschaft. Sie ist vielmehr eine Angelegenheit ihrer Bilanzen. Die Dealer-Elitebanken haben sämtlichen Akteuren im Interbankenmarktsystem ganz

im Stile der *Correspondent Banks* Konten vergeben, über die sie ihre Transaktionen im Interbankensystem nicht nur treuhänderisch vermitteln, sondern auch abwickeln. Darüber hinaus handeln sie weit darüber hinaus gehende Volumina mit anderen Dealer-Elitebanken auf den sogenannten Interdealermärkten. Mit allen Handelspartnern gehen sie dabei mit jeder neuen Transaktion neue Gegenpartei-risiken ein, d. h. sie setzen sich nicht nur der Gefahr aus, dass ein peripherer Schuldner seinen Pflichten nicht mehr nachkommen kann und damit die bilaterale Vermittlungsbeziehung beschädigt, sondern auch der Gefahr, dass eine irgendwo im Kapitalmarktsystem geschädigte Beziehung sich auf die eigene, mit den Handelspartnern verknüpfte Bilanz auswirkt und sogenannte Ansteckungseffekte erzeugt (*Contagion Risk*). Die Vernetzung der Dealer-Elitebanken mit dem Gesamtsystem macht sie zu sogenannten TCTF Dealer-Elitebanken. Sie sind Banken, die zu vernetzt sind, um im Anschluss an die Materialisierung des Systemrisikos ohne Auswirkungen auf das Gesamtsystem abgewickelt werden zu können. Denn ließe man sie Bankrott gehen, dann käme es zu einer unkontrollierten Schuldendeflation (*Debt Deflation*), die auch das realwirtschaftliche Gesamtsystem beträfe: die finanzwirtschaftliche *Bustphase*.

Der TBTF und TCTF Status der Dealer-Elitebanken gehört somit zusammen. Die prozyklische Schuldeninflation erfordert TBTF Dealer-Elitebanken und die antizyklische Schuldendeflation bzw. der Schuldenabbau stützt sich auf dieselben Dealer-Elitebanken, die genauso den TCTF Status halten. Wenn man nun aber hingeht und den TBTF-Status der Dealer-Elitebanken als irrelevant hervorhebt und die Vernetzung der Dealer-Elitebanken in den Vordergrund stellt, dann betont man die Symptome und vernebelt den Blick auf die eigentliche Problemursache der weltweiten Instabilität der Finanzbeziehungen. Denn die eigentliche Problemursache ist nicht die voraussetzungslose Vernetzung mit all ihren Folgen im Anschluss an die Materialisierung des Systemrisikos, sondern die Voraussetzungen für die Entstehung der Vernetzung im Vorfeld der Materialisierung des Systemrisikos. Die eigentliche Problemursache sind nicht die Transaktionen, die die Vernetzung mit sich bringt, sondern die prozyklische Ausweitung des finanzwirtschaftlichen Innengelds, die letztlich die Vernetzung als ihr Symptom generiert. Das eigentliche Problem sind die globalen institutionellen Voraussetzungen, die die prozyklische Schuldeninflation, d. h. die finanzwirtschaftliche *Boomphase* möglich machen. Die institutionellen Voraussetzungen für den prozyklischen Boom des finanzwirtschaftlichen Innengelds sollen im nachfolgenden Kapitel mit Hilfe einer wohlfahrtsökonomisch angeleiteten Analyse genauer untersucht werden, um ursachenadäquate Problemlösungen bewertbar zu machen. Im Zentrum stehen dabei weiterhin die Banken: „Follow the Banks!“ bleibt mit Nicolas Cettorelli (2012) das Motto auch der nachfolgenden Ausführungen, wobei natürlich in erster Linie weiterhin den *Dealer-Elitebanken* gefolgt werden soll, den Produzenten des finanzwirtschaftlichen Innengelds und den Konstituenten des exklusiven Interbankensystems.

4. PROBLEMANALYSE II: INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS – MARKTVERSAGEN

Im ersten Teil der Problemanalyse (vgl. Kapitel 3) wurde die eigendynamische Entwicklung der Dealer-Elitebanken und des Interbankenmarktsystems beschrieben. Die Dealer-Elitebanken stehen seit einiger Zeit im Zentrum der Interbankenmärkte, von wo aus sie ebenso dynamisch das Interbankenmarktsystem und seine Vernetzung bis zu seinem Kollaps entwickelt haben.

Im Zentrum des Interbankenmarktsystems agieren die Dealer-Elitebanken heute als hochgradig intern und extern vernetzte quasi-Börsengesellschaften, sie agieren als inkorporierte Märkte, als welche sie Finanzierungs- und Risikosteuerungsinstrumente kommerziell produzieren, konsumieren und vor allem vermitteln. Dabei dehnen sie auf der Basis ihrer unternehmerischen Entscheidungen (Finanzierung der Wirtschaftsakteure) die Menge des finanzwirtschaftlichen Innengelds (eigene Finanzierungs- und Risikosteuerung) aus, womit sie einer prozyklischen systemweiten Schuldeninflation (Krisenursache) Pate stehen. Eine Schuldeninflation, die eine extreme Interdependenz nach sich zieht und sich zu einem Zeitpunkt x in eine antizyklische Schuldendeflation (Krisensymptom), d. h. in eine Systemkrise überträgt, die sich insbesondere in der Rückkoppelung des Interbankenmarktsystems an die realwirtschaftlichen zentralbankzentrierten Wirtschafts- und Finanzsysteme materialisiert und von da aus auf die Sozialsysteme überspringt.

Im vorangegangenen Kapitel wurde die Größe der TBTF Dealer-Elitebanken für den prozyklischen Aufbau (*Boom-Eigendynamik*) und die Vernetzung der TCTF Dealer-Elitebanken für den antizyklischen Abschwung (*Bust-Eigendynamik*) verantwortlich gemacht. Die ursachenanalytische Aussagekraft der Systemrisikohthesen TBTF und TCTF bleibt insgesamt aber beschränkt. Deswegen sollen im nachfolgenden zweiten Teil der Problemanalyse die marktbedingten Ursachen der prozyklischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems genauer herausgearbeitet werden. Der antizyklische Abschwung wird hingegen nicht weiter untersucht. Denn er ist – wenngleich sichtbarster Krisenindikator – zuallererst das Symptom des destabilisierenden prozyklischen Aufschwungs, der hier als ein Marktversagen aufgrund von struktureller *Wettbewerbsintensität* beschrieben werden soll. Zur Ermittlung der zentralen analytischen Problemkategorie dieses Marktversagens bedient sich der zweite Teil der Problemanalyse in modifizierter Weise der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie, die Nicolai Dose (2008b, 164-165) zum Kern seiner auf die Identifizierung ursachenadäquater Steuerungsinstrumente gerichteten problemorientierten Steuerungsanalyse gemacht hat (vgl. Abschnitt 2.2.1.1.1).

Nachfolgend sollen erstens (4.1) die Ursachen der dynamischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems erforscht werden. Dies soll auf der Grundlage der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie erfolgen, die die Struktur des Markt-Regimes beschreiben hilft, die wiederum die Dealer-Elitebanken dazu anreizt, sich systemausbeutend zu verhalten. Die zentrale analytische Problemkategorie,

die die bisherigen Ausführungen und den weiteren Gang des Arguments stützt, kann nicht eine der bestehenden wohlfahrtsökonomischen strukturellen Problemkategorien sein. Für die zentrale analytische Problemkategorie «Wettbewerbsintensität» sollen zweitens (4.2) in einem Zwischenfazit potenziell ursachenadäquate Problemlösungen diskutiert werden.

4.1 SYSTEMINSTABILITÄT IM INTERBANKENMARKTSYSTEM: WETTBEWERBSINTENSITÄT ALS STRUKTURPROBLEM

Nach Nicolai Dose (2008b, 164) „lassen sich bei systematischer Anwendung der wohlfahrtsökonomisch angeleiteten [Problem]Analyse tatsächlich Hinweise auf die wirkliche Ursache eines gesellschaftlichen Problems ableiten“. Insbesondere der Terminus *angeleitet* impliziert die notwendige theorieoffene Anpassung der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie²¹⁹ an den eigentlichen Zweck der policy-analytischen Problemanalyse: nämlich ursachenadäquate Problemlösungsvorschläge und damit auch ursachenadäquate, d. h. insbesondere auch politisch durchsetzbare, Steuerungsinstrumente von ihr ableiten zu können (Dose 2008b, 135-137). Warum und inwieweit aber ist die Anleitung, Anpassung oder Anreicherung der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie insbesondere im vorliegenden Fall der Analyse der prozyklischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems notwendig?

Zentraler Punkt ist, dass das hier zu analysierende strukturelle Problem von komplexer Natur ist. Es handelt sich um ein gesellschaftliches Problem, das sich vor allem durch seine zeitliche Entstehungsphase auszeichnet, die zu einem Zeitpunkt x in eine Systemkrise umschlägt und die man als eigendynamische historische Entwicklung der Finanzmärkte, d. h. der Problementstehungsstruktur bestehend aus Markt-Regime und Regelanwendungs-Regime, bezeichnen kann (vgl. Kapitel 3).

²¹⁹ Die wohlfahrtsökonomische Theorie stützt sich in neoklassischer Tradition auf den Glauben an die Effizienz des Marktes. Methodisch gründet sie auf eine „formale Axiomatisierung“ (Herrmann-Pillath 2000, 14). Das heißt sie ist eine in sich geschlossene Theorie, der sehr restriktive modelltheoretische Grundannahmen zu Grunde liegen, die gegeben sein müssen, um allgemeingültige Schlüsse zu ziehen. Erstens wird angenommen, dass alle Transaktionspartner grundsätzlich individuell Nutzenmaximierer (*Homo Economicus*) sind. In dieser Annahme erschöpft sich die Mikrofundierung der Wohlfahrtstheorie, wenngleich sie die begrenzte Rationalität nach Herbert A. Simon (2000) zu respektieren weiß. Und zweitens wird angenommen, dass die Ergebnisse ihres Verhaltens und Handelns unter den Bedingungen des *vollständigen Wettbewerbs* stets überindividuell effizient und damit im Rahmen der Theorie auch überindividuell erwartbar sind (Fritsch 2011, 25-28). Ist *vollständiger Wettbewerb* im Sinne eines der institutionellen Konstellation entspringenden Konkurrenz- und Knappheitsverhältnisses zwischen dem Güterangebot und der Güternachfrage gegeben, dann entsteht – unter der Voraussetzung der rational zur Optimierung ihres individuellen Nutzens motivierten Wirtschaftssubjekte – quasi-automatisch, im Stil der viel zitierten „unsichtbare Hand“, ein allokatationseffizienter Gleichgewichtsmarktpreis (Munger 2000, 112-113; Fritsch 2011, 54-55) bzw. eine paretoeffiziente Interaktion bzw. Marktkoordination, bei der sich die mit unterschiedlichen aber im Zeitverlauf konstanten individuellen Präferenzen ausgestatteten Individuen im Ergebnis gegenseitig besser stellen, d. h. zum Wohle aller ihren individuellen Nutzen optimieren. Von der individuellen Nutzenoptimierung zwischen Anbieter und Nachfrager schließt die Wohlfahrtsökonomie auf überindividuelle Wohlfahrt. Eine Wohlfahrt, zu deren Berechnung die auf ihre Entscheidungen, ihr Verhalten und Handeln zurückzuführenden Einzelnutzen (*utilities*) der Individuen aggregiert werden (Munger 2000, 110; Mankiw 2010, 13; Fritsch 2011, 25-28). Ist ein Gleichgewicht einmal nicht gegeben, dann strebt das System durch das Handeln der Wirtschaftssubjekte wieder zurück zum Gleichgewicht.

Nur von einer eigendynamischen, aus der Struktur heraus sich entwickelnden Destabilisierung zu sprechen, wird dem Problem allerdings nicht gerecht. Denn das Problem der Destabilisierung des Interbankenmarktsystems geht zurück auf das zeitläufige Verhalten der Dealer-Elitebanken, die in einer komplexen Struktur-Prozesskonstellation versuchen, sich gegenüber ihrer Konkurrenz zu behaupten, d. h. die Interdependenzbewältigung in ihrem individuellen Sinne zu gestalten. Um eine solche komplexe Natur und die daraus entstehenden gesellschaftlichen Probleme bzw. eine zentrale Problemkategorie «Wettbewerbsintensität» zu analysieren, muss nicht nur eine der vier wohlfahrtsökonomischen Marktversagenskategorien (negative externe Effekte, Informationsmängel, Marktmacht, Anpassungsmängel), die alle für sich genommen bereits auf einen mangelhaften Strukturzusammenhang verweisen, sondern alle vier Marktversagenskategorien für die Analyse angeleitet und kombiniert werden. Es handelt sich hier um ein gesellschaftliches Problem, dessen Ursachensuche die kombinierte Analyse der vier Marktversagenskategorien nötig macht.

Die Ursachen für die endogene, durch das individuelle Verhalten der Dealer-Elitebanken ausgelöste Destabilisierung des Interbankenmarktsystems sollen nachfolgend in *vier* Schritten, d. h. anhand der vier Marktversagenskategorien, untersucht werden. Mit jedem Schritt wird eine wohlfahrtsökonomische Marktversagenskategorie (4.1.1 negative externe Effekt, 4.1.2 Informationsmängel, 4.1.3 Marktmacht, 4.1.4 Anpassungsmängel bzw. ruinöser Wettbewerb) für die erweiterte Problemanalyse im oben beschriebenen Sinne kritisch würdigend angeleitet, um dann auf das Sujet des prozyklischen Aufbaus des finanzwirtschaftlichen Innengelds im Interbankenmarktssystem angewendet zu werden. Schrittweise werden gemeinwohlgefährdende Potenziale ergründet, um ebenso schrittweise die hier destabilisierend wirkende, zentrale analytische Problemkategorie herauszuarbeiten: die «Wettbewerbsintensität» im Interbankenmarktssystem. Eine kombinierte Problemkategorie, die die wohlfahrtsökonomische Marktversagenstheorie zum Wohl der Konsistenz ihrer deduktiven Aussagekraft geflissentlich ignoriert. Und die auch in Bezug auf die Ursachenanalyse der ab 2007 sichtbaren Symptome der Finanzkrise bis hierhin geflissentlich ignoriert wurde.²²⁰ Eine Problemkategorie, die aber die oben getätigten Beobachtungen (3.2.5) zur prozyklischen Schuldeninflation im Interbankenmarktssystem erklären kann, die aber auch die dynamische Destabilisierung in anderen organisierten Systemen erklären hilft und somit nicht ignoriert werden darf.

²²⁰ Maurice E. Stucke (2013, 162) schreibt: „Although the economic crisis has prompted some policymakers to reconsider basic assumptions, the virtues of competition are not among them.“ Eine nennenswerte Ausnahme stellt die Arbeit von Ernst-Joachim Mestmäcker (2011) dar.

4.1.1 EXTERNE EFFEKTE UND DIE INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS

4.1.1.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Gemäß der wohlfahrtsökonomischen Theorie des Marktes ist die Nutzen- oder Produktionsfunktion des Marktes nur für die rational handelnden Transaktionspartner von Bedeutung, die mit individuellen Präferenzen ausgestattet, grundsätzlich gewillt sind, rational opportunistisch zu handeln. Michael C. Munger (2000, 114) drückt dies wie folgt aus: „Choices by individuals do not affect the welfare of others. This requires that there are no externalities in production and no externalities in consumption.“ Sowohl die Entscheidungen, die auf den Märkten getroffen, als auch die Güter, die ebenda produziert, gehandelt und konsumiert, insbesondere aber auch die Bedürfnisse, die in jedem Marktzusammenhang befriedigt werden, sind für die klassische ökonomische Theorie isoliert privater Natur, ohne dass sie externe Konsequenzen mit sich bringen. Über die Verfügungsrechte der per Vertrag zu tauschenden Güter gibt es keine über das Private hinausgehenden Unklarheiten, und ihre vertraglich marktförmige (privatrechtliche) Verwendung zeitigt keine darüber hinaus gehenden Folgen für Dritte (Munger 2000, 120-123; Fritsch 2011, 80-94). Nur die unmittelbaren Teilnehmer einer Transaktion leitet die sogenannte *unsichtbare Hand des Marktes* mit dem Ergebnis einer effizienten Allokation, die in dem Sinne gesamtgesellschaftlich wohlfahrtsfördernd ist, dass alle Beteiligten ihre individuellen Bedürfnisse (*utility* oder *Nutzen*) befriedigt sehen, was in den aus Individualnutzen aggregierten Wohlfahrtsbegriff mündet.²²¹

Ohne von ihrem Kernkonzept der überindividuellen Nutzenaggregation abzuweichen, erkennt die Wohlfahrtsökonomie heute an, dass die private Marktinteraktion nicht ausschließlich private, sondern auch soziale, gesellschaftliche oder öffentliche Makrofolgen zeitigen kann, die man positive oder negative Externalitäten nennt (Fritsch 2011, 80-81). Hier stehen nachfolgend vor allem die negativen externen Effekte im Vordergrund.

Arthur Cecil Pigou (1978 [1932]) ebnete 1912 mit seinem Werk „The Economics of Welfare“ den theoretischen Weg, auf dem man den makroökonomisch bedeutenden negativen externen Effekt (gesellschaftlich-öffentlich) einer ansonsten mikroökonomischen Transaktion (individuell-privat) sukzessive zu denken begann. Schrittweise hat das Feld der klassischen Ökonomie negative externe Effekte erkannt, theoretisiert und als Formen des „Marktversagens“ in die neoklassische Theorie der Wohlfahrtsökonomie integriert (siehe bspw. Munger 2000, 120-122; Groth und Baumgärtner 2009). Der negative externe Effekt beschreibt eine vertragliche Markttransaktion zwischen privatrechtsfähigen Individuen, bei der die individuell-private Produktion und Konsumtion eines Gutes wohlfahrtsschädigende

²²¹ Vgl. Abschnitt 1.4.

Kosten für Dritte, d. h. für nicht unmittelbar an der Marktsituation beteiligte, für gesellschaftlich-öffentliche bzw. soziale im Gegensatz zu den von der Transaktion profitierenden privaten Akteuren zeitigt. Man spricht auch von einer sogenannten Fehlallokation.

An dieser Stelle muss auf die Abgrenzung zwischen Staat und Markt bei der Bereitstellung von Gütern hingewiesen werden. Sowohl der Markt, also die privaten Akteure, als auch der Staat produzieren Güter. Ein Gut, das die *unsichtbare Hand des Marktes* nicht bereitstellen kann, für das es allerdings eine Nachfrage gibt, die durch die Organisation der *öffentlichen Hand des Staates* befriedigt wird, nennt man auch *öffentliches Gut*. Das öffentliche Gut ist damit in Bezug auf seine Bereitstellung das Gegenteil eines privaten Guts. Das öffentliche Gut muss staatlich bereitgestellt oder gesichert werden, weil sich sowohl seine Produktion als auch sein Konsum durch Nichtrivalität und Nichtausschließbarkeit der Wirtschaftssubjekte auszeichnet, stellte Paul A. Samuelson (1954) fest. In der Theorie sind öffentliche Güter demnach Güter, die weder kompetitiv hergestellt noch kompetitiv konsumiert werden. Es sind Güter, deren Produktions- und Konsumptionskoordination der Markt nicht leisten kann, und deren nachhaltige Bereitstellung und Sicherung im Sinne des gesellschaftlichen Gemeinwohls deswegen öffentlich-rechtlich organisiert werden muss. Öffentliche Güter sind im Unterschied zu privaten Gütern *öffentlich geteilte Güter* bzw. *Gemeinschaftsgüter*. Güter, die auf besondere Weise schützender kollektiv ersonnener Regeln bedürfen (Ostrom 1990).²²²

Die eigentliche Erkenntnis Paul A. Samuelsons' (1969, 108) ist die, dass er die Natur des ökonomischen Gutes als ausschlaggebend für die Schutzbedürftigkeit der mit der Produktion und dem Konsum des Gutes einhergehenden öffentlichen Güter erkannte. Das Potenzial der Ineffizienz spiegelte sich seiner Meinung nach und in Anlehnung an eine Formulierung von Holger Bonus (1980, 51) im „Öffentlichkeitsgrad“ der Güter. Der Öffentlichkeitsgrad eines privaten Gutes zeigt an, mit welchen sozialen Folgen dessen private Produktion und Konsumption einhergeht. Die Notwendigkeit eines politisch-steuernden Eingriffs in die Bereitstellung und den Konsum eines Guts ist damit nicht mehr als eine vom Öffentlichkeitsgrad, man könnte auch sagen den potentiellen sozialen Folgen („öffentlichen Ungütern“) des negativen externen Effekts abhängige Variable (Kirchgässner 2000, 10).

Die Verbindung zwischen negativen externen Effekten beim marktförmigen Tausch privater Güter und von Gütern, die der Markt nur ineffizient bereitstellt, muss in den nachfolgenden Abschnitten noch genauer untersucht werden. Bis hierhin sei betont, dass im Jargon der Wohlfahrtsökonomien ausgedrückt ein negativer externer Effekt die Folge einer Güterproduktion bzw. Güterkonsumption ist, bei der zu viel eines Gutes zu einem zu geringen Preis produziert bzw. konsumiert wird (Dose 2008b, 141; vgl. auch Fritsch 2011, 82-83). Im Zuge einer solchen Überproduktion bzw. Überkonsumption kann der

²²² Werden sonst in der Regel die *nationale Sicherheit* oder die *Bildung* als öffentliche Güter bezeichnet, sei an dieser Stelle als ein anzuführendes Beispiel für ein öffentliches Gut auf die *Wettbewerbsordnung* verwiesen. Für die *Freiburger ordoliberalen Schule*, deren Mitstreiter das Konzept der sozialen Marktwirtschaft ersonnen haben, war die Betrachtung der Wettbewerbsordnung bzw. des Ordnungsrechts als öffentliches Gut das zentrale Element (von Suntum et al. 2011, 22).

negative externe Effekt, d. h. die Destabilisierung eines öffentlichen Guts wie Wasser, Luft, Boden, sofort oder mit zeitlicher Verzögerung auftreten. Im weiteren Verlauf liegt der Fokus auf solchen negativen externen Effekten, die in die zeitverzögerte Nichtbereitstellung eines gesamtgesellschaftlich vorausgesetzten oder etablierten sogenannten öffentlichen Gutes münden. William D. Nordhaus (2005, 4-6) nennt Externalitäten dieser Art „stock externalities“. Die langfristige kostengünstige Überproduktion eines Gutes mündet in die Erosion eines öffentlichen Gutes, dessen Vorhandensein die Akteure bis hierhin als quasi naturgegeben vorausgesetzt haben. Eines Gutes, das die neoklassische Wohlfahrtsökonomie nicht zwingend als ein solches vorsieht, das andere sozialwissenschaftliche Theoriegebäude, insbesondere aber die Soziologie und ihre Schwester die Wirtschaftssoziologie, verstärkt in das Zentrum der Erklärung funktionierender Gesellschaften rücken: Die Rede ist von der Systemstabilität als öffentlichem Gut (vgl. Mayntz 2002) bzw. der Finanzsystemstabilität als „global public good“, wie William D. Nordhaus (2005) es ausdrückt. Güter also, die zwangsläufig bereitgestellt werden müssen, weil der Markt sie für seine Existenz voraussetzt, sie auch bereitstellen, sie aber leider nicht langfristig erhalten kann. Güter, die im politikwissenschaftlichen Sinne gemeinwohlrelevant sind. Güter, die für eine wohlfahrtsökonomisch angeleitete Problemanalyse auch solche Güter umfassen sollten, die marktförmigen Austausch – sei er national oder global – erst möglich machen, wie zum Beispiel die Vertragsfreiheit, die rechtliche Sicherstellung gewährter Verfügungsrechte, aber auch die verfassungsrechtliche Gewährleistung demokratischer Freiheiten.²²³

4.1.1.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Die überaus expansive Entwicklung des Interbankenmarktsystems, wie sie in Kapitel 3 ausführlich beschrieben wurde und wie auch andere politökonomische Arbeiten zum Thema „Finanzialisierung“ kritisch bemerkten,²²⁴ wurde von der internationalen Politik seit den 1980er Jahren auf der Grundlage der Annahme an die voraussetzungslose Effizienz des Marktes wertgeschätzt. Der Glaube an die Effizienz war so ausgeprägt, dass man zu dem politischen Trugschluss kam, den der ehemalige italienische Finanzminister Tommaso Padoa-Schioppa (2010, 6) in seiner Rückschau mit folgenden Worten auf den Punkt bringt: Man schloss, „[i]f financial markets are ‘always right’, they also possess ‘natural stability’“.

²²³ In diese Richtung argumentiert auch Douglass C. North (2008 [1990], 48-51). Er beschreibt sämtliche soziale Koordination als Austauschverhalten. Das Zustandekommen von solchen Transaktionen bezeichnet er indirekt als öffentliche Güter. Er beschreibt sie als Güter, die *simple* (marktförmige) oder *komplexe* Organisationen erforderlich machen. Ein komplexes öffentliches Gut ist seiner Meinung nach die verfassungsrechtliche Sicherung der Demokratie, die politische Transaktionen, d. h. Entscheidungen zwischen Individuen, möglich macht.

²²⁴ Zum Ausmaß der sogenannten „Global Banking Glut“ (Shin 2012), des „'Golden Age' of Finance“ (Crotty 2008) bzw. der „fat years“ (Tregenna 2009) vgl. Neben den genannten Titeln u. a. auch Andrew Haldane, Simon Brennan und Vasileios Maouros (2010, 90). Ihren Berechnungen zufolge ist der Bankensektor Großbritanniens zwischen 1975 und 2007 jährlich um 1,5 Prozentpunkte schneller gewachsen als die Realwirtschaft. Die Bruttowertschöpfung des Finanzsektors lag 1950 in den USA bei zwei Prozent der Bruttogesamtwertschöpfung. Sie ist bis 2007 auf acht Prozent gestiegen. Für Europa wird ein Wert von 15 Prozent kolportiert.

Die heute weitgehend anerkannte Abwendung von der Annahme an den rein privaten und nachhaltig effizienten Charakter der finanzwirtschaftlichen Produktion und Konsumtion von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten sowie an die naturgegebene Stabilität der Finanzmärkte, wonach der Öffentlichkeitsgrad der Güter des Sektors und damit auch seine Staatsnähe gegen null tendiere, ist nicht zuletzt der jüngsten Finanzkrise zu verdanken. Sie hat der Argumentation Raum gegeben, dass die langfristige Systemstabilität des Finanzsektors nicht als ein naturgegebenes, der rein marktförmigen Koordination zu überlassendes, sondern als ein öffentliches Gut, d. h. als ein durch Rechtsnormen bzw. durch materiell-rechtliche Ge- und Verbote zu stabilisierendes Gut, anerkannt werden muss (vgl. Nordhaus 2005, 5; Padoa-Schioppa 2010, 11; Mullineux 2013, 9-10). Sie hat damit allerdings auch anerkannt, dass der Staat bzw. die Staatengemeinschaft bei der Steuerung des Finanzsektors weitgehend versagt hat.²²⁵ Wobei damit auch der Beweis erbracht ist, dass reine marktförmige Koordination nicht in jeder Konstellation stabile und effiziente Ergebnisse nach sich zieht. Die Finanzkrise hat zur Klärung des Verhältnisses zwischen Staatsversagen und Marktversagen beigetragen: Der Markt neigt zum Versagen, solange der Staat ebenfalls versagt.

Die Rückkoppelung des Interbankenmarktsystems und die Dealer-Elitebanken an die realwirtschaftlichen Akteure, insbesondere die Zentralbanken und die Regierungen, die die Gesellschaft öffentlich-rechtlich vertreten, macht die Stabilität des Interbankenmarktsystems zu einem öffentlichen Gut und die fortlaufenden Transaktionen der Dealer-Elitebanken zu Gütern mit einem hohen Öffentlichkeitsgrad. Die Dealer-Elitebanken konstituieren das globale, an die nationalen Finanzierungssysteme rückgekoppelte Interbankenmarktsystem durch ihre Entscheidungen der Finanzierungs- und Risikosteuerung. Die Dealer-Elitebanken selbst sind es, die mit ihren Instrumenten der Finanzierungs- und Risikosteuerung und durch die zum Teil selbst organisierten transnationalen Vermarktlichungs- bzw. Standardisierungsprozesse die parallelen Teilmärkte des Interbankenmarktsystems immer weiter ausgebaut und dabei das globale *Clubgut* der marktförmigen, von den nationalen Zentralbanken und den Einlegern unabhängige System der Finanzierungs- und Risikosteuerung erzeugt haben, dessen eigentliche privat organisierte nachhaltige Substanz in der Stabilität der Zirkulation des stets zunehmenden finanzwirtschaftlichen Innengelds bestand.²²⁶ Die Zirkulation war wiederum die Basis für die Produktion von weiterem finanzwirtschaftlichem Innengeld (vgl. Abschnitt 3.2.5). Und mehr noch: Die Dealer-Elitebanken selbst waren es, die im Zuge der Systemstimulierung mit Instrumenten der Finanzierungs- und Risikosteuerung externen Effekte und damit die Destabilisierung des Interbankenmarktsystems durch die sukzessive Schuldeninflation oder, wie Jeremy C. Stein (2012, 62) schreibt, die „private Gelderzeugung“ (Eigene Übersetzung) zwischen den Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem betrieben und vorangetrieben

²²⁵ Vgl. Kapitel 5.

²²⁶ Erst mit der umfassenden Destabilisierung und dem rettenden Eingriff der öffentlichen Hand, wird das globale Clubgut der Stabilität des Interbankenmarktsystems im vorliegenden Fall zu einem öffentlichen Gut.

haben. Die Dealer-Elitebanken selbst sind es gewesen, die die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds und damit die Gefährdung des öffentlichen Guts der Systemstabilität – zugegeben in einem Rahmen schwacher Hierarchie – möglich machten.

Damit ist das Problem mit der kritisch angeleiteten Marktversagenskategorie der negativen externen Effekte wohlfahrtsökonomisch weitgehend beschrieben. Die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds mündet in den negativen externen Effekt der sukzessiven Gefährdung der Stabilität des Interbankenmarktsystems. Gefährdet wird nicht nur das Interbankenmarktsystem als Ganzes, sondern auch die Stabilität der Dealer-Elitebanken. Damit befinden wir uns analytisch genau dort, wo wir uns am Ende des dritten Kapitels bereits befunden haben. Denn die Marktversagenskategorie der negativen externen Effekte erklärt die Entstehung der Systemrelevanz, den Prozess der Entwicklung der einzelnen Dealer-Elitebanken (TBTF) und ihrer Verknüpfung zum Interbankenmarktsystem (TCTF), jedoch nicht ihre praktischen, in der Motivation der Dealer-Elitebanken liegenden Ursachen der Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds.

Was allerdings sind die praktischen Ursachen für die prozyklische Überproduktion und die Überkonsumption von finanzwirtschaftlichem Innengeld und den damit einhergehenden Risiken für das Interbankenmarktsystem? Diese Frage lässt sich mit dem bis hierhin dargestellten Instrumentarium nicht beantworten. Die Theorie der externen Effekte und ihres im Zeitverlauf sich einstellenden Öffentlichkeitsgrads seiner potentiellen Schädlichkeit, bleibt eine schlichte Diagnostik zur Identifikation gesellschaftlicher Probleme. Mit ihr lässt sich zwar der strikte Eingriff der öffentlichen Hand in den Markt legitimieren. Problemorientierte, an den Ursachen ansetzende Lösungen lassen sich von einer derartigen Diagnose allerdings kaum ableiten. Die Folgen des relevanten Zusammenhangs sind die Kosten des Systemzusammenbruchs. Und das wohlfahrtsökonomische Lösungsinstrumentarium schlägt schlicht die Kosteninternalisierung vor (vgl. Dose 2008b, 142-143; Fritsch 2011).²²⁷ Die Wohlfahrtsökonomie theoretisiert in den Grenzen ihres Standardmodells den „optimalen Umfang der Schädigung“, um der Politik eine Eingriffsermächtigung in den entsprechenden Markt zu erteilen. Sie diskutiert Grenzschäden und Grenzkosten, die der Öffentlichkeit aufgebürdet werden können, ohne dass ein wirtschaftspolitischer Eingriff notwendig wäre. Der analytischen Suche nach einer ursachenadäquaten und problemorientierten Lösung der Bereitstellung und nachhaltigen Aufrechterhaltung eines öffentlichen Gutes, wie die realwirtschaftliche Systemstabilität eines ist, steht diese zuweilen politisch und wissenschaftlich gefärbte Herangehensweise nicht selten im Weg, weil sie sich im Dienste des Marktes einer möglicherweise besseren restriktiveren Lösung verschließt. Die jüngste Krise der Banken und ihrer unregulierten Finanzierungs- und Risikosteuerungsmärkte hat allerdings gezeigt, dass die krisenbedingt entstandenen Kosten von den Staaten in Zukunft nicht mehr zu tragen sind (vgl. Streeck 2010), d. h. den optimalen

²²⁷ Nicolai Dose (2008b, 260) weist Eric Gawel (1996) zitierend darauf hin, dass es durchaus angemessen wäre, negative externe Effekte auch strikter regulativ, d. h. mit materiell-rechtlichen Ge- und Verboten (vgl. Abschnitt 2.2.1.2) zu steuern.

Umfang einer Schädigung eindeutig überstiegen haben, und somit politisches Handeln zur weitgehenden Sicherung der Systemstabilität im Interbankenmarktsystem gebieten.

4.1.2 INFORMATIONSMÄNGEL UND DIE INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS

4.1.2.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Das Modell des vollständigen Wettbewerbs fußt auch auf der Annahme, „dass sämtliche Akteure vollständig, rechtzeitig und kostenlos informiert sind“ (Fritsch 2011, 247). Dass also die Qualität eines marktförmig gehandelten Gutes den Vertragspartnern des Gütertausches *ex ante* bekannt und alle zukünftigen Entwicklungen das Gut und seinen Markt betreffend bei vollständiger Rationalität intersubjektiv vorhersehbar und erwartbar ist.

Diese modelltheoretische Annahme ist empirisch nicht zu halten. Nicht zuletzt auch deswegen, weil sie ausschließt, dass einzelne Marktakteure Profite machen (Knight 1971 [1921], 198). Empirisch betrachtet lebt der Markt und seine Funktionsfähigkeit, die man als Selbstorganisation bezeichnen kann, sozusagen von der Gegenwart der Informationsasymmetrien: „Eine funktionsfähige Marktwirtschaft ist nicht durch vollkommene Informationen, sondern durch eine bestimmte Kombination von Wissen und Nichtwissen gekennzeichnet“, schreiben die Rechtswissenschaftler Hans-Bernd Schäfer und Klaus Ott (2012, 557). Entsprechend hat die Wohlfahrtsökonomie heute weitgehend anerkannt, dass Informationsmängel und mit ihnen auch die *begrenzte Rationalität (bounded rationality)*²²⁸ der Akteure, nicht zuletzt die zukünftige Entwicklung betreffend, marktförmige Austauschbeziehungen prägen.²²⁹ Unter Wohlfahrtsökonomien hat sich insgesamt durchgesetzt, ein sogenanntes *Marktversagen infolge von Informationsasymmetrien* anzuerkennen (Munger 2000, 115-117; Fritsch 2011, 247), wobei lange nicht jede Informationsasymmetrie ein Marktversagen darstellt und eine staatliche Intervention legitimiert. Viele Informationsasymmetrien verlangen schlicht einen speziellen Umgang der Marktakteure mit ihnen.

Eine für die weitere policy-analytische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie zentrale Erkenntnis ist die Differenzierung von vier Güterklassen (im weiteren Verlauf Produktverfassung genannt). In jeder wohlfahrtsökonomisch angeleiteten Problemanalyse sollte zuvorderst die *Produktverfassung* geklärt werden, weil sie Rückschlüsse auf die Regelungsbedürftigkeit eines Marktes

²²⁸ *Bounded Rationality* bzw. begrenzte Rationalität beschreibt nach Herbert Simon (1946, 64-65) einen limitierten Akteur, der erstens limitiert ist, Leistung zu bringen, und der zweitens limitiert ist, richtige Entscheidungen zu treffen. Beides läuft auf die Annahme hinaus, dass letztlich die Fähigkeit von Akteur zu Akteur begrenzt ist, Informationen nutzenmaximierend zu verarbeiten. Hieraus ergibt sich, dass die individuelle oder korporative Leistungsfähigkeit der Akteure von wechselseitigen Asymmetrien geprägt ist, die nicht zuletzt die Interdependenzbewältigung beeinflussen.

²²⁹ David Dequech (2003, 511) weist auf die unzulängliche Einbindung des Akteurskonzepts der begrenzten Rationalität durch die Ökonomen hin: „The number of references to complexity and to bounded rationality, in particular, has been increasing, especially after Simon was awarded the Nobel Prize, but the incorporation of these ideas into economics has so far taken place in a rather limited way.“

bzw. seinen *Öffentlichkeitsgrad* zulässt. Unterschieden werden: (1) Neoklassisch homogene Güter, (2) Suchgüter, (3) Erfahrungsgüter und (4) Vertrauensgüter (Fritsch 2011, 253).²³⁰

Die Wohlfahrtsökonomie bezieht die einzelnen Güterklassen vor allem auf das, was sie den „Grad der Qualitätsunkenntnis“ nennt (Fritsch 2011, 252), wobei damit Informationsdefizite der Nachfrager gemeint sind, die durch die Bereitstellung von Informationen theoretisch zumindest ausgeglichen werden können. Dies mag für die meisten Güter bis hin zur Klasse der Erfahrungsgüter möglich sein, ist insbesondere in Bezug auf die Vertrauensgüter allerdings unzureichend. Denn die Qualitätsunkenntnis von Vertrauensgütern lässt sich durch zusätzliche Informationen nicht vollständig nivellieren. Die Unkenntnis ist hier von einer Qualität, die sowohl die Anbieter als auch die Nachfrager betrifft. Sie ist von einer Qualität, die einerseits opportunistisches Verhalten fördert und andererseits einen speziellen Umgang des Staates als auch der Marktteilnehmer mit ihrem Markt erforderlich macht.

Die Unkenntnis im Kontext der Vertrauensgüter ist als Unsicherheit²³¹ zu bezeichnen. Unsicherheit (uncertainty) ist nach Frank H. Knight (1971 [1921], 232) ein subjektives Gefühl, das sich aus dem Risiko und der Ungewissheit (Unwissen) zusammensetzt. Es gilt, dass jeder Ungewissheit ein Risiko inne wohnt, das subjektiv durch die Technik der Wahrscheinlichkeitsrechnung geschätzt und minimiert werden kann. Während das Risiko in Bezug auf die Wahrscheinlichkeit seiner Materialisierung auf der Grundlage der Wahrscheinlichkeitsrechnung also kontrollierbar ist, wird die Ungewissheit von Frank H. Knight (1971 [1921], 232) als „true uncertainty“ bezeichnet. Während das Risiko eine subjektive Einschätzung beispielsweise bezüglich der Qualität des Vertrauensguts möglich macht, verweist die Ungewissheit darauf, dass ein blinder Fleck bestehen bleibt. Gewöhnlich verfolgt sowohl den Nachfrager aber auch den Anbieter eines Gutes bei seinen Entscheidungen immer die Unsicherheit, nicht zu wissen, wie der andere die Qualität bzw. das Risiko des Produktes, die Qualität bzw. das Risiko einer im Kontext von Vertrauensgütern getroffene Entscheidung sowie die zukünftige Entwicklung der ökonomischen Gesamtsituation einschätzt. Diese Konstellation lässt sich als *strategische Ungewissheit*, d. h. als eine komplexitätsbedingte gegenseitige Ungewissheit zwischen individuell nutzenmaximierend agierenden und dabei voneinander strategisch-abhängigen Marktteilnehmern beschreiben.²³² Alle Märkte, auf denen Vertrauensgüter gehandelt werden, weisen für die Marktteilnehmer die Gefahr auf,

²³⁰ Eine ähnliche Klassifizierung von Gütergruppen findet sich auch David L. Weimer und Aidan R. Vining (1999, 110-115). Sie ignorieren in ihrer Taxonomie allerdings die klassisch homogenen Güter, möglicherweise weil sie in der Realität nicht vorzufinden sind. Stattdessen unterscheiden sie – analog zu der hier präsentierten Taxonomie – „search goods“ von „experience goods“ und den sogenannten „post-experience goods“. Ihre Kategorie der post-experience goods reihen sie in die Tradition der von Kenneth J. Arrow (1963) postulierten „trust goods“ ein, die anderswo auch „credence goods“ genannte werden, und die sich mit den hier verwendeten Begriff der Vertrauensgüter decken (siehe auch Dulleck und Kerschbamer 2006; Economist 2006).

²³¹ John Meynard Keynes (1921) und Frank Knight (1971 [1921]) haben den Unsicherheitsbegriff in die ökonomische Theorie eingeführt.

²³² Mit Verweis auf Carl von Clausewitz, für den Strategie „auf den Umgang mit dem Ungewissen der Zukunft“ verweist, definiert Walter Schmidt (2005, 276) „strategische Ungewissheit“ als etwas das „aus dem Umstand [resultiert], dass auf dem Spielfeld der Wirtschaft, dem Markt, Wettbewerber zusammentreffen, die mit einem eigenständigen Willen ausgestattet sind und zugleich voneinander abhängen“. Siehe zum Begriff der strategischen Interdependenz auch Johannes M. Pennings (1984).

dass die eine oder die andere Seite, aber auch die Konkurrenz sich strategisch-opportunistisch verhält. Wobei einzelne, möglicherweise besser informierte oder marktmächtigere Marktteilnehmer eher in der Lage sind, sich strategisch-opportunistisch zu verhalten.²³³ Informationsasymmetrien begründen daher strategisch nutzbare bzw. instrumentelle Freiheiten einzelner Marktteilnehmer, sich opportunistisch zu verhalten. Besonders frei sind die Marktteilnehmer, die beispielsweise ein komplexes Gut besser verstehen als andere Marktteilnehmer oder gar die Aufsichtsbehörden (Hickerson 1984).

Die Wohlfahrtsökonomie kennt unterschiedliche Formen des opportunistischen Verhaltens infolge von Informationsasymmetrien. Als Marktversagen anerkannt sind: das *moralische Fehlverhalten*, bei dem ein Vertragspartner, beispielsweise ein Versicherungsnehmer, sich nach Vertragsschluss für den Vertragspartner nicht erkennbar riskant verhält, die *verborgenen Absichten*, bei denen ein langfristiger Vertragspartner unklare Vertragsregeln für die Gegenpartei sichtbar zu seinen Gunsten anwendet, und die *adverse Auslese*, die es nachfolgend genauer zu beschreiben gilt (Fritsch 2011, 249-258).

Die *adverse Auslese* hat George A. Akerlof (1970) erstmals beschrieben. Am Gebrauchtwagenmarkt exemplifiziert, beansprucht sie ebenso für viele andere Güter- und Dienstleistungsmärkte sowohl zu Lasten der Nachfrager als auch der Anbieter Gültigkeit.²³⁴ George A. Akerlof weist in seiner modelltheoretisch argumentierenden Arbeit nach, dass es aufgrund von Informationsasymmetrien zwischen Käufern und Verkäufern zu Prozessen der adversen Auslese kommen kann. Es kann zu einer Form der sukzessiven intertemporären Qualitätsverschlechterung einer marktförmig gehandelten Produktklasse kommen. Strukturelle Voraussetzung für die sukzessive intertemporäre Qualitätsverschlechterung einer marktförmig gehandelten Produktklasse ist, dass beispielsweise die Nachfrager die Qualität zweier vergleichbarer Produkte oder Leistungen weder hindernisfrei kontrollieren noch beobachten können. Weil die Nachfrager die Qualität eines Produktes oder einer Leistung auch am Preis bemessen (hoher Preis = hohe Qualität), bilden sie einen ungewissheitsbedingten Durchschnittspreis, der zwischen den effizienten Marktpreisen für gute und schlechte Qualität liegt. Diesen Durchschnittspreis sind die Nachfrager bereit, trotz ihrer Qualitätsungewissheit zu zahlen. Der besser informierte Gebrauchtwagenhändler profitiert langfristig von dem Durchschnittspreis, wenn er zukünftig durchweg schlechtere Qualität einkauft und anbietet. Entscheidet er sich – aus welcher Motivation auch immer – für den zusätzlichen Profit, den er mit dem Verkauf einer für ihn im Einkauf günstigeren, jedoch qualitativ minderwertigeren Ware oder Leistung erwirtschaften kann, dann ist es möglich, dass die angebotene durchschnittliche Qualität auf diesem Markt im Zeitverlauf weiter sinkt (Akerlof 1970; Kunz 1985, 48; Dose 2008b, 152-153; Hellwig 2009, 137; Fritsch 2011, 252).

²³³ Informationsasymmetrien beschreibt die Wohlfahrtsökonomie mit Hilfe von Prinzipal-Agent Beziehungsmodellen auch als informationsbedingte Machtasymmetrien (Fritsch 2011, 258-262).

²³⁴ Martin Hellwig (2009, 137) sieht in der *adversen Auslese* eine zentrale Ursache für die Finanzkrise. Seine Analyse bezieht sich auf den oben dargestellten Teilmarkt des Interbankenmarktsystems, den *Interbankenmarkt der Kreditverbriefung* (vgl. Abschnitt 3.2.4). Michael Fritsch (2011, 252) wendet den Akerlof-Prozess der adversen Auslese beispielsweise auf Versicherungsmärkte und die dort versicherten Risiken an. Hervorzuheben ist ganz allgemein, dass dem Akerlof-Prozess bereits ein prozessuales Moment der Destabilisierung innewohnt.

Für die adverse Auslese ist bemerkenswert, dass sie eine prozessuale Destabilisierung eines Marktes auf der Basis von opportunistischem Verhalten bzw. auf der Basis der instrumentell-strategischen Wahrnehmung von Freiheiten beschreibt. Genau in diesem Sinne soll opportunistisch-strategisches Verhalten in Verbindung mit Vertrauensgütern nachfolgend als zeitabhängig potenziell destabilisierendes Verhalten verstanden werden. Direkte Ursachen, die zu einem solchen opportunistischen Verhalten motivieren, sind der wohlfahrtsökonomische Theorie unbekannt. Sie verweist schlicht darauf, dass opportunistisches Verhalten im Sinne des moralischen Risikos, der verborgenen Absichten und der adversen Auslese in der gegebenen informationsasymmetrischen Marktsituation individuell rational wahrscheinlich ist. Und dass die Beobachtung solcher Verhaltensweisen zur politischen Marktintervention legitimiert.

Märkte, auf denen Vertrauensgüter gehandelt werden, können als komplexe Ungewissheitsstrukturen bezeichnet werden. Sie weisen ein erhöhtes Risiko auf, im Zeitverlauf instabil zu sein. Traditionell übernimmt der moderne Staat im Rahmen eines sektorspezifischen *Besonderen Wirtschaftsverwaltungsrechts* Verantwortung für die Funktionsfähigkeit dieser besonderen Gütermärkte (Stober und Eisenmenger 2011). Es soll in Form des Ordnungsrechts u. a. die Ungewissheit reduzieren helfen, die eine Marktentstehung verhindern kann. Darüber hinaus gewinnt in diesen Ungewissheitsstrukturen das Vertrauen als „eine Lösung für selbsterzeugte Risikoprobleme“ (Strulik 2011, 240) an Bedeutung.²³⁵ Die einzelnen Beziehungen aber auch die aus ihnen entstehenden komplexen Beziehungsgeflechte, die man Markt nennt, verlangen den mit ihnen handelnden Wirtschaftssubjekten ein spezifisches „Humanvermögen“ ab: das Humanvermögen des Vertrauens (Krüselberg 1997, 150).²³⁶ Eine im vorliegenden Zusammenhang passende Definition des Vertrauensbegriffs stammt von Bart Nooteboom (1996; 2005). Ihm zufolge ist Vertrauen die auf Informationen gestützte Erwartung „that a partner will not engage in opportunistic behavior“ (Nooteboom 2005, 37).

Das Humanvermögen des Vertrauens ist von entscheidender Bedeutung für die Entstehung und das Zusammenbrechen von Märkten, d. h. der Beziehungsstrukturen, auf denen Vertrauensgüter gehandelt werden. Der marktförmige Kauf eines Vertrauensguts macht die über die sinnliche Erfahrung hinausgehende Gewinnung von Informationen zur subjektiven Reduktion der Entscheidungsunsicherheit und zur subjektiven Quantifizierung des Risikos notwendig. Nur so kann sich das Humanvermögen Vertrauen bilden, mit dem sich opportunistisches Verhalten der Gegenpartei weitgehend aber nicht vollständig ausschließen lässt. Vertrauensfördernde Informationen können auf drei verschiedene Weisen verfügbar sein. Erstens durch eine direkte und vertrauliche Beziehung zwischen den voneinander abhängigen Marktteilnehmern – Anbieter-Nachfrager oder gemeinschaftliche Koordinierung (Weimer und Vining

²³⁵ Vertrauen kann auch im Rahmen des Besonderen Verwaltungsrechts stabilisiert werden. Vertrauensschutz kann als ein instrumentelles Ziel staatlicher Wirtschaftssteuerung verstanden werden (Waarden 2012). Vertrauensschutz ist darüber hinaus auch ein Steuerungsprinzip in vielen anderen Rechtsgebieten, das Verfassungsrecht eingeschlossen (Birk 2004; Schäfer und Ott 2012).

²³⁶ Ähnlich auch Alain Peyrefitte (2000) und Hagen Hof (2000).

1999, 111-113).²³⁷ Zweitens in Form einer gesetzlich verpflichtenden Informationsbereitstellung, die möglicherweise noch dazu in ein Regelsystem zur überindividuell vergleichbaren Informationsgewinnung eingebettet ist – Staat-Nachfrager oder hierarchische Koordinierung (Dose 2008b, 308 ff.). Und drittens durch einen Informationsmarkt, auf dem Informationen in unterschiedlichster Form kursieren, marktförmig gehandelt werden und für die individuelle Unsicherheitsreduktion genutzt werden. Einen Sekundärmarkt für Produktinformationen, wie David L. Weimer und Adrian R. Vining (1999, 113-114) schreiben.²³⁸ Eine reine Markt- oder arms-length-Koordinierung auf der Basis eines Marktes für Informationsprodukte, die durch ihre dezentral-marktförmige Verfügbarkeit selbst zu Vertrauensgütern werden, die die Informationssuchenden auf ihre Vertrauenswürdigkeit testen müssen.

Die Stabilitätsimplikationen, die insbesondere aus der Kombination vertrauensabhängige Güter und vertrauensabhängige Informationen (Informationsmärkte) hervorgehen, lassen sich auch spieltheoretisch fassen. Wenn der marktförmige Austausch von Vertrauensgütern auf der Grundlage von Informationsmärkten in einem Umfeld der strategischen Ungewissheit erfolgt, dann wird strategisches Entscheiden vor dem Hintergrund der notwendigen Kompensation von Informationsmängeln zum *Spiel gegen die Natur*, wie Susanne Lütz (1998, 19) für das moderne Bankwesen richtig feststellt. Die Kompensation der Informationsmängel wird zu einem komplexen Spiel gegen die Natur, weil der Leistungs- oder Produktnachfrager die Informationen, die ein potentiell opportunistisches Verhalten seines Agenten sichtbar machen könnten, nicht aus einer unmittelbar kontrollierbaren Akteurskonstellation (erstens: Anbieter-Nachfrager, zweitens: Staat-Nachfrager), sondern (drittens) über einen Markt bezieht. Die potentiell Informationsmängel kompensierenden Informationen kursieren und konkurrieren in der Umwelt, d. h. in einer komplexen medialen Gerüchteküche (Knorr Cetina 2005), deren Qualität und Nutzbarkeit für die Informationssuchenden nur individuell und mittelbar, d. h. unter Aufbringung weiterer Ressourcen, zu erfassen und zu kontrollieren ist und die insgesamt zu einer marktübergreifenden, plötzlichen Destabilisierung des Humanvermögens Vertrauen führen kann (Strulik 2011).

Eine policy-analytisch angeleitete Problemanalyse kommt erstens nicht umhin, die *Verfassung der Produkte* zu untersuchen, die darin gehandelt werden. Sie gibt Rückschlüsse auf die Komplexität der Beziehungen und verweist auf die potentielle Freiheit der Marktteilnehmer, sich strategisch-opportunistisch zu verhalten, was wiederum negative externe Effekte nach sich ziehen kann. Wird die Gegenwart von Vertrauensgütern festgestellt, dann kommt sie zweitens nicht umhin, die Art der Informationsbeschaffung und der marktgeleiteten Vertrauenserzeugung zu untersuchen. Sie kann als potenzielles, den Öffentlichkeitsgrad erhöhendes Element diskutiert werden, die überindividuell wiederum das öffentliche Gut der dauerhaften Stabilität von Marktsystemen beeinflussen kann. Finden sich Hinweise auf eine

²³⁷ Im traditionellen Bankgeschäft erfolgt eine solche Kompensation von Informationsasymmetrien bzw. Ungewissheit durch gewachsene Beziehungen und das damit einhergehende Vertrauen. In der Literatur wird auch vom *relationship banking* gesprochen (Meerscham 1987).

²³⁸ Dies ist auch für Güter der Fall, deren Kauf andere Vertrauensgüter zur Kompensation der Informationsmängel notwendig machen, d. h. Produkte, deren Kaufentscheidung beispielsweise eine bezahlte Beratungsleistung voraussetzt.

solch komplexe vertrauensabhängige Marktstruktur, dann sind in der Regel bereits komplexe staatliche Steuerungssysteme nicht zuletzt zur Vertrauensfestigung zu finden, die zusammengenommen ein komplexes Regelsystem bzw. ein Markt-Governance-Regime konstituieren. Dies ist im vorliegenden Fall der Finanzmarktregulierung der Fall, wie sich im weiteren Verlauf dieser Arbeit zeigen wird.

4.1.2.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Nachfolgend gilt es das opportunistische Verhaltenspotenzial der Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem und die informationsmängelbedingte Marktinstabilität zu bestimmen. Dazu soll die Produktverfassung der Güter der Finanzierungs- und Risikosteuerung festgestellt werden. Es soll festgestellt werden, dass die Instrumente der Finanzierungs- und Risikosteuerung Vertrauensgüter sind, um im Anschluss die Notwendigkeit und die Schwächen der Techniken der subjektiven Vertrauensstabilisierung im Interbankenmarktsystem zu diskutieren, die wiederum Freiheiten für opportunistisches Verhalten bieten, das Manipulation und Betrug einschließt.

Die Finanzwissenschaft stützt ihre Analyse unter anderem auch der Stabilität der Finanzbeziehungen traditionell auf die Markteffizienzhypothese nach Eugene F. Fama (1970). Insbesondere der Aktienhandel aber auch das moderne Bankgeschäft der börsenähnlichen Dealer-Elitebanken gilt als ein Geschäft, das von der Vollkommenheit der Informationen und somit der Abwesenheit von Unsicherheit geprägt sein soll (Padoa-Schioppa 2010, 5).²³⁹

Die Güter der Finanzierungs- und Risikosteuerung konstituieren im Einzelnen vertragsbasierte Beziehungen, die auch zukünftige Geldforderungen (*Future Financial Claims*) genannt werden.²⁴⁰ Die Finanzinstrumente, die im Interbankenmarktsystem gehandelt werden, sind Güter, deren Austausch Beziehungen begründet, die die Gegenwart der Transaktionspartner mit ihrer und der Zukunft ihrer Konkurrenten verknüpfen (Turner 2010a, 1). Es handelt sich um Güter, die bis zu einem vertraglich fixierten, in der Zukunft liegenden Zeitpunkt existieren und deren Qualität in dieser Zeit von der Unsicherheit über die Glaubwürdigkeit der Schuldner und der Unsicherheit über die Qualität der in der Gerüchteküche der Informationsmärkte kursierenden und gehandelten Informationen abhängig ist, die das Interbankenmarktsystem durchsetzen. Die Vertragserfüllung eines solchen Vertrauensgutes ist im Sinne der obi-

²³⁹ In jüngster Zeit wird dieses Paradigma allerdings zunehmend infrage gestellt (Lux 2013). Siehe in diesem Sinne insbesondere „The Black Swan“ von Nassim Nicholas Taleb (2010). Ein weiterer nennenswerter Titel stammt von Stephen C. Nelson und Peter J. Katzenstein (2014).

²⁴⁰ Zu einem zukünftigen Zeitpunkt x müssen die Vertragspartner einander die vertraglich versprochenen Leistung erbringen bzw. vollständig erbracht haben. Beispielsweise muss der eine Vertragspartner dem anderen eine Summe Finanzierungsliquidität samt vertraglich vereinbartem Zins zurückzahlen, wie dies bei den Interbankeneinlagen der Fall ist (vgl. Abschnitt 3.2.1). Aber auch komplexere Transaktionen, die insgesamt aus zwei oder mehr Einzeltransaktionen bestehen, eine Vielzahl von Akteuren und „neue“ (Primärmarkt) und „gebrauchte“ (Sekundärmarkt) Güter involvieren, sind – wie oben geschildert (vgl. Abschnitte 3.2.2, 3.2.3, 3.2.4 und zusammenfassend 3.2.5) – Teil des komplexen Instrumentariums der Interbankenmärkte der Finanzierungs- und Risikosteuerung.

gen Ausführungen folglich individuell und strategisch ungewiss, weil es die rationale Wahl der Handelnden ist, die Risiken ihres Handelns und des Handelns ihrer Gegenparteien zu ignorieren und oder optimistisch zu kopieren. Das heißt: Das Interbankenmarktsystem ist ein komplexes von Unsicherheit geprägtes Markt-Governance-Regime. Die auf den Interbankenmärkten der Finanzierungs- und Risikosteuerung erzeugten und gehandelten Güter sind eindeutig als Vertrauensgüter zu bezeichnen. Ihr marktförmiger wettbewerbsintensiver Austausch begleitet eine individuelle und strategische Ungewissheit, die allein durch den Aufbau von Vertrauen zustande kommen und stabil gehalten werden kann.

Die Klassifizierung der auf den Interbankenmärkten gehandelten Güter der Finanzierungs- und Risikosteuerung als Vertrauensgüter und die Feststellung, dass das Interbankenmarktsystem ein von Unsicherheit, d. h. von Risiken und Ungewissheit geprägtes Markt-Governance-Regime ist, wird bankwirtschaftstheoretisch nicht vollständig ignoriert. Die viel zitierte „Vertrauensanfälligkeit“ (Herrhausen 1983, 6) bzw. die „Vertrauensempfindlichkeit des Bankgeschäfts und der Bankkundschaft“ (Rudolph 2011, 285) untermauert die These. Zumeist findet sich die Vertrauensempfindlichkeit des Bankgeschäfts allerdings weniger mit der Ungewissheit als allein mit dem Risiko in Verbindung gebracht, das die Beziehungen begleitet. Dies verweist auf den bankwirtschaftlichen Glauben, der sich auch in anderen Sektoren findet, die mit Vertrauensproblemen umzugehen haben, dass es letztlich eine Frage der Technik ist; dass es Techniken der grenzenlosen individuellen Unsicherheitsreduktion bzw. der individuellen Vertrauensoptimierung und -stabilisation gibt.²⁴¹ Die Ungewissheit als nicht effektiv reduzierbares überindividuelles Vertrauen gefährdende Unsicherheitsdimension findet sich zumindest in der wohlfahrtsökonomischen Analyse der Finanzwirtschaft nicht anerkannt.

Der nachfolgende Teil der Analyse betrifft die grundlegende Frage danach, wie die Techniken der subjektiven Reduktion der Vertrauensempfindlichkeit zum geregelten Austausch der Vertrauensgüter auf den Interbankenmärkten beitragen? Das heißt als Frage formuliert und übersetzt in die Begriffskategorien der fortschreitenden Analyse:²⁴² Mit welchen Techniken kommen die Dealer-Elitebanken auf den Interbankenmärkten an Informationen, und wie nutzen sie diese, um die Entscheidungsunsicherheit zu kompensieren, der sie im Tagesgeschäft ausgesetzt sind? Und weiter: Von welcher Qualität ist das dabei

²⁴¹ Hans-Peter Burghof und Bernd Rudolph (1996a, 49-51) unterscheiden drei spezifische Risikokategorien des Bankgeschäfts, die mit Informationsasymmetrien und daraus resultierendem opportunistischem Verhalten in Verbindung stehen: *Zielrisiken*, *Organisationsrisiken* und *Geschäftsrisiken*. Zielrisiken gründen auf die besseren Informationen der Geschäftsführung. Sie verweisen auf die strategische Möglichkeit eines Unternehmens bewusst hohe Risiken einzugehen, um den Gewinn zu erhöhen. Organisationsrisiken verweisen auf die Möglichkeit der im Einzelnen besser informierten Bankmitarbeiter, solche Risikopositionen einzugehen, die weder die Gläubiger noch die Geschäftsleitung nachvollziehen kann. Risiken, die wegen der Komplexität der Unternehmensorganisationen nicht nachvollziehbar sind. Sie werden auch operationale Risiken genannt (Haas 2007). Und Geschäftsrisiken verweisen auf die wohlfahrtsökonomisch anerkannten Opportunismuspotenziale beim Austausch von Vertrauensgütern zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden. Auf die Gefahr des moralischen Risikos, auf die Gefahr der verborgenen Absichten und auf die Gefahr der adversen Auslese.

²⁴² Hier wird auf die Kategorien der fortschreitenden Analyse verwiesen, weil auch Gründe, die weiter hinten vorzutragen sind, einen Austausch der Vertrauensgüter auf den Interbankenmärkten möglich machen. Hervorzuheben ist die sogenannte Marktmacht bzw. Reputation der Elitebanken, die im nachfolgenden Abschnitt (4.1.3) diskutiert wird.

individuell und überindividuell erzeugte Humanvermögen Vertrauen, das das öffentliche Gut der Systemstabilität im Interbankenmarktsystem konstituiert?

Zum Einstieg gilt es festzustellen, dass alle drei Formen der oben angesprochenen hierarchisch, gemeinschaftlich oder marktförmig koordinierten Informationsgüterverfügbarkeit auf den Interbankenmärkten der Finanzierungs- und Risikosteuerung zu finden sind. Man findet zwischen Anbietern und Nachfragern existierende gemeinschaftliche oder vertraglich institutionalisierte Informationspflichten und man findet durch den Staat bzw. im „Schatten der Hierarchie“ institutionalisierte, regulatorische Informationspflichten. Zentral für den Austausch auf den Interbankenmärkten ist allerdings ebenso die marktförmige Informationsbeschaffung oder besser das ständige individuelle und subjektive Testen der Belastbarkeit der bestehenden Informationen an der im Hintergrund laufenden medialen Geräuschkulisse der Informationsmärkte.²⁴³

Die Beherrschung der Unsicherheit der Vertrauensgüter und der Marktumwelt insgesamt erfolgt weitgehend unabhängig von staatlich-hierarchischen Elementen der Informationserzeugung. Sie erfolgt im individuellen Tagesgeschäft der Dealer-Elitebanken mittlerweile vor allem durch Techniken der bankindividuellen mathematisch-statistischen Risikomodellierung. Die gemeinsamen mathematisch-statistischen Grundlagen der Risikomodellierung bringen weitgehend vergleichbare Ergebnisse hervor, mit denen sich Unsicherheit zu Gunsten von Vertrauen transaktionsindividuell und marktweit reduzieren lässt (MacKenzie 2003; Härdle und Kirchner 2009; Bronk 2011). Frank H. Knight (1971 [1921], 255-256) beschreibt die Verwendung von Techniken der mathematisch-statistischen Risikomodellierung als eine „specialization of uncertainty“ bzw. als *Technik der Spekulation*. Die Technik der Spekulation ist ein Teil sämtlicher Lebenswelten. Besonders in Verbindung mit dem Zustandekommen der vertrauensabhängigen Geschäftsbeziehungen im Interbankenmarktsystem spricht man jedoch gerne von Spekulation nicht zuletzt, weil die Geschäfte hier mit großen Gewinnen einhergehen bzw. das Wohl und Wehe einzelner Akteure explizit von der Spekulation und ihren Techniken abhängt. Ein Übermaß an Spekulation – oder auch Hyperspekulation – wird hier auch gerne als kollektive Risikoignoranz oder als herdenartiges risikoaverses Verhalten beschrieben und nicht zu Unrecht auch schon mal für die Instabilität und den Zusammenbruch des Interbankenmarktsystems verantwortlich gemacht. Dann allerdings zumeist ohne dass die Gründe für die Motivation zum Ausmaß der Risikoignoranz dargestellt würden (Luttermann 2010).

Im Interbankenmarktsystem ist die Technik der Spekulation die statistische Wahrscheinlichkeitsrechnung. Es muss hervorgehoben werden, dass diese Techniken der Spekulation die Unsicherheit im Interbankenmarktsystem – d. h. genauer gesagt: die Ungewissheit – nicht eliminieren, jedoch subjektiv reduzieren kann. Letztlich bleibt das Restrisiko, auch *Tail Risk* oder Systemrisiko genannt, das von der

²⁴³ Dies hat die Analyse der Finanzierungs- und Risikosteuerungsinstrumente im vorangegangenen Kapitel 3.2 gezeigt, die entweder völlig ungesichert (Interbankeneinlagen) oder marktförmig, durch Risikominderungstechniken gesichert (Repos, Kreditverbriefungen, Derivate) sind.

zukünftigen Entwicklung des Gesamtsystems und seiner vielen Teile und Interdependenzen abhängt (Bhansali 2008; Stout 2012, 1179). Das verbleibende Restrisiko entsteht aufgrund der Natur der Wahrscheinlichkeitsrechnung. Eine mathematische Wahrscheinlichkeit, beispielsweise die, wonach bei einem Münzwurf zu 50 Prozent Kopf oder Zahl herauskommt, vermag keine eindeutige Entscheidungshilfe zu sein. Die Entscheidung ist spekulativ.

Die statistische Unsicherheit betrifft die Methode der Wahrscheinlichkeitsrechnung, die in Bezug auf den Münzwurf keine Fragen aufwirft. Methoden der Wahrscheinlichkeitsrechnung speisen sich aus Informationen, die der historischen Erfahrung entspringen und mit denen man versucht ein komplexitätsreduziertes Risiko fassbar zu machen. Die verbleibende statistische Ungewissheit betrifft zuerst einmal die Methodik und die Informationen der Wahrscheinlichkeitsrechnung. Die statistische Ungewissheit ist wegen der Vielzahl der im Interbankenmarktssystem zunehmend erzeugten überindividuellen, d. h. nicht bilateralen, Abhängigkeiten nur schwer zu ermitteln. Das Problem ist neben der Methodik nicht zuletzt die Datenqualität, d. h. die Informationsqualität, auf deren Grundlage die Wahrscheinlichkeit berechnet werden soll. Als Tail Risk sind letztlich solche Unsicherheiten gemeint, die das komplexitätsreduzierte mathematisch-statistische Modell der Wahrscheinlichkeitsrechnung nicht erfasst und unabhängig von seiner Ausarbeitung auch nicht erfassen kann, weil die Technik vor ihnen kapitulieren muss; es sich also faktisch nicht um Risiken, sondern um die Ungewissheit der zukünftigen Entwicklung der Welt handelt, die bestehende Abhängigkeiten fundamental infrage stellen kann.

Es ist ebenso wichtig anzuerkennen, dass die gewonnenen Informationen selber subjektiven Ursprungs sind und somit die auf ihrer Grundlage getroffenen Entscheidungen strategisch ungewiss bleiben müssen. Die Entscheidungen können durch ein besseres Wissen, eine bessere Technik der Spekulation oder aber durch eine größere Risikoignoranz bzw. einen größeren Willen zum Risiko zustande gekommen sein. Jede auf der Grundlage der Technik der Spekulation getroffene Entscheidung ist allerdings nicht mehr als eine subjektiv-rationale komplexitätsreduzierte Schätzung der Wirklichkeit. „A man may act upon an estimate of the chance that his estimate of the chance of an event is a correct estimate“, schreibt Frank H. Knight (1971 [1921], 227). Und weil eine Dealer-Elitebank nur auf der Basis subjektiver Schätzungen entscheidet – in wohlgeordnet mathematisch elaborierter und modelltheoretisch überindividuell nachvollziehbarer Form –, muss sie sich ständig die Qualität ihrer Schätzungen vergegenwärtigen.²⁴⁴ Und dies tut sie auf der Basis neuer, ebenfalls subjektiv zu interpretierender Informationen, und insbesondere solcher Informationen, die einer Geräuschkulisse gleich im Hintergrund allen bankenwirtschaftlichen Handelns wabern. Diese lancierten, kursierenden, gestreuten und kolportierten sektorspezifischen Umweltinformationen dienen der Aktualisierung der Modelle und der auf ihrer Grundlage

²⁴⁴ Es sei darauf hingewiesen, dass eine Bank nicht nur in Bezug auf die Vertrauensgüter der Finanzierungs- und Risikosteuerung Schätzungen anstellen, sondern dass jede Unternehmenswertberechnung – und das gilt für alle Kapitalgesellschaften – eine Antizipation zukünftiger Entwicklungen ist. Eine Wahrscheinlichkeitsrechnung des künftigen Cash-Flows, der die Eignung des Unternehmens für Fremdinvestitionen und Anteilseigner sichtbar macht (Nadvornik 2006).

spezialisierten Entscheidungen. Sie sind ausschlaggebend für den Erhalt dessen, was man Vertrauen in das Interbankenmarktsystem, aber auch Ignoranz der eigenen Risikopositionen oder gar gefährlichen Optimismus nennen kann (Stout 2012).

Die verbleibende Entscheidungsunsicherheit des Geschäfts der Dealer-Elitebanken verweist auf die systemrelevante Vertrauensempfindlichkeit des Interbankenmarktsystems. Denn wenn das von der Informationsumwelt abhängige Vertrauen in die subjektive und strategische Ungewissheit umschlägt, dann können ausgelöste Kursschwankungen, der ruckartige Verkauf einer ganzen Produktklasse und im schlimmsten Fall der plötzliche Verfall der Marktliquidität verursacht werden. Es kann aus der subjektiven und strategischen Unsicherheit heraus sich die Vertrauensinstabilität Bahn brechen. Es kann der Verfall der auf gegenseitigem Vertrauen basierenden Marktliquidität beginnen, die das privat organisierte Gemeinschaftsgut der permanenten Zirkulation von Finanzierungsliquidität möglich macht. Ein derart weit gehender Vertrauensverfall durch marktförmig verfügbare Referenzinformationen führt zu herdenartigen Reaktionen, die zum Zusammenbruch der im Interbankenmarktsystem gegebenen multidimensionalen Verquickung sämtlicher Bankbilanzen (Too-Connected-To-Fail) (vgl. Abschnitt 3.2.5) führen kann, die wiederum an das realwirtschaftliche Wirtschaftssystem rückgekoppelt sind.

Damit ist die Analyse der Systeminstabilität durch Informationsasymmetrien im Interbankenmarktsystem abgeschlossen. Es konnte festgestellt werden, dass das Interbankenmarktsystem durch die Verfassung seiner kommerziell gehandelten Güter, die auf eine strategische Ungewissheit hinweist, endogen instabil sind. Dies ist allerdings nicht mehr als die Benennung einer *indirekten Ursache* für die Instabilität des Interbankenmarktsystems. Denn das Interbankenmarktsystem kann ja durchaus für einen Zeitraum stabil sein, worauf unter anderem die potentiellen Folgen der Vertrauensveränderung hinweisen, die von geringfügigen Kursschwankungen bis hin zum völligen Verschwinden der Marktliquidität führen können. In Bezug auf die Destabilisierung des privat bereitgestellten Gemeinschaftsgutes der Stabilität der Zirkulation schließt sich folgerichtig die Frage an: Wodurch wurde das Vertrauen in die Produktklassen im Zeitverlauf derart beschädigt, dass mit den Vertrauensgütern der Interbankenmarktfinanzierungs- und -risikosteuerung gar kein Markt mehr zu machen war, dass auf die Kursschwankungen sozusagen der viel zitierte makroökonomische Schock folgte? Was verursachte die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption der Vertrauensgüter im Interbankenmarktsystem? Nur die Tatsache, dass es sich bei den Gütern um Vertrauensgüter handelt, deren Produktqualität von ihren Käufern nicht sicher zu verifizieren ist?

Alle Fragen verweisen auf das dem makroökonomischen Schock vorausgegangene Verhalten der Banken, das hier mit dem Verweis auf ein potentiell mögliches opportunistisches Verhalten der Gegenparteien nur angedeutet werden konnte, weil die wohlfahrtsökonomische Theorie des Marktversagens durch Informationsasymmetrien die Motivationen für opportunistisches Verhalten als rational mögliches Verhalten begreift. Sie theoretisiert opportunistisches Verhalten zwar als potentiell denkbar, lässt ihr Auftreten im finanzwirtschaftlichen Alltag allerdings als kontingent erscheinen. Bevor hier auf das

mikroökonomische Verhalten der Banken fokussiert werden soll, um die direkten Ursachen des makroökonomischen Schocks zu untersuchen, ist es geboten, den nächsten wohlfahrtökonomischen Analyseschritt voranzustellen: die Untersuchung der Marktmachtstruktur des Interbankenmarktsystems. Es soll untersucht werden, welche potentiellen, ebenfalls *indirekten* Auswirkungen die Marktmacht der Dealer-Elitebanken in Verbindung mit der soeben beschriebenen Güterverfassung und dem damit einhergehenden Zwang zur Information auf die Stabilität des Interbankenmarktsystems haben können.

4.1.3 MARKTMACHT UND DIE INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS

4.1.3.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Nach dem Modell des vollständigen Wettbewerbs gibt es Marktmacht nicht. Alle Marktakteure agieren derart atomisiert, d. h. unabhängig voneinander, dass Macht als Potenzial den Markt bzw. das Verhalten anderer Marktteilnehmer zu beeinflussen, nicht existiert (Fritsch 2011, 25-27). Die empirische Erfahrung zwingt allerdings auch hier zu einem anderen Schluss. Sie legt mindestens die Existenz von Interdependenzen nahe, weist darüber hinaus allerdings vielfach darauf hin, dass Marktmacht eine Ressource ist, die in komplexen, vor allem von Unsicherheiten geprägten Wettbewerbsumwelten instrumentelle Freiheiten begründet, mit denen sich das Marktverhalten anderer Marktteilnehmer oder solcher, die es werden wollen, beeinflussen lässt.

Die Wettbewerbspolitik hat ausgehend von den USA in der Nachkriegszeit ihren Weg nach Kontinentaleuropa gemacht, wo man Kartelle und staatliche Monopole traditionell tolerierte (Djelic und Kleiner 2006).²⁴⁵ Die *Harvard Schule* vertrat hingegen die Ansicht, dass Marktmacht mit der vertikalen Integration der Unternehmen zunehme (enger Marktmachtbegriff). In den 1970er Jahren argumentierte die *Chicagoer Schule* gegenläufig, dass es langfristig marktmächtige Marktteilnehmer eher nicht gebe und das es denen, die es gebe, kaum möglich sei, entscheidend manipulativ in den Marktprozess einzugreifen, womit sich die vertikale Unternehmensintegration bzw. eine „Kartellierung“ auf der Basis von Holding-Strukturen wissenschaftlich legitimiert fand (Hovenkamp 2010, 617).

Vor den verschiedenen historischen Ausgangslagen, kann die Wettbewerbspolitik trotz aller Annäherung über den Atlantik hinweg deutlich unterschiedlich sein.²⁴⁶ Sie orientiert sich zwar an den beiden oben genannten Schulen, ist darüber hinaus aber keiner ökonomischen Schule verpflichtet, sondern sollte eher als Rechtsgebiet verstanden werden, das sich aller verfügbaren wissenschaftlichen Erkenntnisse bedient. Nachfolgend soll ein enger struktureller von einem weiten handlungstheoretischen Marktmachtbegriff unterschieden und für die Policy-Analyse angeleitet werden.

²⁴⁵ Siehe zur Marktmacht- und Kartellrechtspraxis im deutschen Kaiserreich vor dem ersten Weltkrieg Fritz Blauch (1973).

²⁴⁶ Zur Differenzierung, die im Folgenden nicht weiter Gegenstand der hier geführten Auseinandersetzung sein soll, vgl. Eleonor M. Fox (1997, 340-341).

Ausgangspunkt des *engen* Marktmachtbegriffs ist der atomisierte Markt – das sogenannte Polypol. Das Polypol begründet eine Marktstruktur, die einen dezentralen Wettbewerb zwischen gleichermaßen *ohnmächtigen* Unternehmen ermöglicht. Das Polypol ist gemessen an den modelltheoretischen Grundregeln des vollständigen Wettbewerbs die effizienteste Marktstruktur. Nur seine Gegenwart macht gemäß dem Gleichgewichtsmodell die Entstehung eines Gleichgewichtspreises, eines Preises, der nur machtlose Preisnehmer kennt, erwartbar (Munger 2000, 117-120). Der logische Gegenpol zum Polypol ist das natürliche Monopol. Im natürlichen Monopol offenbart sich wohlfahrtsökonomisch das Extrem eines allmächtigen Wirtschaftssubjekts, dessen alleinige Marktmacht nicht nur gegeben, sondern auch gefestigt ist.²⁴⁷ Der natürliche Monopolist bedient die Nachfrage, ohne der Konkurrenz von Kontrahenten ausgesetzt zu sein. Der Monopolist ist der einzige Repräsentant einer maximalen Marktstrukturkonzentration. Er kann unabhängig von seiner Leistung den Preis in seinem Interesse beeinflussen und somit den überindividuellen Nutzen des Marktes schmälern.²⁴⁸

Grundlage der engen wettbewerbspolitischen Marktmachtanalyse ist das sogenannte *Structure-Conduct-Performance (S-C-P) Paradigma*. Mit diesem Instrument lässt sich die Marktstrukturkonzentration feststellen. „The promoters of the S-C-P paradigm tended to believe that monopoly power was widespread, as were the opportunities for its exercise“, schreibt Herbert J. Hovenkamp (2010, 615). Je größer die Marktstrukturkonzentration, desto marktmächtiger sind die Akteure, desto weniger spiegeln die Preise das Marktgleichgewicht und desto geringer sei schlussendlich der herrschende Wettbewerb. Wettbewerb und Marktmacht schließen hiernach einander aus. Steigende Marktmacht verringert den Wettbewerb. Völlige Marktmacht ist Nichtexistenz von Wettbewerb. Und weil Wettbewerb das Selbstverständnis der modernen Wohlfahrtsstaaten konstituiert, kann insbesondere völlige Marktmacht, d. h. das Monopol, aber auch die beobachtbare Beschränkung von Wettbewerb in Form einer schrittweisen Vermachtung der Marktstruktur, die für einige Wettbewerbstheoretiker bereits im Zuge der Produktdifferenzierung und vertikalen Integration von Unternehmensorganisationen diagnostiziert werden (vgl. bspw. Bain 1971), wettbewerbspolitisch nicht geduldet werden.

Die Entwicklung des weiten Marktmachtbegriffs gründete darauf, dass das Polypol eine weitgehend fiktive Marktstruktur ist. Tatsächlich sind Polypole in der modernen Industrieorganisation empirisch nicht zu beobachten,²⁴⁹ weil sie erstens Marktstrukturen darstellen, die in einem statischen unveränderlichen Raum gedacht werden müssten, der zweitens keine Friktionen kennt. Diese empirische Schwäche des engen Marktmachtbegriffs hat die wissenschaftliche Diskussion um den weiten Marktmachtbegriff

²⁴⁷ Gerade die Existenz gefestigter Marktmacht wird von der Chicagoer Schule in Frage gestellt. Sie argumentiert, dass marktmächtige, d. h. insbesondere vertikal integrierte Unternehmen effizient sind (Hovenkamp 2010).

²⁴⁸ Klassische Beispiele für natürliche Monopole sind insbesondere die sogenannten Netzindustrien wie zum Beispiel die Eisenbahn, die leitungsgebundene Telekommunikation oder die Wasser- und Energieversorgung. Diese natürlichen Monopole befinden sich traditionell in staatlicher Hand, sind in den letzten Jahrzehnten allerdings weitgehend privatisiert und re-reguliert worden.

²⁴⁹ Polypole finden sich möglicherweise in einigen Dienstleistungssektoren. Als Beispiel könnte das Friseurgeschäft genannt werden. Selbst da ist allerdings die notwendige Ausbildung ein Hinweis auf eine Vermachtung.

und damit nach einem neuen Ideal der politisch tolerierbaren Marktvermachtung entstehen lassen. Dieses neue Ideal war auch gefordert, weil die realen Prozesse der Produktdifferenzierung und der vertikalen Integration zum einen nicht aufzuhalten waren und zum anderen – wie die Chicagoer Schule hervorhob – keinesfalls wirtschaftlich ineffizient zu sein schienen. Folgt man Herbert J. Hovenkamp (2010, 617-623), dann ist die Entwicklung des weiten Marktmachtbegriffs auch der Tatsache geschuldet, dass der enge Marktmachtbegriff der Wettbewerbspolitik zwar ein klares, unternehmenspolitisch jedoch zu insensitives Handlungsmuster anvertraute. Der weite Marktmachtbegriff ist hingegen deutlich komplexer und liefert den politischen Anwendern dadurch auch deutlich größere Handlungsfreiheiten bzw. Letztentscheidungskompetenzen. Die wettbewerbspolitische Anerkennung der unternehmensindividuellen Produktdifferenzierung und vertikaler Unternehmensintegration wird mit dem weiten Marktmachtbegriff wissenschaftlich begründbar. Mit Hilfe des *weiten* Marktmachtbegriffs lassen sich strategische Verhaltensweisen, die zuvor eindeutig im Namen des engen Marktmachtbegriffs als nicht wettbewerbskonform diskreditiert werden konnten, wettbewerbspolitisch legitimieren. Die Frage, die sich die Wettbewerbspolitiker seither stellen müssen, lautet: In wie weit oder bis zu welcher Grenze ist das empirisch beobachtbare dynamisch-strategische Streben nach Marktmacht in Form u. a. von Produktdifferenzierung und vertikaler Integration ein mikro- und folglich auch makroökonomisch effizientes und damit wettbewerbspolitisch tolerierbares Verhalten?

Der weite Marktmachtbegriff ist deutlich komplexer, weil er zuerst einmal die Dynamik und darüber hinaus die Friktionen des wirtschaftlichen Handelns anerkennt. Der *weite* Marktmachtbegriff schließt die gleichzeitige Existenz von Wettbewerb und Marktmacht nicht kategorisch aus.²⁵⁰ Er stützt sich nicht explizit auf das Gleichgewichtsmodell. Der weite Marktmachtbegriff ist deutlich handlungsorientierter. Nicht zuletzt durch die Arbeit von Oliver E. Williamson (1983), der Friktionen als sogenannte Transaktionskosten in den erweiterten Marktmachtdiskurs und die Wettbewerbspolitik eingeführt hat, akzeptiert die wohlfahrtsökonomische Forschung und damit auch die Wettbewerbspolitik heute die dynamische Entstehung einer Vielzahl von unterschiedlich konzentrierten Marktstrukturen (Hovenkamp 2010). Diesbezüglich ist vor allem das Oligopol zu nennen, das in neoinstitutionalistischen Diskursen als Marktstruktur bezeichnet wird, die von informeller Machtbildung, d. h. von Formen der Vernetzung lebt (Stölting 1999, 124-129).²⁵¹ Marktmacht und die Ermittlung einer wettbewerbspolitischen Eingriffsermächtigung gehen neben der Frage nach der marktmachtbedingten Förderung opportunistischer preisrelevanter Verhaltensoptionen nunmehr mit der Frage einher, ob ein sich strukturell vermachtender

²⁵⁰ Der Begriff des Größenwettbewerbs steht stellvertretend für diese Verbindung. Der Größenwettbewerb ist ein Prozess der strategischen „Schaffung gegengewichtiger Marktmacht“ (Fritsch 2011, 214), was einem sich aufschaukelnden Prozess des Asymmetrieausgleichs bzw. der Anpassung entspräche. Man kann den Größenwettbewerb aber auch als stetigen Prozess der Geltendmachung von subadditiven Kostenstrukturen beschreiben. Prozessen liegen Verhaltensweisen zu Grunde. Beide Prozesse sind also individuellen oder korporativen Verhaltensweisen geschuldet.

²⁵¹ Informell ist diese Art der Machtbildung, weil sie in den Worten Erhard Stöltings (1999, 125) „nicht zu den öffentlichen und öffentlichkeitsfähigen Aspekten der Machtstrukturen gehören. Das bedeutet nicht notwendigerweise, daß sie illegal oder schlimmer sind. Sie lassen sich nur nicht in die öffentliche Darstellung einbeziehen und sind in diesem Sinne nicht legitimierbar.“

Markt, d. h. ein Markt, der sich im Größenwettbewerb befindet, für Dritte zweifelsfrei bestreitbar bleibt, ob ein potentieller Konkurrent dem Marktestablishment Gewinne streitig machen kann, oder was genau ihm den Marktzutritt erschwert oder gänzlich verwehrt (vgl. Baumol et al. 1982; Williamson 1983). Marktmacht ist hier auch als der zeitläufige strategische Aufbau, Weiterentwicklung und Verteidigung des Status Quo durch das Marktestablishment zu verstehen. Aus der Sicht der Policy-Analyse ist der weite Marktmachtbegriff sicherlich zu würdigen, allerdings muss in Bezug auf seine wettbewerbspolitische Anwendung kritisiert werden, dass die individuelle Effizienz der Marktakteure zumeist auf Kosten der überindividuellen Effizienz und nicht zuletzt auch zu Gunsten der langfristigen Marktstabilität Anwendung fand.²⁵²

Wenden wir uns dem zu würdigenden theoretischen Rahmen des *weiten* wohlfahrtsökonomischen Marktmachtbegriffs und seiner für diese Arbeit und die policy-analytische Anleitung der Marktmachttheorie wichtigen Implikationen für die makroökonomische Stabilität von Marktstrukturen genauer zu. Der weite Marktmachtbegriff ist ein Begriff, mit dem – wie angedeutet – weniger allein die Marktstruktur als das aus der Marktstruktur heraus angereizte Verhalten, das Verhaltenspotenzial der Akteure zu bewerten versucht wird, den eigenen Marktanteil strategisch, durch eine fortlaufende Marktmachtbildung und Marktmacherhaltung abzusichern und zu konzentrieren, d. h. aus makroökonomischer Sicht: langfristig der Marktstruktur des Monopols zuzuführen.²⁵³ Zwei Begriffe lassen sich zur Beschreibung dieses potentiellen Entwicklungsprozesses anführen: Unteilbarkeiten und Irreversibilitäten (Dose 2008b, 145-150).

Der Begriff der Unteilbarkeiten wird auch als Größenvorteil beschrieben. Demnach entsteht dem Anbieter eines Guts ein Kostenvorteil daraus, dass er sich im Zeitverlauf vergrößert. Sich vergrößern bedeutet in wohlfahrtsökonomischer Terminologie Skalenerträge (*economies of scale*) und/oder Verbundvorteile (*economies of scope*) zu erzeugen, d. h. die Produktionsmenge zu variieren bzw. sich horizontal oder vertikal durch Fusionen und Beteiligungen zu integrieren, um die eigenen durchschnittlichen Transaktionskosten zu senken, d. h. im unternehmerischen Überlebenskampf Marktmacht zu gewinnen. Es bedeutet, unternehmensindividuelle Synergien zu explorieren, die unternehmerische Effizienz in einem unsicheren Marktumfeld durch die Vergrößerung der Unternehmensorganisation (vertikale und horizontale Organisation) zu steigern, um gezielt Transaktionskosten zu vermeiden, eine größere Menge

²⁵² Herbert J. Hovenkamp (2010, 623) hebt dies hervor, wenn er bemerkt, dass die Neuausrichtung der Wettbewerbspolitik letztlich näher an der Chicagoer Schule liegt. Als vermeintliche Antwort darauf wird die Oligopolisierung der Wirtschaft bzw. die Tolerierung von Big Business wieder zunehmend kritisch gesehen (Prokop 2013).

²⁵³ Der weite Marktmachtbegriff ähnelt grundsätzlich dem Machtbegriff von Heinrich Popitz (1992, 185-231), der Macht nicht schlicht als Strukturproblem begreift, sondern auf den Prozess der Machtbildung verweist. Die Machtbildung ist die strategische Ausnutzung der existierenden Macht durch das aus dem Strukturproblem erwachsende Verhalten. Für Heinrich Popitz (1992, 186) sind Machtbildungen dann „besonders naheliegend [...], wenn eine Bedrohung von außen den Entscheidungsbedarf der Gruppen erhöht“. Dies verweist darauf, dass der axiomatische wohlfahrtsökonomische Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Marktmacht auf dem Weg zum Monopol hinfällig ist. Wettbewerb ist erst mit Eintritt des Monopols nicht mehr gegeben. Bis dahin nimmt der Wettbewerb zwischen den Wettbewerbern allerdings stetig zu. Darauf wird im nachfolgenden Abschnitt zurückzukommen sein.

des Guts billiger zu produzieren und darüber die Gewinnmarge erhöhen zu können, kurz gesagt: eine strategische Entscheidung zwischen „make or buy“ zu treffen (siehe grundlegend Coase 1937; Williamson 1983). Solange dies bei gleichbleibenden Marktpreisen (Marktpreis als Datum) erfolgt und von der Gleichgewichtspreistheorie abweichende Marktpreiskonsequenzen nicht zu erwarten sind, wird das Verhalten, das zur Geltendmachung von Verbund- und Skalenerträgen führt, mit wenigen Einschränkungen heute als quasi natürlicher Größenwettbewerb wettbewerbspolitisch toleriert. Wenngleich die Erzeugung von Synergien in diesem stetigen Vermachtungsprozess zumindest fraglich zu sein scheint (Burrough und Helyar 1990; Sennett 2009, 114), ist nicht zuletzt die Entstehung der heute dominierenden nationalen und globalen Oligopole dieser zu bemängelnden wettbewerbspolitischen Toleranz geschuldet.²⁵⁴

Der Aufbau von Marktmacht kann aber auch als strategischer Aufbau von irreversiblen Marktzutrittschranken beschrieben werden, sozusagen als strategische Verfestigung der Marktmacht eines bereits marktmächtigen Wirtschaftssubjekts. Maßgeblich ist in diesem Zusammenhang vor allem das Konzept der *irreversiblen* bzw. *versunkenen Kosten* (*Sunk Costs*) auch kurz *Irreversibilitäten* genannt. Irreversibilitäten sind grundsätzlich ein Zeichen für die Neigung, das Entstehen oder die Existenz eines natürlichen Monopols. Als irreversible Kosten werden gemeinhin die Aufwendungen bezeichnet, die den Netzindustrien (Bahn, Telekommunikation, Energie) entstehen, um ihre Dienstleistungen anbieten zu können (Fritsch 2011, 186). Irreversibilitäten behindern den laut Gleichgewichtsmodell in Polypolen grundsätzlich möglichen *Eintritt in* und *Austritt aus* dem Markt und begründen somit Marktineffizienzen, die weder den Preis noch die Produktmenge betreffen.²⁵⁵ Irreversibilitäten entstehen allerdings auch in der modernen wissensintensiven und somit vertrauensabhängigen Welt in Form eines zunehmend notwendigen Reputationsaufbaus („Investition in Reputation“) (Walter 2010, 68). Reputation ist die Glaubwürdigkeit, Vertrauenswürdigkeit, Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit einer Institution (Walter 2010, 67), ihr „Ruf“, der unter anderem von der Bekanntheit des Unternehmens bzw. seines Markennamens abhängt (Sell 2005, 164) und die Vermarktung von Vertrauensgütern positiv beeinflusst. Reputation wird zum strategischen Investitionsziel eines bereits marktmächtigen Unternehmens, wenn mit ihrem Aufbau berechenbare Vorteile oder gar Gewinne selbst in wenig aussichtsreichen, unsicheren Zeiten erwartbar

²⁵⁴ Man legitimiert die oligopolistische Marktmachtstruktur mit dem Verweis, dass auch vermachtete Oligopolmärkte wohlfahrtsökonomisch effiziente Gleichgewichtspreise erzeugen, obwohl man weiß, dass im Oligopol beispielsweise die Wahrscheinlichkeit ineffizienter Preis- und anderer Absprachen steigt (Fritsch 2011, 180-181; 217-225). Der wettbewerbspolitische Kompromiss besteht zuerst einmal darin, die notwendige Einzelfallbewertung des preisrelevanten Verhaltens als lauterer (*competitive*) oder eben unlauterer (*anti-competitive*) Wettbewerbsverhalten zu ahnden und zu bestrafen (Schmidtchen 2005; Viscusi et al. 2005, 66). Es mag nur ein individueller Eindruck steter medialer Penetration sein, jedoch scheinen marktmachtbedingte Absprachen in jüngster Zeit vermehrt die Wettbewerbshüter zu Kontrollen anzuhalten.

²⁵⁵ William J. Baumol, John C. Panzar und Robert D. Willig (1982) haben den Modellannahmen des vollständigen Wettbewerbs die Annahme eines vollständig bestreitbaren Marktes (*perfectly contestable market*) zur Seite gestellt. Ihrer Theorie gemäß gilt es Marktstrukturen solange nicht zu regulieren, wie sie Hinweise darauf liefern, dass Konkurrenten allein durch die Präsenz eines möglichen Markteintritts diszipliniert sind.

werden.²⁵⁶ Dabei ist die Problemlage offensichtlich. Denn insbesondere in Kombination mit ungewissen Produktverfassungen und der Reputation als zentraler Irreversibilität der modernen Wissensgesellschaft wird nicht nur die adverse Auslese (vgl. Abschnitt 4.1.2) potentiell begünstigt, sondern auch der geregelte Marktaustritt, der Marktwirtschaften prägt,²⁵⁷ zum Problem aller Großunternehmen. Denn Reputation verleitet insbesondere in vertrauensabhängigen Märkten dazu, Risiken auch im Sinne des strategischen Reputationsschutzes hart an der Grenze und über die Grenze des legalen, unternehmensstrategisch ertragbaren und Unternehmensbestand gefährdenden Verhaltens hinaus einzugehen, um den Marktaustritt so weit wie möglich zu verhindern.

4.1.3.2 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Die analytische Leistungsfähigkeit der policy-analytisch angeleiteten wohlfahrtsökonomischen Marktstrukturforschung ist damit beschrieben. Nachfolgend sollen die hier gewonnen Erkenntnisse, auf die Dealer-Elitebanken und ihr Verhalten im Interbankenmarktsystem angewendet werden. Es stellt sich anknüpfend an die oben gewonnenen Erkenntnisse der Produktverfassung die Frage, welche weiteren Verhaltensoptionen sich aus der Marktmacht der Dealer-Elitebanken insbesondere in Verbindung mit möglichen reputationsbedingten Irreversibilitäten ergeben, die die Branche zweifelsohne beherrschen. Und ob diese Verhaltensoptionen darauf hinweisen, ursächlich für die Überproduktion und Überkonsumption der Vertrauensgüter der Finanzierungs- und Risikosteuerung, des finanzwirtschaftlichen Innengelds verantwortlich zu sein. Um dies herauszufinden, wird in einem *ersten* Schritt die Marktstruktur des Interbankenmarktsystems beschrieben. In einem *zweiten* Schritt werden die Wettbewerbsvorteile und reputationsbedingten Irreversibilitäten insbesondere im Geschäft der Dealer-Elitebanken beschrieben. In einem nachfolgenden *dritten* Schritt wird dann der Zusammenhang zwischen Konzentration, Reputation und die damit einhergehenden Anreize analysiert, das Interbankenmarktsystem nicht nur bereitzustellen, sondern auch seine riskante Fortbildung inklusive Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds auf Kosten der bank- und systemspezifischen Stabilität anzustrengen.

Erstens: In Beiträgen, die der Marktstrukturtheorie verpflichtet sind, wird auf unterschiedliche Weise die Marktkonzentration der Bankenmärkte gemessen und verglichen. Die diesbezüglich zu zitierenden Arbeiten erfassen die Marktstruktur des Interbankenmarktsystems allerdings nicht. Sie messen die Bankkonzentration länderspezifisch. Der US-amerikanische Bankensektor scheint solchen Untersuchungen zur Folge am wenigsten konzentriert, während die europäische Universalbankenkultur traditionell die konzentriertesten Bankenmärkte hervorgebracht hat (vgl. dazu bspw. Beck et al. 2000; Davis 2007).

²⁵⁶ Bernd Lorenz Walter (2010, 68) gibt an, dass Reputation die Rekrutierung hochqualifizierter erleichtert, den Marktwert eines Unternehmens verbessert, Kapitalbeschaffungskosten senkt und Krisen vorbeugt.

²⁵⁷ An dieser Stelle sei einmal mehr auf die weit reichenden Verbindungen zwischen politischer Herrschaft und Marktmacht verwiesen. Wie die Marktwirtschaft den Marktaustritt muss eine Demokratie die Abwählbarkeit seines vorläufigen Herrschers gewährleisten.

Dies ist für sich genommen bereits ein Hinweis auf die Existenz eines Oligopols. Dass Sektorkonzentrationsmessungen in Bezug auf die Dealer-Elitebanken und ihre Interbankenmärkte jedoch nur global Sinn machen und insbesondere auch Marktanteilmessungen speziell für einzelne Produktklassen umfassen müssten, lassen die meisten Arbeiten außer Acht.²⁵⁸ Die hierzu in Kapitel 3.2 zusammengetragenen Erkenntnisse, die in der Hauptsache darauf verweisen, dass die wenigen existierenden TBTF und TCTF Dealer-Elitebanken als börsenähnliche Marktmacher des Interbankenmarktsystems große Mengen der von ihnen gehandelten Produkte selber halten, übersteigen die der meisten Arbeiten um ein Vielfaches. Es ist zu folgern, dass die Dealer-Elitebanken zwar kein natürliches Monopol begründen, jedoch insgesamt deutliche Anzeichen eines koordinierten Oligopols, d. h. eines informell vermachteten transnationalen Kartells, aufweisen. Dies wird an verschiedenen Stellen auch von Praktikern immer wieder gerne hervorgehoben.²⁵⁹

Zweitens: Die unstrittig anzutreffende Oligopolstruktur des Interbankenmarktsystems ist eine Folge des globalen Größenwettbewerbs der Dealer-Elitebanken, der wie eine neue Studie zeigt (Anderson und Jøeveer 2012), insbesondere den größten Dealer-Elitebanken Größenvorteile einbringt (ähnlich auch DeYoung 2010). Jan Schildbach (2008, 1) beschreibt den unternehmensstrategischen Antrieb und die Folgen dieser Entwicklung folgendermaßen: „[D]as Aufbrechen der Wertschöpfungskette, sowie zunehmende Spezialisierung bieten Banken die Möglichkeit, stärker von Skalenerträgen und vertieften Marktkenntnissen zu profitieren und mit größerer Flexibilität auf Veränderungen der Nachfrage- und Wettbewerbssituation zu reagieren.“

Größenvorteile entstehen den Dealer-Elitebanken insbesondere in Bezug auf die Vertrauensabhängigkeit ihres Geschäfts und dahingehend insbesondere durch die Exploration von Größenvorteilen, womit das Bankgeschäft als ein Geschäft beschrieben werden kann, in dem das Erringen von Größenvorteilen mit reputationsbedingten Größenvorteilen einhergeht. Im Zuge des Größenwettbewerbs investieren die Dealer-Elitebanken insbesondere in ihre Größe und damit auch in ihre Reputation und deren Erhalt. Dies alles sind irreversible Kosten. Irreversibel sind beispielsweise die Kosten in Computersysteme, die Dealer-Elitebanken tätigen, um den Handel mit Wertpapieren als quasi-Börsen in Echtzeit zu verarbeiten. Erst die Investitionen in ihre Computertechnik befähigen eine Dealer-Elitebank als Vermittler von Wertpapieren, d. h. als Großmarkterzeuger im oben beschriebenen Sinne, und gleichzeitig als Speicher von Informationen aufzutreten (Morrison und Wilhelm 2007a).²⁶⁰ Die Reputation der Dealer-Elitebanken materialisiert sich über die Technik hinaus beispielsweise in den Klientenkarteien und den langfristig

²⁵⁸ Eine erfreuliche Ausnahme ist die 2011 veröffentlichte OECD-Studie „Bank Competition and Financial Stability“.

²⁵⁹ 2009 fiel Josef Ackermann, damals CEO der Deutschen Bank, mit einer solchen Analyse auf, die auch in den Medien Widerhall erzeugte (FAZ 2009; Nagl 2009). Auch in der angloamerikanischen Presse findet man Töne, die Oligopolmärkte feststellen, sie aber nicht für bedenklich halten (Kahr 2013).

²⁶⁰ Wichtig ist aus reputationstheoretischer Sicht – neben der Leistungsfähigkeit – insbesondere die Zuverlässigkeit der Technik, die in der Bankenwirtschaft auch als operationelles Risiko bezeichnet wird und in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen hat (Einhaus 2007, 278).

gepflegten Beziehungen, die insbesondere das Marktmachergeschäft beherrschen. Je älter die Beziehungen sind, desto größer ist die Irreversibilität der damit einhergehenden Reputation. Die mithin wichtigste reputationsbedingte Irreversibilität entsteht den Dealer-Elitebanken allerdings durch ihre nationale Einbettung. Die Dealer-Elitebanken sind *nationale Champions* (Hiller 2004); sie sind Unternehmen, die in den nationalen Steuerungsräumen einen über Dekaden gewachsenen Sonderstatus besitzen, der letztlich in ihrer Systemrelevanz gipfelt. Sich diesen Sonderstatus als konkurrierender Marktakteur zu erstreiten muss in kurzer Zeit nahezu unmöglich bleiben.

Drittens: Dass die Dealer-Elitebanken über eine im weitesten Sinne wettbewerbsverzerrende Reputation verfügen, wird in der finanzwissenschaftlichen Literatur an zahlreichen Stellen explizit festgestellt (Davis und Steil 2001, 118-119; Bikker et al. 2006, 3; Schäfer und Siedenbiedel 2008; Schildbach 2008; Gischer und Richter 2011, 1). Dass die zu beobachtenden Größeneffekte jedoch eine politische Eingriffsermächtigung begründen, weil sie langfristig die Systemstabilität gefährden könnten, wird im finanzwissenschaftlichen Rahmen erst langsam anerkannt. Vorwiegend wird weiterhin gerne festgestellt, dass man diesbezüglich entweder zu keinen eindeutigen bzw. zu sich widersprechenden Ergebnissen komme, im Gros aber feststellen müsse, dass die modelltheoretischen quantitativen Analysen eher die *Konzentration-Stabilität-These* als die *Konzentration-Instabilitäts-These* bestätigten (Boyd und De Nicoló 2005; Davis 2007; Beck 2008; ähnlich auch Gischer und Richter 2011).²⁶¹ Dies weist auf ein strategisch-analytisches Problem hin, das Robert DeYoung (2010, 15) mit der einstigen Funktion der Analyse in Verbindung bringt. Er verweist darauf, dass die Finanzwirtschaft mit ihren Analysen lange Zeit ein strategisches Ziel verfolgte: die Deregulierung der US-amerikanischen Regeln zum Zusammenschluss von Banken über die Grenzen der Bundesstaaten hinweg.²⁶²

²⁶¹ Beispielsweise wird im Sinne der *Konzentration-Stabilitäts-These* argumentiert, dass die Marktmacht die individuelle Einnahmen der Elitebanken und damit ihre individuelle finanzielle und damit auch systemische Stabilität stärkten (Beck 2008, 10). Dies steht im Widerspruch zu Studien, die in den letzten dreißig Jahren Gegenteiliges beobachtet haben. Studien, die beobachtet haben, dass die Eigenkapitaldecke der Banken sukzessive geringer und die gesamte Kapitalstruktur insbesondere der größten Banken unsicherer geworden ist, d. h. einen höheren und zunehmend kurzfristigeren Fremdkapitalanteil aufweist (Gropp und Heider 2010). Die finanzwissenschaftlichen Arbeiten argumentieren ebenso unbefriedigend, dass Konzentration eine effizientere Risikodiversifikation möglich mache (Beck 2008, 17). Ein Argument, das zwar weitgehend richtig ist, wenn man darauf verweist, dass Risikodiversifikation vom Zugang zum Interbankenmarktsystem abhängt, der für die größten besser ist als für kleine Banken. Es ist aber zweifelhaft, ja geradezu rückwärtsgewandt, wenn man bedenkt, dass der Kern der Instabilität im Interbankenmarktsystem auf die Überproduktion und Überkonsumtion von Risikodiversifikationsprodukten zurückzuführen ist. Auch findet man Studien, die von einer erhöhten „Überlebenszeit“ durch konzentrierte Bankenmarktstrukturen sprechen (Evrensel 2008; Schildbach 2012). Ein Argument, das sicherlich nicht von der Hand zu weisen ist, jedoch alle Bemühungen konterkariert, eine ursachenadäquate Problemlösung zu studieren, weil es ja gerade den verhindernswerten makroökonomischen Schock notwendig machen würde, um ein solches Argument in die Waagschale zu werfen.

²⁶² Traditionell ist die fest im Bewusstsein verankerte US-amerikanische Angst vor Großbanken ein zentrales Element der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik (Kotz 1978; Roe 1994). Robert DeYoung's schreibt, dass die Finanzwissenschaft (einschließlich er selber) argumentiert habe, dass der Größenwettbewerb gefördert werden müsse und nachhaltig effizient sei. Die durch die Deregulierung bestehender Verhaltensbeschränkungen (Riegle-Neal Act von 1997) ausgelöste Konsolidierungswelle habe dann sukzessive zu erkennen gegeben, welche systemdestabilisierende Gefahr von den wachsenden Dealer-Elitebanken ausgehen könnte und eine andere policy-analytische Herangehensweise notwendig gemacht. „[T]he nature of this [i.e. today's] inquiry is different from the

Ergänzt man nun die Annahme, dass sich die strategische Exploration von Größenvorteilen in Märkten, in denen Vertrauensgüter gehandelt werden, zu informations- und reputationsbedingten Markteintritts- bzw. Marktaustrittsbarrieren entwickeln, dann kommt man zu folgenden Ergebnissen die *Konzentration-Stabilitäts-Hypothese* und die *Konzentration-Instabilitäts-Hypothese* betreffend.

Die im Größenwettbewerb erstrittene größen-, verbund- und reputationsbedingte Marktmacht macht es den Dealer-Elitebanken möglich, die Ungewissheit der Nachfrager, für die sie die vertrauensbasierten Produkte produziert, verkauft und vermittelt, zielgerichtet zu zerstreuen. Es fällt ihnen leichter die Vertrauensgüter zu vermarkten, die intertemporär den negativen externen Effekt der prozyklischen Schuldeninflation mit sich bringen. Dealer-Elitebanken sind auf der Basis ihrer Reputation in der Lage, preisrelevante Informationen zu erzeugen, zu streuen oder gar zu manipulieren. Als Institutionen, die im Zentrum des Interbankenmarktsystems agieren und das Parallelsystem der Interbankenfinanzierung- und Interbankenrisikosteuerung für dritte und sich selber bereitstellen, was deutlich auf einen Interessenkonflikt hinweist, kontrollieren sie zwangsläufig auch die sekundären Informationsflüsse. Sie kontrollieren die Informationsküche, d. h. die Informationen, die Kursschwankungen auslösen, im schlimmsten Fall aber auch einen Kollaps auslösen können, ganz ähnlich wie die nationalen Zentralbanken dies im Rahmen ihrer Geldpolitik können. Die Dealer-Elitebanken sind Organisationen, die die systemimmanente Ungewissheit zerstreuen helfen, bei gegebener Vernetzung aber auch im Stande sein müssten, das Humanvermögen Vertrauen willentlich entgleisen zu lassen. Ihre Reputation stellt nicht nur einen Wettbewerbsvorteil im direkten Handel mit den Vertrauensgütern dar, sondern ist auch ein Informationsflussverstärker, der überall in der Peripherie des Interbankenmarktsystems wahr- und ernst genommen wird. Entsprechend ist ein plötzlicher Reputationsverlust geeignet, ein Chaos zu verursachen.

Eindeutig ist dann festzustellen, dass im Größenwettbewerb gewonnene Größen-, Verbund- und Reputationsvorteile notwendige Voraussetzung dafür sind, dass die Dealer-Elitebanken die riskante Dienstleistung der Markterzeugung überhaupt durchführen können. Erst die reputationsbedingte Machtkonzentration erlaubt es den Dealer-Elitebanken die Instrumente der Finanzierungs- und Risikosteuerung im Stile von Börsen bzw. Großmärkten zu produzieren und zu vermitteln und dabei das Interbankenmarktsystem für die eigene und die Finanzierung ihrer Großkunden in der Gewissheit großer Risikobelastungen bereitzustellen. Erst die im Größenwettbewerb gewonnenen Größen- und Verbund- und Reputationsvorteile machen die grundsätzlich instabile Zirkulation des finanzwirtschaftlichen Innengelds einigermaßen stabil möglich. Solange das finanzwirtschaftliche Innengeld zirkuliert, ist das intersubjektive Vertrauen in die finanzwirtschaftliche *Geldillusion* gewährleistet. Ihre Reputation darf den Dealer-

deregulatory questions of the 1980s and 1990s", schreibt er. „First, policymakers and researchers are now interested only in scale economies at the very largest banks [...].“ Und (Kursiv MS) „[S]econd, policymakers now need to know whether any resulting efficiencies are substantial enough to justify living with the social costs and macroeconomic risks posed by these newly enormous firms.“

Elitebanken dabei aber nicht verloren gehen. Dies wiederum muss als Anreiz gewertet werden, im Zweifelsfall den Reputationsverlust, der mit dem Marktaustritt einherginge, soweit und solange es geht aufzuschieben, was gleichzeitig aber die gegenseitige Unsicherheit vergrößert und das herrschende Vertrauen destabilisiert.

Damit ist deutlich geworden, dass auch die Marktmacht der Dealer-Elitebanken ein Faktor der endogenen Instabilität des Interbankenmarktsystems ist. Genauso wie die Produktverfassung der im Interbankenmarktssystem gehandelten Vertrauensgüter verursacht auch die Marktmacht die Instabilität nicht direkt. Die Marktmacht ist vielmehr zuerst einmal ein Anreiz erstens die Marktmacht weiter auszubauen und zweitens das Interbankenmarktsystem zu erzeugen und zu unterhalten. Und dies gegebenenfalls über den point-of-no-return eines umfassenden Vertrauensverlust hinaus. Dies ist die *besondere Opportunismusgefahr*, die das Interbankenmarktsystem langfristig destabilisieren kann, weil auf lange Sicht die relativ stabile strategische Ungewissheit durch krisenbedingtes strategisches Misstrauen substituiert wird. Was genau die Dealer-Elitebanken jedoch zu diesem langfristig destabilisierenden Verhalten anleitet, ist aus der Marktmachtanalyse nicht abzuleiten.

4.1.4 ANPASSUNGSMÄNGEL, WETTBEWERBSINTENSITÄT UND DIE INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS

4.1.4.1 Kritische Anleitung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

Die wohlfahrtsökonomische Marktversagenstheorie diskutiert unter der Problemkategorie der Anpassungsmängel drei allokationsineffiziente und somit marktwirtschaftlich unbefriedigende, d. h. zu langsam fortschreitende Prozesse des „Übergangs zwischen [...] Marktgleichgewichten“ (Fritsch 2011, 288). Diagnostiziert man sie, berechtigen sie den Wirtschaftspolitiker zum Eingriff. Der Eingriff erfolgt in Märkte, deren Marktteilnehmer aus welchen Gründen auch immer nicht in der Lage sind unendlich schnell oder „normal“, im Sinne von intersubjektiv erwartbar, zu reagieren, um die bei vollständigem Wettbewerb modelltheoretisch erwartbare *dynamische Effizienz* des Marktes, d. h. das quasi selbstregulative Einstellen eines neuen Marktgleichgewichts, zu gewährleisten.

Ausschlaggebende Marktkonstellationen sind: *Erstens* Konstellationen, in denen kein Marktgleichgewicht existiert. *Zweitens* Konstellationen, die auf ein Marktgleichgewicht schließen lassen, dieses allerdings durch anomales Anbieterverhalten instabil sei bzw. die Steuerungsfunktion des Marktpreises durch starke Preisschwankungen beeinträchtigt werde. Unter diese Märkte mit unzureichender Tendenz zum Gleichgewicht seien u. a. auch „Spekulationswellen“ zu fassen. Und *drittens* Konstellationen, die Flexibilitätsmängel und damit einhergehend Anpassungsmängel aufweisen. Also Märkte, deren Reaktions- oder Anpassungsgeschwindigkeit nicht optimal ist (Fritsch 2011, 288). Nachfolgend gilt es die erste Konstellation zu ignorieren und sich mit den Konstellationen zwei und drei zu befassen, weil der

vorliegende Markt durchaus ein Marktgleichgewicht aufweisen kann und nicht von Preisunelastizität geprägt ist, was konstitutiv für die erste Konstellation ist.

Märkte mit unzureichender Tendenz zum Gleichgewicht: Eine unzureichende Tendenz zum Gleichgewicht besteht beispielsweise dann, wenn Anbieter nicht „normal“ oder intersubjektiv erwartbar auf eine Marktconstellation, beispielsweise einen Angebotsüberschuss reagieren. Normal wäre in diesem Fall, den Preis zu senken, um das gesamte Angebot verkaufen zu können. Oder wenn Anbieter bei sinkenden (steigenden) Preisen die angebotene Menge einschränken (ausdehnen) und nicht ausdehnen (einschränken). In solchen Fällen spricht man von einer anomalen oder inversen Angebots- oder Nachfragereaktion. Einer Reaktion, die das Ungleichgewicht vergrößert statt es zurück in ein Gleichgewicht zu transferieren. Im Zuge dieser Entwicklung kann der Markt sich sukzessive selbst destabilisieren.²⁶³ Für Michael Fritsch (2011, 297) sind anomale Angebotsreaktionen u. a. umso wahrscheinlicher, „je geringer die Vermögensbestände der Anbieter sind“, d. h. je prekärer die Situation des Anbieter ist. Die Tendenz zum Marktgleichgewicht kann auch durch starke zyklische Preisschwankungen induziert sein, die für alle Marktteilnehmer mit hohen Informationskosten einhergehen. Ein besonderer Fall in diesem Zusammenhang seien „spekulative Blasen“ auf den Wertpapier- aber auch auf Immobilienmärkten. Spekulationsblasen entstehen, wenn ein Preis für ein Gut deutlich über seinem Fundamentalwert liegt und in Erwartung weiterer Preissteigerung weitere Investitionen in der *Herde* anreizt, wodurch – gleich einem externen Effekt – das Marktgleichgewicht bzw. die Marktstabilität zusehend gefährdet wird und eine Anpassung zumeist in Form des drittwirksamen Platzens der *Blase* erfolgt (Fritsch 2011, 301).

Flexibilitätsmängel: Flexibilitätsmängel verweisen darauf, dass wirtschaftliche Prozesse mit Strukturwandlungen verbunden sind. Im Rahmen solcher Strukturwandlungen ist es möglich, dass die auf dem Markt zu erzielenden Preise konstant so niedrig ausfallen, dass sie nicht mehr kostendeckend sind. Michael Fritsch (2011, 307-312) verwendet in diesem Zusammenhang den Begriff des „ruinösen Wettbewerbs“ bzw. der „ruinösen Konkurrenz“. Problematisch seien bei Auftreten ruinöser Preisentwicklungen vor allem die Marktaustrittsbarrieren, die – wie oben bereits ausgeführt – auf Unteilbarkeiten verweisen. Sie verhinderten sowohl den schnellen Austritt der ineffizienten Anbieter, mit der Folge einer darüber hinausgehenden ruinöser Konkurrenz, die für alle Anbieter nicht kostendeckende Preise und im Extremfall das Ausscheiden eigentlich wettbewerbsfähiger Anbieter nach sich zöge.

Insgesamt bleiben die Zusammenhänge dieser Problemkategorien insbesondere in Bezug auf das Wettbewerbsmodell nebulös und beschränkend. Es wird vor allem vor dem Hintergrund der Eingliederung der spekulativen Blasenbildung in den Problemkontext der Anpassungsmängel nicht deutlich, worin der Unterschied der Anpassungsmängel zur Problemkategorie der negativen externen Effekte liegen soll,

²⁶³ Ganz ähnlich dem Prozess der adversen Auslese (vgl. Abschnitt 4.1.2.1).

denn letztlich beschreiben beide eine Allokationsineffizienz,²⁶⁴ ohne allerdings genauer auf ihre Ursachen zu verweisen. Ein anomales Anbieterverhalten kann beispielsweise eine spekulative Blasenbildung erklären. Die Frage aber warum sich die Anbieter anomal verhalten, muss im Rahmen des Gleichgewichtsmodells unbeantwortet bleiben oder mit dem Verweis auf Sozialdruckkonstruktionen befriedigt werden, weil Wettbewerb eben nicht konsequent als Problemursache, d. h. als Ursache für ein markt-schädigendes, anomales Anbieterverhalten gedacht wird. Beschränkend wirkt vor allem auch die Eingliederung des Begriffs der ruinösen Konkurrenz in das Gleichgewichtsmodell des vollständigen Wettbewerbs. Die handlungstheoretische Vergangenheit des Begriffs, der immer gerne zur Erklärung von Finanzkrisen verwendet wurde und weiterhin wird (Knight 1969 [1935]; Minsky 1970; Herrhausen 1983, 6-8; Llewellyn 1986; Lütz 2002, 25; Crotty 2008, 53; Döhle 2013, 30), muss genauer betrachtet werden.

Da es Ziel der Arbeit ist, den strukturellen Wettbewerb als eine handlungstheoretische Ursache für gesellschaftliche Makroprobleme zu qualifizieren, muss die Theorie der Anpassungsmängel, die auf die Bedeutung eines ruinösen Wettbewerbs abstellt, dabei aber nur auf Strukturkrisen verweist, die durch ein zu-wenig-Wettbewerb bzw. Flexibilitätsmängel entstehen, für die Analyse des Problems der Überproduktion und Überkonsumtion des finanzwirtschaftlichen Innengelds, d. h. im weitesten Sinne für das Problem der spekulativen Blasenbildung, weiterentwickelt werden. Anpassungsmängel sollen also viel weitgehender mit Wettbewerbsproblemen, d. h. auch mit einem zu-viel-Wettbewerb, identifiziert werden. Dazu gilt es den in die statische Gleichgewichtstheorie eingebetteten Wettbewerbsbegriff zu einem handlungstheoretischen Konzept der Problemdiagnose zu machen.

4.1.4.2 Wettbewerbsintensität als neue strukturelle Problemkategorie

Was ist die strukturelle Ursache für die prozyklische Überproduktion und Überkonsumtion des finanzwirtschaftlichen Innengelds im Interbankenmarktsystem? Das ist weiterhin die entscheidende Frage. Für eine Erklärung übrig bleibt die Problemkategorie der Anpassungsmängel, die dem Staat eine Eingriffsermächtigung ausspricht, wenn die Reaktionsgeschwindigkeit, mit der Marktteilnehmer aufeinander reagieren und die Phasen zwischen den erwünschten Marktgleichgewichten ausgleichen, nicht unendlich ist. Wenn also das Modell des vollständigen Wettbewerbs derart gestört ist, dass im Sinne des Gleichgewichtsmodells *zu-wenig-Wettbewerb* herrscht.

Die Beantwortung der Frage nach den Ursachen der Finanzkrise macht vielmehr die „Entfesselung“ des statischen modeltheoretischen Wettbewerbsbegriffs nötig. Statt dem statischen Wettbewerbsbegriff gilt es vom Wettbewerb als Strukturelement auf seine für das Verhalten der Wettbewerber ausschlaggebende Wirkung zu weisen. Es gilt zu fragen: Welche handlungstheoretischen Implikationen besitzt Wettbewerb als Strukturelement?

²⁶⁴ Die Nähe der Problemkategorie der Anpassungsmängel zur Problemkategorie der externen Effekte sieht auch Nicolai Dose (2008b, 158) am Beispiel des Arbeitsmarktes des 19. Jahrhundert.

Es muss in Rechnung gestellt werden, dass in der Struktur angelegter Wettbewerb auch selbst Ursache von Marktversagen sein kann (siehe auch Stucke 2013, 173), weil Wettbewerb strategisches Handeln und damit den Wirtschaftsprozess anreizt.²⁶⁵ Wettbewerbsintensität muss eine Problemursache sein dürfen, wenn Wirtschaftspolitik funktionieren, d. h. effektive Problemlösungen hervorbringen soll.

Die weitere Anleitung der Problemkategorie beginnt mit einem Verweis auf die Funktion des Wettbewerbs im neoklassischen Gleichgewichtsmodell. Wettbewerb gilt hier als eine weitgehend unveränderliche oder erklärte Variable. Wettbewerb gilt hier mit wenigen Einschränkungen als effizienter Mechanismus einer zeitlich unabhängigen, d. h. statisch-modellierten, Marktkoordination. Effiziente Marktkoordination, d. h. fortlaufende Gleichgewichtspreisbildung, funktioniert für die neoklassisch geprägte Wohlfahrtsökonomie nur unter der Annahme, dass die Grundbedingungen des *vollständigen Wettbewerbs* erfüllt sind. Die Sicherstellung der Grundbedingungen für vollständigen, stabilen und gleichgewichtigen Wettbewerb, deren zentralen Annahmen hier genannt wurden, muss deshalb oberstes politisches Steuerungsziel sein. Im Rahmen des Gleichgewichtsmodells anerkannt problematisch ist deswegen der fehlende Wettbewerb, der sich – wie oben gesehen – hauptsächlich im Monopol, aber auch in einer erschwerten Bestreitbarkeit des Marktes ausdrückt. Ein zu-wenig-Wettbewerb äußert sich der Theorie zufolge in diversen konzentrierten Marktmachtszenarien. Ein zu-wenig-Wettbewerb, der im Sinne der Anpassungsmängelkategorie auch auf zu langsame Anpassungsgeschwindigkeiten zurückgeht, ist ein makroökonomisch anerkannter Problemzusammenhang, vorausgesetzt die Gleichgewichtspreisbildung findet sich beeinträchtigt.

Ein Wettbewerbsüberhang jedoch, d. h. ein *zu-viel-Wettbewerb*, ein *zu-viel-Dynamik*, eine erhöhte Reaktionsverbundenheit ist hingegen wohlfahrtsökonomisch und insbesondere auch wettbewerbsrechtlich nicht als Problemkategorie anerkannt. Wettbewerbsintensität ist vielmehr das Steuerungsziel.²⁶⁶ Je höher die Wettbewerbsintensität, je höher also der Wechsel von Vorstoß und Imitation, desto effizienter weil dynamischer sei das zeitverläufige rationale Gleichgewichtshandeln der miteinander Konkurrierenden. Je höher die Wettbewerbsintensität, desto kreativer und damit dynamisch-effizienter wirke sich die Wettbewerbsdynamik auf die Interaktionen der Wettbewerber aus (Fritsch 2011, 13-15; 59-60). Dass in diesem Rahmen auch negative externe Effekte entstehen können bzw. dass in diesem Rahmen ein

²⁶⁵ Dass der Wettbewerb strategisches Handeln anreizt bzw. im weitesten Sinne handlungstheoretische Implikationen zeitigt, wurde in der Geschichte der Wirtschaftswissenschaften von vielen Autoren bemerkt. Zu den prominentesten gehört sicherlich Joseph A. Schumpeter (1972, 134ff.), der in seinem „Prozess der schöpferischen Zerstörung“ die Entwicklung des Kapitalismus als einen Prozess zeichnet, der durch das Verhalten der Unternehmen dynamisiert wird.

²⁶⁶ Vgl. Art. 4 EGV; zum verfassungsrechtlichen Ziel des freien Wettbewerbs durch Wettbewerbsfreiheit bzw. Privatautonomie vgl. Jens Kersten (2010, 292-295), der diese Verwaltungsaufgabe der Herstellung von Wettbewerb als „optimierten Wettbewerb“ im Unterschied zum „instrumentellen Wettbewerb“ und zum „regulierten Wettbewerb“ konzipiert.

Verhalten angereizt wird, dass Verantwortung über mehr als die eigene Befindlichkeit unwahrscheinlicher macht, bleibt im Rahmen der überpositiven Operationalisierung des Wettbewerbsbegriffs weitgehend unerklärt.

Auf diese Problematik des wohlfahrtsökonomischen Wettbewerbsbegriffs haben Ökonomen immer wieder hingewiesen. Frank H. Knight (1969 [1935], 49) beispielsweise schrieb, dass „[t]he critical reader of general economic literature must be struck by the absence of any attempt accurately to define competition“. Wettbewerb bzw. „[i]ndustry and trade“ sei vielmehr „a competitive game, in which men engage in part from the same motives as in sports“ (Knight 1969 [1935], 46). Friedrich A. Hayek (1948, 92) konstatierte etwas später, „that what the theory of perfect competition discusses has little claim to be called ‘competition’ at all and [...] its conclusions are of little guides to policy“. Der Grund dafür sei, dass die Einbindung des Wettbewerbsbegriffs in das theoretisch geschlossene neoklassische Gleichgewichtsmodell dem Begriff des Wettbewerbs seine im Verb „to compete“ enthaltenen Verhaltensimplikationen beraubt habe. Wettbewerb ist im Rahmen seiner Einbettung in das Gleichgewichtsmodell eben nicht mehr als „Kampf“ modellierbar.

Mit ihrer Kritik verweisen Frank H. Knight und Friedrich A. Hayek darauf, dass aus policy-analytischer Sicht das mikroökonomische Verhalten der Wirtschaftssubjekte zentral für die Analyse gesellschaftlicher Probleme sein sollte. Dem Verhalten der Wirtschaftssubjekte wird unter den Bedingungen des vollständigen Wettbewerbs bis auf das, was man dynamische Effizienz oder Innovationseffizienz nennt, keine darüber hinaus gehende, dynamisch-prozessuale bzw. makrostrukturverändernde Bedeutung eingeräumt; schon gar keine vom Gleichgewichtspreis unabhängige, Ineffizienzen andeutende und darüber hinaus systemdestabilisierende Bedeutung (Dopfer et al. 2004, 264). Um policy-analytisch als Problemkategorie nutzbar gemacht werden zu können, muss Wettbewerb allerdings als handlungstheoretischer Motivator derjenigen verstanden werden, die ihm ausgesetzt sind. Wettbewerb muss – abhängig von seiner Intensität – als Auslöser von Vorstoß und Imitation, als Auslöser von Prozessualität verstanden werden (vgl. 2.1.2.6). Wettbewerb reizt mit steigender Intensität strategisches Verhalten an, das zwar rational, aber alles andere als fair sein kann. Der neoklassisch geprägte Wettbewerbsbegriff ignoriert den Konflikt und den Kampf, dem man sich im Wettbewerb ausgesetzt sieht. Er ignoriert das Spiel, das ein Wettbewerb erzeugt. Er ignoriert das Wettbewerbsverhalten mit all seinen Konsequenzen, insbesondere der Konsequenz des Normalfalls für Unternehmen in einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung: Den „Kampf ums Überleben“ (Albach 1985, 150-152). Nicht zuletzt deswegen wird zunehmend darauf verwiesen, wie unklar die herrschende Definition des Wettbewerbsbegriffs bleibt.²⁶⁷

²⁶⁷ So zum Beispiel aus wettbewerbsrechtlicher Sicht Maurice E. Stucke (2012, 28-29), der schreibt, dass „economists have not reached consensus in defining competition“. Für die Rechtswissenschaft siehe Andreas Neef (2012, 71), der schreibt, dass „in der neueren [juristischen] Literatur die Auffassung vor[herrsche], dass d[...]er Begriff [Wettbewerb] nicht definierbar sei.“ Ebenfalls in diesem Sinne, das heißt mit definitorischem Anspruch, ist der Band „Gemeinwohl und Wettbewerb“ der Vereinigung der Deutschen Staatsrechtslehrer - VVDStRL (2010) einzuordnen.

Dennoch: aus einer wettbewerbspolitisch geprägten, volkswirtschaftlichen, aber auch naturgemäß aus einer mikroökonomischen Sicht wurde und wird der Wettbewerbsbegriff bis heute viel umfangreicher handlungstheoretisch operationalisiert. Daher rührt auch der Begriff des *ruinösen Wettbewerbs*, der dann seiner wettbewerbsbezogenen Verhaltensimplikationen entledigt wurde und seine marginale Funktion als erklärte Variable in der wohlfahrtsökonomischen Marktversagenstheorie zugeteilt bekam. Nachfolgend werden vier Ansätze beschrieben, mit denen sich Wettbewerbsintensität als Problemkategorie fassen lässt.

4.1.4.2.1 Helmut Arndts pervertierter Leistungswettbewerb

Aus deutscher Sicht ist Helmut Arndt hier zu nennen, der den Wettbewerbsbegriff des Gleichgewichtsmodells als "unanrührbare[s] Dogma der Wirtschaftstheorie" anprangerte (Arndt 1952, 34) und eine wettbewerbspolitisch und damit handlungstheoretischer geprägte Wettbewerbstheorie entwickelte. Helmut Arndt (1981, 51) definierte Leistungswettbewerb beispielsweise folgendermaßen:

„Leistungswettbewerb besteht, wenn Unternehmen sich in ihren Preisen, Mengen und Qualitäten der Marktlage und insbesondere den Kundenwünschen *anpassen*, ohne hierbei andere Wirtschaftler auszubeuten, *und* neue resp. bessere Produkte und Produktionsverfahren zur Marktreife *entwickeln*, wodurch sie kurzfristig Engpässe überwinden und auf lange Sicht die volkswirtschaftliche Bedarfsdeckung quantitativ und qualitativ erhöhen: *Leistungswettbewerb ist stets Anpassungs- und Entwicklungswettbewerb.*“

Anpassungswettbewerb: Bereits 30 Jahre früher hatte Helmut Arndt (1952, 99-100) seine Idee vom pervertierten Leistungswettbewerb zu Papier gebracht, den Michael Tolksdorf (1971, 35) später als *ruinösen Wettbewerb* bezeichnete. Ein Wettbewerb der im Prozess der kompetitiven Anpassung mit dem Ziel ein neues Gleichgewicht zu erzeugen, beispielsweise ein nicht erwartbares Anbieterverhalten zu Tage fördert. Helmut Arndt erklärt das anomale Verhalten der „Wirtschaftler“ im pervertierten Leistungswettbewerb, die durch die fortgeschrittene ruinöse Konkurrenz unter Zugzwang stehen, möglicherweise einem „Überlebenskampf“ ins Auge schauen, wie folgt:

„Wenn man sich durch Leistung – oder auch durch Macht – nicht am Leben erhalten kann, greift man zu Verschlagenheit und List. [...] Werden List oder Macht entscheidend, so ist ein Vorsprung in der Leistung nicht mehr bedeutsam. Wirtschaftler werden jetzt dem Ruin ausgesetzt, die nach den alten Maßstäben der Auslese als krisensicher anzusehen waren, während andererseits solche Wirte, die in einem Leistungswettbewerb schnell über die Konkurschwelle gedrängt worden wären, dank ihrer besseren Anpassungsfähigkeit an die neuen Geschäftsmethoden – oder durch die Erfindung und Einführung von solchen – Oberwasser gewinnen. Die Auslese verkehrt sich nunmehr für alle Wettbewerber. Nicht mehr der Tüchtigere, sondern der Listenreichere setzt sich durch. Bestechungen und Beziehungen zu Behörden u. dgl. können eine zunehmende Rolle spielen. Bahnbrecher sind jetzt nicht mehr die schöpferischen Wirte, die

an der Verbesserung der Bedarfsdeckung aller arbeiten, sondern jene traurigen Gestalten, die neue Methoden der Verschlagenheit und Überlistung einführen.“

Die geschilderte verhaltensimplikative ruinöse Wirkmächtigkeit eines Zu-viel-Wettbewerbs wurde von Wohlfahrtsökonomien stets kritisch betrachtet. C. C. von Weizsäcker (1982, 330) schreibt beispielsweise, dass wenn „[r]uinöse Konkurrenz [...] der Zwang zur Lüge im Leistungsangebot und der Zwang zu Preisen, die die Kosten nicht decken“ sei, dann müsse man der ruinösen Konkurrenz „als geschulte Volkswirte ausserordentlich (sic!) skeptisch begegnen“.²⁶⁸ Ruinöser Wettbewerb sei nicht als Ursache eines „verwilderten“ Überlebenskampfs bzw. „der Lüge“ in einem moralisch verkommenen Leistungswettbewerb zu werten, sondern – wie im Rahmen der Anpassungsmängel oben gezeigt – wettbewerbspolitisch nur noch im Sinne einer statischen Preisrelevanz von steuerungspolitischer Bedeutung. Ruinöse Konkurrenz wurde in das Gleichgewichtsmodell eingepasst und die Hinweise darauf der modelltheoretisch günstigen Vorstellung untergeordnet, dass Wettbewerb selbst nicht Ursache von Marktversagen sein könne.

4.1.4.2.2 Erhard Kantzenbachs Konzept von der optimalen Wettbewerbsintensität

Wenn Wettbewerb das Streben von mindestens zwei Akteuren nach einem Ziel ist, das in vollem Umfang nur einer erreichen kann, dann ist davon auszugehen, dass die Wettbewerbsintensität am höchsten ist, wenn sich zwei ebenbürtige „Gegner“ um das gemeinsame Ziel streiten. Dies entspricht den theoretischen Schlüssen, die Erhard Kantzenbach (1966) in seinem Konzept von der *optimalen Wettbewerbsintensität* entwickelt hat, wonach die Wettbewerbsintensität im Duopol ihr Maximum und auch „den höchsten Grad an Marktvollkommenheit“ erreiche (Peters 2000, 181).

Hans Rudolf Peters (2000, 181) schreibt in seiner Darstellung des Konzepts von der optimalen Wettbewerbsintensität, dass die Wettbewerbsintensität mit dem „oligopolistischen Interdependenzgrad“, d. h. mit der Konzentration der Marktstruktur, ansteige.²⁶⁹ Weiter heißt es, dass der Interdependenzgrad umso höher zu bewerten sei, je weniger Akteure sich wechselseitig koordinieren müssten und je größer die Homogenität zwischen den Akteuren, d. h. vor allem der von ihnen produzierten Produkte sei. Die höchste Wettbewerbsintensität fände man somit in Duopolen, zu denen sich alle Polypole zwangsläufig entwickelten, wenn man sie nicht davon abhielte.²⁷⁰ Wettbewerbsintensität ist nach Erhard Kantzenbach als die Geschwindigkeit zu messen, in der Innovationsvorteile von Marktteilnehmern ihre kompetitive Vorteilhaftigkeit verlieren (ebd.). Diese Geschwindigkeit wiederum sei dann umso größer, je „stärker der Absatz des Unternehmens von den Aktionsparametern anderer Unternehmen und je höher damit der

²⁶⁸ Ebenso aufschlussreich in diesem Zusammenhang ist der Artikel von John Kay, John Vickers, Colin Mayer und David Ulph (1988, 305). „There is a very heavy burden of proof on those who seek to advance this case [of destructive competition], and they should be treated with great suspicion“, liest man dort.

²⁶⁹ Erhard Kantzenbach (1966, 159) verortet seinen Ansatz in der Tradition evolutorischer Wettbewerbstheorie, die von der herrschenden Gleichgewichtstheorie dahingehend abweicht, dass sie unterschiedliche Intensitätsgrade von Wettbewerb untersucht. „Der Wettbewerb wurde dabei als ein evolutorischer Prozeß aufgefasst, der unterschiedliche Intensitätsgrade aufweisen kann“, lautet das Originalzitat.

²⁷⁰ Dies wiederum ist das Ziel der Wettbewerbspolitik.

oligopolistische Interdependenzgrad ist“, schreibt Jens Deuster (1996, 61) ebenfalls mit Verweis auf Erhard Kantzenbach. Der Theorie der optimalen Wettbewerbsintensität zufolge verweist der Grad der oligopolistischen Interdependenz also darauf, dass die Verflechtung bzw. die Reaktionsverbundenheit und mit ihr der Zwang, unter dem die Akteure strategisch agieren, potentiell zunimmt. Diese Annahme findet sich auch bei Michael Fritsch (2011, 180-181) allerdings als Vermutung übernommen, der die „Reaktionsverbundenheit der Anbieter“ in Oligopolen, genauer gesagt in Duopolyen, am höchsten einschätzt, was wiederum mit einem „ausgesprochen ‚strategischen‘ Charakter [...] der Wettbewerbshandlung“ einhergehen könne.

4.1.4.2.3 Michael E. Porters kompetitive Wettbewerbsstrategie

Man findet allerdings auch andere Arbeiten, die den Wettbewerb verhaltenstheoretisch beschreiben – als eine sogenannte „comparative advantage theory of competition“ (Hunt und Morgan 1995). Grundlegend ist die betriebswirtschaftliche Managementtheorie, die das Verhalten der im Wettbewerb stehenden zumindest vom Wettbewerb beeinflusst sieht (Nullmeier 2005, 110). Wettbewerb fördert demnach *strategisches Verhalten*, mit dem die Handelnden Wettbewerber die Ungewissheit der Zukunft in ihrem Sinne gestalten wollen, wie der Betriebswirtschaftler Walter Schmidt vor allem mit Blick auf den individuellen Wirtschaftler erklärt (Schmidt 2005, 276-278).

Die Harvard-Schule der mikroökonomischen Unternehmensstrategie nach Michael E. Porter (1979) ist Wettbewerbsintensität die Grundlage von strategischem Verhalten. „Competitive forces shape strategy“, nennt sich einer seiner meist zitierten Aufsätze. Für die Managementtheorie nach Michael E. Porter (1979, 138-140) ist intensiver Wettbewerb zuallererst eine Folge von Markteintrittsbarrieren, zu denen Skaleneffekte, Produktdifferenzierung, der für den Eintritt notwendige Kapitaleaufwand, aber auch staatliche Steuerung gehören. Herrschen diese Konditionen, die auf zunehmender Interdependenz, man könnte auch sagen: vermachtete Oligopol-Marktstrukturen verweisen,²⁷¹ dann wird das Verhalten der Wettbewerber strategisch und die Strategie kompetitiv (Porter 2004 [1980]).

Dieser intensive Wettbewerb kann auch ein zu-viel-Wettbewerb nach sich ziehen, der auch gerne beim Namen genannt wird: Er heißt im Englischen dann *cutthroat competition*, *destructive competition* oder *hypercompetition* (Porter 1996, 61-62; Porter 2004 [1980], 88-91) – also *ruinöse Konkurrenz* oder *ruinöser Wettbewerb*.

Michael E. Porter (1979, 138) sieht – ganz wie Helmut Arndt – den Ursprung der Entwicklung ruinöser Dynamiken in der erhöhten Rivalität zwischen den Wettbewerbern, die sämtliche Möglichkeiten strategisch explorieren, um sich im Kampf um Profite zyklisch beschleunigt und immer wieder auf ein Neues

²⁷¹ Siehe auch Helmut Arndt (1981, 54), für den aus Machtkonzentration eine erhöhte Wettbewerbsintensität folgt. Ohne den *ruinösen Wettbewerb* zu nennen, verweist auch Michael Fritsch (2011, 180-181) auf eine erhöhte Wettbewerbsintensität in Oligopolstrukturen, deren Ursache in der erhöhten „Reaktionsverbundenheit“, einem andere Wort für Interdependenz, der in der Marktstruktur verbundenen Oligopolisten zu suchen sei. Weil Oligopolisten deutlich direkter spüren, dass man ihnen Marktanteile streitig mache, konkurrierten sie reaktionsschneller.

voneinander abzusetzen.²⁷² In den Augen Micheal E. Porters (1976; 1979) erhöht sich – wie bei Helmut Arndt – die Wettbewerbsintensität darüber hinaus, wenn das Aussteigen aus einem Konkurrenzverhältnis nicht mehr unmittelbar möglich ist, wenn Exit-Optionen trotz Verlustgeschäften aus strukturellen oder führungspolitischen Gründen nicht wahrgenommen werden, wenn die Bewahrung des Status quo der Marktposition zum vorrangigen Ziel wird. Ebenso steigt die Wettbewerbsintensität, wenn die Produkte einer Marktsituation sich sehr ähnlich sind, wenn es also keine Nischen gibt, in die sich die Marktakteure mit sicheren Profiten zurückziehen können. „A company can outperform rivals only if it can establish a difference that it can preserve“, formuliert er hierzu (Porter 1996, 62).

Weil in solchen Situationen der preisbezogene Leistungswettbewerb keine Option mehr sei, weil ein Senken des Preises ohne gleichzeitige Skaleneffekte existenzgefährdendem *Preisdumping* gleichkäme, konkurrierten die Marktakteure auf andere Art und Weise miteinander. Im angloamerikanisch dominierten mikroökonomischen Lehrbuchdiskurs wird diese Form der strategisch-operativen Konkurrenz auf den Begriff der *non-price-competition* reduziert. Neben dem Größenwettbewerb um Skaleneffekte ist die Werbung die bedeutendste in den industrieökonomischen Lehrbüchern zu findenden Strategie (Scherer 1980, 375-384; Tirole 1999, 637-640).²⁷³ Eine andere Strategie, die für Michael E. Porter (Porter 1996, 62-64) letztlich keine Strategie sondern ein leicht kopierbares Professionalisierungsverhalten ist, das keine langfristigen strategischen Vorteile bringe, ist die Optimierung des operativen Geschäfts bzw. der operativen Effizienz. „Operational efficiency (OE) means performing similar activities better than rivals perform them“, definiert Michael E. Porter (1996, 62). Operative Effizienz könne durch eine bessere Inputverwertung, besser motivierte Mitarbeiter, bessere Technik, aber auch durch Fusionen erreicht werden. Jedoch seien dies alles Praktiken, die sich nicht nur leicht kopieren lassen, sondern auch die gegenseitige Vergleichbarkeit, den Willen sich zu vergleichen und damit auch die Wettbewerbsintensität nochmals erhöhen. Die Folge ist prozyklische Destabilisierung, die man in nahezu allen Branchen beobachten und letztlich nur – das ist bemerkenswert – durch eine Verminderung des Wettbewerbs gelöst werden könne: „Competition based on operational effectiveness alone is mutually destructive, leading to wars of attrition that can be arrested only by limiting competition.“ „As rivals imitate one another’s improvements in quality, cycle times, or supplier partnerships, strategies converge and competition becomes a series of races down identical paths that no one can win“, schreibt Michael E. Porter (1996, 64).

4.1.4.2.4 Verhaltensökonomische Ansätze zum wettbewerbsstrategischen Anbieterverhalten

²⁷² Interessant ist in diesem Zusammenhang auch ein Zitat aus der Zivilrechtspraxis (Schäfer und Ott 2012), das diesen Befund aus dem strategischen Management bestätigt. Dort heißt es (ebd., 559): „Ein hoher Wissenstand in Bezug auf alle Preise und Qualitäten der gehandelten Waren ist produktiv, ein hoher Wissenstand bezüglich der Präferenzen und der persönlichen Lage anderer Marktteilnehmer ist dagegen unproduktiv, da er die Möglichkeiten strategischen Verhalten (Täuschung, Drohung, Bluff) ermöglicht und letzten Endes in einem Hobbes’schen Kampf ausarten muss.“

²⁷³ Frederic M. Scherer (1980, 380-382) betont insbesondere für die Werbung mögliche wettbewerbsbedingte sozialruinöse Tendenzen.

In seinem viel zitierten Aufsatz „Does competition destroy ethical behavior?“ hat der bekannte Verhaltensökonom Andrej Shleifer (2004) die wirtschaftspolitische Relevanz der durch Wettbewerb induzierten, manipulativ-strategischen und intersubjektiv vertrauensruinösen Verhaltensweisen betont. Andrej Shleifer (2004, 416) schreibt über die Motivation, die zum unethischen Verhalten der Bilanzmanipulation motiviert: „If earnings manipulation helps sustain a high valuation, it reduces the cost of capital, enabling companies to make acquisitions for stock, to attract better executives and workers with stock options, and even to issue new shares. For some companies, this was an issue of survival as well“.

Der Wettbewerbsrechtlicher Maurice Stucke fragt ähnlich und nennt seine Schlussfolgerungen „The Dark Side of Competition“ (Stucke 2013, 173). Er verweist darauf, dass zu-viel-Wettbewerb aus sich heraus eine policy-relevante Problemkategorie sein kann. Er bejaht, dass eine erhöhte Wettbewerbsintensität strategische Verhaltensweisen auf Seiten der Anbieter anreizt. Anbieterverhalten, dass mit der wohlfahrtsökonomischen Theorie nicht vereinbar ist und deswegen als ein „anomalies Anbieterverhalten“ bezeichnet werden muss. Statt aus dem Markt auszuschneiden, werden sämtliche profitrelevanten Möglichkeiten exploriert, die sich aus der Produktverfassung und der Marktstruktur ergeben. Meistens endet dies darin, dass der beschränkt rationale Kunde ausgebeutet werde. Zur Untermauerung wird ein Literatursurvey zitiert, in dem die Bedeutung beeinflussbarer Konsumenten für die konkurrierenden Anbieter untersucht wird. Darin steht (Huck und Zhou 2011, 6.2):

The most striking result of the literature so far is that increasing competition through fostering entry of more firms may not on its own always improve outcomes for consumers. Indeed competition may not help when there are at least some consumers who do not search properly or have difficulties judging quality and prices [...]. In the presence of such consumers it is no longer clear that firms necessarily have an incentive to compete by offering better deals. Rather, they can focus on exploiting biased consumers who are very likely to purchase from them regardless of price and quality. These effects can be made worse through firms' deliberate attempts to make price comparisons and search harder (through complex pricing, shrouding, etc) and obscure product quality.²⁷⁴

Maurice Stucke (2013, 174-175) hält unter anderem folgende Anomalien, weil nicht vertrauensbildenden Anbieterstrategien in vielen wettbewerbsintensiven Konstellationen für zentral:

- Die Manipulation der Preisperzeption des Konsumenten beispielsweise durch das Suggestieren eines Angebots,
- der Einsatz von Optionen bzw. Wahlmöglichkeiten beispielsweise durch die künstliche Ausweitung der Produktpalette und

²⁷⁴ Siehe zum Einfluss von Wettbewerbsintensität auf die Produktqualität auch Ezrachi und Maurice Stucke (2015). In diesem Sinne ließe sich auch die oben genannte adverse Auslese als wettbewerbsbedingten Prozess, ausgelöst und fortgesetzt als anomales Anbieterverhalten definieren.

- die Suggestion höherer Wertigkeit bei schlechter Qualität.

4.1.4.3 Fallbezogene Anwendung der wohlfahrtsökonomischen Grundlagen

In der Literatur werden zahlreiche Merkmale einer bis zuletzt gestiegenen Wettbewerbsintensität im globalisierten Bankgeschäft diskutiert. Und auch hier wurden bereits einige Strukturelemente zusammengetragen, die es jetzt noch einmal zu wiederholen gilt.

Die Interbankenmärkte sind globalisierte Oligopolmärkte, die von vielen Freiheiten und von weitreichender Reaktionsverbundenheit bzw. interdependenter Vernetzung geprägt sind. Die Dealer-Elitebanken „have become dependent on financial markets just as much as have their own customers“, schreiben Korkut Ertürk und Gökcer Özgür (2009, 4). Sie sind im Interbankenmarktssystem systemrelevant miteinander vernetzt. Sie sind Anbieter und Kunden zugleich und damit voneinander abhängig. Die gegenseitige Abhängigkeit reicht allerdings weit über die Organisationen hinaus. Im gegenseitigen Wettbewerb miteinander verbunden sind auch die Wettbewerbe auf der Ebene der Manager um Boni und andere Leistungen. Diese verbundenen Wettbewerbe erhöhen den Interdependenzgrad.

Marius Dannenberg (2001, 1) stellt für das zunehmend komplexer, dynamischer und unsicherer werdende Kreditgewerbe, die Abnahme der Reaktionszeiten fest, auf das strategische Verhalten eines konkurrierenden Wettbewerbers strategisch zu antworten. Die Digitalisierung hat die Kommunikation beschleunigt, was zur Abnahme der Reaktionszeiten beigetragen hat. Insbesondere die absolute Quantifizierung des ökonomisch-rationalen Handelns durch die Entwicklung der Finanzmathematik und der Computersysteme ist zu nennen. Claus W. Gerberich (2005, 10) schreibt: „Die Herausforderungen an die Unternehmen und deren Führung haben sich in den letzten Jahren dramatisch verändert. Die Ansprüche an die strategischen Basisziele wie eine angemessene Kapitalverzinsung, einen stetigen und hohen Cash-flow und eine kontinuierliche Wertsteigerung sind zwar inhaltlich die gleichen geblieben, haben sich jedoch in der Höhe des Zielniveaus und der Dynamik der Veränderungen deutlich verschoben.“ Die Finanzderivate, als direkte Folge dieser Quantifizierung, haben eine erhöhte Vergleichbarkeit erzeugt, die ebenfalls die Wettbewerbsintensität und damit die Reaktionsverbundenheit auf den Interbankenmärkten erhöht. „[V]aluation across space, time, and between different asset forms is the stuff of derivatives“, schreiben Dick Bryan and Michael Rafferty (2007, 36).

Zentral sind allerdings auch die Freiheiten, die den Dealer-Elitebanken durch Deregulierung entstanden sind. Beispielsweise wurde oben darauf hingewiesen, dass die Lockerung des Glass-Steagall Acts, den Wettbewerb der Geschäftsbanken mit den Nicht-Banken und damit die Entstehung der modernen Dealer-Elitebanken erst möglich gemacht hat (vgl. Kapitel 3.1).

Zu guter Letzt sind die Marktaustrittshindernisse zu nennen. Sie binden die Dealer-Elitebanken an ruinöse Verhaltensstrategien, die wegen der vertrauensbasierten Produktverfassung als auch der Marktmacht der Dealer-Elitebanken die Verwendung manipulativer Strategien möglich macht. Dass die

Marktaustrittshindernisse vor Beginn der Finanzkrise besonders hoch waren, hat ganz eindeutig Chuck Prince, seinerzeit CEO der Dealer-Elitebank mit dem Namen Citibank, im Juli 2007 in der Financial Times nachgewiesen, als er in einem Interview kundtat, dass „as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance“ (Nakamoto und Wighton 2007).

Nachfolgend sollen die Ursachen für die Überproduktion und Überkonsumtion von finanzwirtschaftlichem Innengeld im Interbankenmarktsystem auf der Basis des entwickelten handlungstheoretischen Wettbewerbsbegriffs analysiert werden. Wettbewerbsintensität soll als Ursache der Überproduktion und Überkonsumtion des finanzwirtschaftlichen Innengelds ausgemacht werden. Dazu soll der Prozess in drei Abschnitte gegliedert, die drei zeitläufige wettbewerbsbedingt ruinöse Verhaltensweisen beschreiben: die wettbewerbsbedingte Innovationsmotivation (4.1.4.3.1), die wettbewerbsbedingte Motivation zu mehr Risiko (4.1.4.3.2) und die wettbewerbsbedingte Libor-Manipulation der Dealer-Elitebanken (4.1.4.3.3).

4.1.4.3.1 Wettbewerbsbedingte Innovationsmotivation

Der Innovationsbegriff ist komplex (vgl. grundlegend Hauschildt 1998). Die statische Theorie der Wohlfahrtsökonomie akzeptiert die Innovation – und das ist ein guter Anknüpfungspunkt – als zentrales Ziel des marktförmigen Handelns. Innovationen werden wohlfahrtsökonomisch als eine Begleiterscheinung des vollständigen Wettbewerbs verstanden. Bei *vollständigem Wettbewerb* ist nach dem ökonomischen Gleichgewichtsmodell makroökonomische Innovationseffizienz gegeben (Fritsch 2011, 68). Aus wohlfahrtsökonomischer Sicht sind Innovationen folglich stets positiv konnotiert. Sie stehen für Wettbewerbsfähigkeit, Leistung, Fortschritt und Kreativität der Unternehmen, die auf der Funktionsfähigkeit einer Vielzahl von anderen auch politisch bereitgestellten Gütern, wie zum Beispiel Bildung basiert. Sie sind ein Indikator für die Dynamik einer marktwirtschaftlich organisierten Volkswirtschaft. Eine Dynamik, die man trotz aller modelltheoretisch notwendigen Statik ebenfalls sehr zu schätzen weiß, ja sogar als überragendes Ziel des staatlichen Gestaltungsauftrags makroökonomischer institutioneller Bedingungen verstanden wird (Gutowski 1999). Was genau allerdings eine spezifische Innovation über die strategisch-opportunistische und profitgeleitete Vorteilsgenerierung hinaus leisten können muss, um normativ eine Innovation zu sein bzw. die Rede von einem innovativen Verhalten zu begründen, definiert die Wohlfahrtsökonomie nicht weiter. Die soziale oder einfach nur realwirtschaftlich langfristige Nützlichkeit einer Innovation wird von der Wohlfahrtsökonomie kaum oder gar nicht hinterfragt (Sydow 1999, 168). Es herrscht ein weitgehend „unkritischer Innovationsenthusiasmus“ (Hauschildt 1998, 37).²⁷⁵ Dieser Eindruck verstärkt sich mit Blick auf die mikroökonomische Perspektive. Auch hier sind Innovationen grundsätzlich positiv konnotiert. Innovationen dienen dem Innovator dazu, sich von der Konkurrenz abzusetzen, sich strategisch Bahn zu brechen, wie Helmut Arndt (1952, 35) schreibt, bzw. – wie es heute angelehnt ans Englische heißt – einen sogenannten *First-Mover-Vorteil* zu erringen

²⁷⁵ Mit der Technikfolgenabschätzung gibt es ein Instrument, den sozialen Wert von Innovationen kritisch zu begutachten.

(Lieberman und Montgomery 1988), der dem Innovator bestenfalls eine zumeist allerdings nur temporäre Monopolrente beschert, weil sie von den Konkurrenten im „Wettbewerb der Nachahmer“ (Arndt 1952, 35) imitiert werden können.

In der öffentlichen Wahrnehmung unterliegen auch die Finanzinnovationen einem bedingungslosen Innovationsenthusiasmus: „[I]nnovation in financial economics is a term of praise used by third parties to denote the assumed qualities of a new product and which, in retrospect, is attached to the heroic innovator or heroic technique as a title of praise“, schreiben Ewald Engelen (2010, 56) und seine Mitstreiter. Ohne große Mühen können insbesondere Finanzproduktinnovationen, die es von Verfahrensinnovationen im Finanzsektor zu unterscheiden gilt, auch als ein wettbewerbsbedingtes Verhalten identifiziert werden, das alles andere als umfassend positiv zu bewerten ist.²⁷⁶ Grundsätzlich sind Innovationen als „Neuartigkeiten“ zu bezeichnen, die in mehrfacher Dimension auf sich aufmerksam machen. „Wie neu?“, „Was ist neu?“, „Neu für wen?“ und „Neu mit wem?“ sind Fragen, die es in diesem Zusammenhang zu stellen gilt (siehe Hauschildt 1998). Finanzproduktinnovationen sind im Prinzip nichts anderes als Geldsubstitute. Es reicht eine Idee, um im Rahmen der privatwirtschaftlichen Handlungsfreiheit ohne weiteren ressourcenaufwand ein neues vertragsbasiertes Finanzprodukt zu erzeugen. Möglicherweise sind noch einige Standardisierungen erforderlich, um Investoren von der Nützlichkeit des Finanzprodukts zu überzeugen, aber im Prinzip ist die Marktreife eines solchen Produkts schnell erreicht. Denn im Kern innoviert eine Dealer-Elitebank ein Finanzprodukt nur für einen kleinen Kreis. Auch ist die Marktreife von Finanzprodukten nicht mit der Marktreife anderer Güter zu vergleichen, nicht zuletzt weil die innovierenden Dealer-Elitebanken selber investieren und damit den Markt für ihre Innovationen auch selber erzeugen können. Die Einfachheit finanzwirtschaftlicher Produktinnovationen machen sie darüber hinaus imitierbar. Ein Konkurrent kann die Produktinnovation des Innovators je nach Komplexität des Produktes und der für die Vermarktung notwendigen operativen Ressourcen imitieren, ohne einen Patentschutz zu berücksichtigen. Der einzige Vorteil, der dem Innovator bleibt, ist die Reputation, die er als Erstanwender des Produktes verbessert und für die Etablierung weiterer Innovationen einsetzen kann. Dass die Produktinnovationen, die das Interbankenmarktsystem konstituieren, ihren Erfindern keinen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil einbringen, erinnert an den oben zitierten operationellen Wettbewerb, dem Michael Porter (1996, 62) aus ähnlichen Gründen langfristig destruktive Wirkungen attestiert. Die Nachahmung der Finanzinnovationen verstärkt die Wettbewerbsintensität, denen die Dealer-Elitebanken ausgesetzt sind.

Vor diesem Hintergrund werden insbesondere die Produktinnovationen in einigen sozialwissenschaftlichen Arbeiten als eine Art strategische Bastelei (*Bricolage*) verstanden, die nach Meinung der Autoren

²⁷⁶ Aber auch in anderen Wirtschaftssektoren werden vermeintliche Innovationen zunehmend kritisch auf ihren wahren Innovationsgehalt geprüft. Beispielsweise im Bereich der Patentierung von pharmazeutischen Wirkstoffen oder im Kontext von ärztlichen Behandlungstechniken. Weniger Folgenreich für Dritte sind vermeintliche Innovationen bei beworbenen Konsumprodukten. Aber auch hier ist zu beobachten, dass der Begriff der Innovation in der Hauptsache genutzt wird, um eine produktspezifische Neuerung zur ökonomischen Nutzenmaximierung anzuzeigen.

nicht als Innovationen, sondern eher als situationsbedingte Improvisation bezeichnet werden sollten (Hildyard 2008, 4; Engelen et al. 2010, 56). Nicholas Hildyard (2008, 4) beschreibt Motivation der Innovation von Finanzprodukten als eine Art „opportunistic recombining of ‘whatever is at hand’ to overcome a particular obstacle or to achieve a given objective” (Kursiv im Original). Finanzinnovationen sind als Produktinnovationen zu werten, die den Dealer-Elitebanken weniger einen strategischen Vorteil in Bezug auf ihre unmittelbaren Konkurrenten als in Bezug auf regulierungsbedingte Hindernisse bieten. Finanzproduktinnovationen sind folglich einem rivalistischen Verhalten geschuldet, bei dem die oligopolistisch koordinierten Dealer-Elitebanken unternehmensstrategisch betrachtet, zuvorderst die Regulierer als Konkurrenz verstehen. Die Produktinnovationen des Interbankenmarktsystems sind somit in erster Linie geeignet, bestehende nationale und globale Steuerungsbemühungen zu umgehen. Dies wurde oben bereits angedeutet (vgl. Abschnitt 3.2). Mit den Interbankengeldmärkten und beispielsweise der privatwirtschaftlichen Anpassung des Repo-Instruments etablierten die Dealer-Elitebanken eine parallele marktförmige Finanzierungsquelle. Und die Interbankenmärkte der strukturierten Vermögensverbriefung sowie die Entwicklung der Kreditausfallversicherungen sind zusammengenommen Produkte, mit denen sich einige Risiken der Fristentransformation von den Bilanzen der Banken in das Interbankenmarktsystem verlagern lassen. Sie alle sind also Produkte, mit denen sich die nationalen und globalen Eigenkapitalregeln umgehen lassen, die sich in der Regel auf die sichtbaren Bilanzen der Dealer-Elitebanken beziehen. Sie alle sind Produkte eines sogenannten „regulatory gamesmanship“ bzw. einer *regulatorischen Arbitrage* (Fleischer 2010, 228), die in Form der Kreditderivate auch als Instrument der „befreiten Spekulation“ beschrieben werden kann (Stout 2010).²⁷⁷

Die strategisch-rational erdachten Produktinnovationen, die das Interbankenmarktsystem konstituieren und im Sinne einer „Continuous Reinvention“ (Erturk und Solari 2007) weiterentwickeln, sind, weil sie der organisierten Aushebelung von existierenden und geplanten Regeln dienen, nur bedingt als sozial bzw. realwirtschaftlich wertvoll zu bezeichnen. Sie sind finanzwirtschaftliche Entwicklungen, die zeigen, wie im ruinösen Wettbewerb das als Innovationseffizienz gefeierte permanente „strategische Basteln“ zum opportunistischen Selbstzweck im Kampf um Wettbewerbsvorteile (Erturk und Solari 2007, 386) und den sich daran anknüpfenden Motiven der entgrenzten Profitmaximierung verkommt. Die Finanzinnovationen sind Entwicklungen, die insbesondere das Geschäft der Dealer-Elitebanken trotz hoher Wettbewerbsintensität zwar mikroökonomisch effizienter (vgl. das oben formulierte Paradox), gleichzeitig aber auch makroökonomisch fragiler gemacht haben. Und das, indem sie politisch unter hohem Aufwand erstrittene und durchgesetzte Regeln unter dem Deckmantel der positiv konnotierten Innovation konterkarieren. Ein solches, das Verhältnis von bestehender Regulierung und ökonomischem

²⁷⁷ Lynn A. Stout (2010) weist darauf hin, dass grundlegend für die befreite Spekulation („unfettered speculation“) ein Gesetz von 2000 war, der *Commodities Futures Modernization Act* (CFMA), auf das hier nicht weiter eingegangen werden kann. Der aber die unter die *besondere Opportunismusgefahr* fallende Spekulation als eindeutige Verhaltensoption möglich machte. In Bezug auf Index-Spekulationen, für die die *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) Ausnahmeregelungen für Wall-Street Banken gewährte, argumentiert Michael W. Masters vor dem US-amerikanischen Senat (US-Senat 2008) ebenfalls im Sinne einer befreiten Spekulation (vgl. auch den nachfolgenden Abschnitt 4.1.4.2.2).

Handeln beschreibende Verhalten kann bereits als wettbewerbsbedingt manipulativ ausgelegt werden, denkt man beispielsweise daran, dass sich mit Hilfe der strukturierten Vermögensverbriefung die eigene Bilanz und auch Steuergesetze managen bzw. manipulieren lassen. Ein Verhalten, das bereits als Straftat ausgelegt werden kann (Schwarcz 2002; Shleifer 2004). Das Produzieren bzw. Innovieren der Produkte des Interbankenmarktsystems ist ein wettbewerbsbedingt opportunistisches Verhalten. Es ist ein ruinöses Verhalten, nicht weil es die Konkurrenz direkt ruiniert, sondern weil es mit einem pervertierten strategischen Handeln gleichzusetzen ist, dass den negativen externen Effekt der prozyklischen Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds Vorschub leistet und somit langfristig systemdestabilisierend wirkt. Es ist ein Verhalten, das ruinös ist, weil es deutlich macht, dass die Dealer-Elitebanken ihrer Verantwortung für das ihnen anvertraute System nicht gerecht werden können. Es ist ein sich fortsetzendes Verhalten, das gerade jüngst Wolfgang Schäuble hervorgehoben hat, als er aussprach, dass die Banken weiter reguliert werden müssten, weil sie immer noch motiviert seien, Regeln zu umgehen (Afhüppe et al. 2013).

4.1.4.3.2 Wettbewerbsbedingte Motivation die Risikotoleranz zu senken

Ein zweites wettbewerbsbedingt ruinöses Verhalten, das die Stabilität des Interbankenmarktsystems und seiner realwirtschaftlichen Deckungen direkt gefährdet, ist die wettbewerbsbedingte Motivation der Dealer-Elitebanken immer höhere Risiken einzugehen. Grundsätzlich – so muss man konstatieren – kann das Interesse eines Unternehmens nicht die Vermeidung von Risiken sein: „Das Eingehen von Risiken gehört zum Wesen unternehmerischer Tätigkeit“, schreibt beispielsweise Theodor Baums (2011b, 219). Für Claus Luttermann (1998, 135-136) sind Unternehmen „Wagnisgemeinschaften“, deren individuelles unternehmerisches Wagnis darin besteht, eine möglicherweise gewinnbringende Unternehmung zu finanzieren und das dabei eingesetzte Wagniskapital zu vermehren. Gemeint ist hier vielmehr das für das Wirtschaften im Interbankenmarktsystem und das Bereitstellen und Aufrechterhalten der Zirkulation des finanzwirtschaftlichen Innengelds mitunter maßgebliches Eingehen von unter anderem Zins-, Kredit-, Liquiditäts-, Gegenpartei- und andere Preisrisiken in nur noch schwer zu kontrollierenden und im Einzelfall bestandsgefährdenden Ausmaßen (Baums 2011b). In Ausmaßen, die nur schwer den Straftatbestand der Untreue aber mindestens einem moralischem Fehlverhalten im traditionellen Hochrisikogeschäft Bank gleichkommen, weil durch ihr Eingehen nicht nur die Grenzen des Unternehmensbestandes und der Technik der Risikomodellierung, sondern insbesondere auch die für das Risikogeschäft Bank so wichtigen Grenzen der gegenseitigen Berechenbarkeit immer wieder auf ein Neues herausgefordert werden. Christian Olearius und Bernd Thiemann (2012) schreiben dazu vereinfachend aber treffend, dass insbesondere in einigen Bereichen, die direkt auf die vermeintlichen Innovationen im Interbankenmarktsystem zurückzuführen sind, „[d]ie alte Tugend der Berechenbarkeit [...] sich zur Risikosteuerungskompetenz und die eher neomodische Tugend der Kreativität zur Verlustdeckungs-Artistik in Tateinheit mit einem wie auch immer intendierten strategischen Wettbewerbsvorsprung“ gewandelt.

Die mit der Wettbewerbsintensität steigende Risikobereitschaft der Dealer-Elitebanken macht sich auf dreierlei Weise bemerkbar: im spekulativen Eigenhandel, in der Fristentransformation und in der Verschuldung der Dealer-Elitebanken. Alle drei Phänomene gründen auf in den Dealer-Elitebanken getroffenen Entscheidungen, die im Ergebnis als Verhaltensweisen einer steigenden Risikobereitschaft beschrieben werden können. Sie können als Ausformungen des wettbewerbsbedingten Überlebenskampfes im Rahmen der ruinösen Konkurrenz im Interbankenmarktsystem beschrieben werden, als welche sie sich auch wenn sie bestandsgefährdende Folgen für die Banken bereithalten, nicht bzw. nur begrenzt strafrechtlich verfolgbare sind (Mülbert 2011; Schröder 2011).

Spekulativer Eigenhandel: Die steigende Risikobereitschaft äußert sich erstens in der geschäftlichen Konzentration der Dealer-Elitebanken auf den Geschäftsbereich des spekulativen Eigenhandels, wo die Dealer-Elitebanken durch ihre in informatorischer Hinsicht zentrale Position und durch ihre größenbedingten Mengenkapazitäten selbst bei allgemein niedrigen Margen monopolartige Renditen erwirtschaften können (Finke et al. 2013). Insbesondere die Instrumentengruppe der Derivate ist für den Eigenhandel von herausragender Bedeutung. Machen sie es doch möglich, mit wenig finanziellem Aufwand, bei gleichzeitig großer Hebelwirkung auf jede verfügbare, einen Vermögenswert betreffende Information zu spekulieren.²⁷⁸ Für Michael Simkovic (2009, 278) vermarkten die Dealer-Elitebanken spekulative CDS gleich einem Kasino und gehen dabei ein enormes Gegenparteirisiko ein, nicht zuletzt weil sie ihren Gegenparteien Derivate-Spekulationen auch auf Kredit ermöglichen, sich die eingegangenen Risiken allerdings durch das Eingehen von Gegenpositionen wiederum versichern. „As in gambling, the house almost always wins in the long run“, bewertet Michael Simkovic (ebd.) die Situation, die das verantwortungslos-ruinöse Verhalten bestmöglich beschreibt. Jeff Merkley und Carl Levin (2010) berichten, dass „[s]ince 2004, trading revenues have sky-rocketed at the largest banks, and by the end of 2009, accounted for all of their net operating revenues“. Der spekulativ Eigenhandel der Dealer-Elitebanken und seine kommerzielle Vermarktung auch auf Kredit ist ein Verhalten, dessen sozialer Nutzen

²⁷⁸ Angenommen ein Investor kauft Weizen, um diesen in der Zukunft weiterzuverkaufen. Er investiert \$1000 seines Kapitals (EK) und spekuliert darauf, dass der Preis für Weizen steigt. Steigt der Preis auf 1500\$ so macht der Investor einen Gewinn von 500\$. Von einem Leverage-Effekt lässt sich bei dieser Investition nicht sprechen, da der Investor kein Fremdkapital eingesetzt hat, weshalb der Verschuldungsgrad bei dieser Investition bei 0 liegt, die Eigenkapitalrendite der Investition jedoch trotzdem stolze 50Prozent beträgt. Der finanzwirtschaftlich ideale Leverage (Hebel) der beschriebenen Investition läge bei $\$500/\0 , also \$500 Gewinn bei \$0 Eigenkapitalaufwendung. Nach dieser Rechnung liefe die Eigenkapitalrendite gegen „unendlich“. In der Praxis ist ein solcher Leverage (Hebel) zwar denkbar, er erfordert jedoch einen sehr solventen Gläubiger (AAA) und einen risikowilligen Schuldner (Das 2010, 31f.). Einen Grundstock an Eigenkapital gilt es normalerweise in jede Investition einzubringen. Bei einem EK-Anteil von 10 Prozent (in unserem Fall \$100) läge der Leverage bei $\$500/\100 (5:1), also bei einer Eigenkapitalrendite von 500 Prozent, vorausgesetzt die Zinsen für das gekaufte Fremdkapital liegen unter der Gesamtrendite, was im vorliegenden Beispiel eher nicht der Fall sein dürfte. Die unbedarfte Ausnutzung des Leverage-Effekts birgt jedoch Risiken, wie die Kapitalmarktkrise gezeigt hat. Angenommen für eine Investition von \$1000 nimmt der Investor \$900 FK zu einem Zinssatz von fünf Prozent auf. Anstatt wie angenommen zu steigen, sinkt der Weizenpreis auf \$900, also um nur 10Prozent. Fünf Prozent von \$900 entsprechen \$45 Zinsen. Die Jahresrendite beträgt somit -\$145. Das EK ist demnach verloren. Die Zinsen auf das Fremdkapital ließen sich bereits bei einem Preisverfall von 10Prozent nicht mehr tragen. Im Bereich des spekulativen Finanzderivatehandels sind Leverage-Raten von bis zu 400:1 nicht ungewöhnlich.

bestritten werden muss. Er dient vielmehr der spekulativen Gewinnmaximierung in einem intensiven Wettbewerbsumfeld.

Fristen-/Liquiditätstransformation: Die steigende Risikobereitschaft der Dealer-Elitebanken macht sich zweitens an einer *zu-viel* Fristentransformation im Interbankenmarktsystem bemerkbar. Die Fristentransformation stellt den Kern des klassischen Bankgeschäfts dar. In ihrem Rahmen werden kurzfristige Passiva in langfristige Aktiva gewandelt. Auch im Interbankenmarktsystem gibt es Fristentransformation, die man allerdings eher als Liquiditätstransformation beschreiben muss. Der Unterschied zur Fristentransformation ist, dass die Liquiditätstransformation in die andere Richtung verläuft: Aus langfristigen Aktiva werden kurzfristige Passiva, wobei die Liquiditätsinkongruenz im Unterschied zu der Fristeninkongruenz von der Marktliquidität der langfristigen Aktiva rührt, die in die instrumentenspezifische Liquiditätsproduktion eingebunden sind. „Note the difference to the maturity mismatch concept“, schreiben Markus Brunnermeier, Gary Gorton und Arvind Krishnamurthy (2014, 101): „Holding thirty-year Treasuries bonds financed overnight involves an extreme maturity mismatch, but the liquidity mismatch of such a position is limited as US Treasuries typically appreciate in times of crisis.“ Instrukтив ist das Beispiel der strukturierten Finanzvermögensverbriefung. Aus weitgehend illiquiden Finanzvermögenswerten werden liquidere Finanzvermögenswerte produziert, wobei der Liquiditätsinkongruenz von der Qualität des Basisfinanzvermögenswerts abhängt. Gleiches gilt wiederum für die Repo-Finanzierung. Mit einem möglichst geldnahen Finanzvermögenswert als Sicherheit wird Finanzierungsliquidität bereitgestellt. Wobei die Geldnähe der Finanzvermögenssicherheit allerdings vom Marktgeschehen abhängt und dadurch an das Gesamtsystem rückgekoppelt ist. Und auch die Benutzung von FX Swaps und anderen Instrumenten, um ein Wechselkursrisiko zu *hedgen*, geht mit Liquiditätsinkongruenzen oder Währungskursinkongruenzen einher, weil ihre Kurzfristigkeit eine ständige Erneuerung (Roll-Over) der Verträge erforderlich macht, die nur in friktionslosen Marktumfeldern Zusatzkostenfrei funktioniert. Die Liquiditätsinkongruenz ist also das Risiko, dass sich eine vertragliche Konstellation nicht verlängern lässt. Es ist die potentielle Gefahr des Versiegens der durch die Dealer-Elitebanken bereitgestellten Marktliquidität (Brunnermeier et al. 2014). Die gesunkene Risikotoleranz der Dealer-Elitebanken zeigt sich diesbezüglich darin, dass sie für sich und ihre Großkunden immer mehr Liquidität produzierten. Die Qualität und das Währungsgleichgewicht der verwendeten Basisfinanzvermögenswerte waren gleichzeitig aber immer weniger ausschlaggebend für die Produktion von neuer Finanzierungsliquidität im Interbankenmarktsystem. Die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden fragten immer kurzfristigere Finanzierungsarrangements auf der Basis immer schlechter werdender Sicherheiten nach.

Verschuldung (Leverage): Die steigende Risikobereitschaft ist – drittens – aber auch in Form der stetigen Reduktion des Eigenkapitals im Verhältnis zum Fremdkapital zu beobachten (Schularick und Taylor

2012).²⁷⁹ Dies ist ein Sachverhalt, der im zweiten Kapitel (vgl. 3.2.5) als operationeller *Leverage* oder systemübergreifend als *Debt Inflation* bzw. als Verschuldung mit finanzwirtschaftlichem Innengeld beschrieben wurde. Eine Verschuldung, deren Ausweitung eine höhere Eigenkapitalrendite (*return on equity*) mit sich bringen kann, gleichzeitig aber auch die individuell oder im System potentiell zu tragenden Verluste erhöht. Es gilt insgesamt: „The more leverage you have, the less bad luck you can survive“ (Klein 2010). Im Vorfeld der Finanzkrise ist der Verschuldungsgrad der Dealer-Elitebanken gestiegen, was auf eine höhere Risikobereitschaft hinweist. Die Erhöhung des Verschuldungsgrads erfolgte in der Hauptsache durch die Verschleierung der Bilanz mit Hilfe des Interbankenmarktsystems. Der operationelle Leverage-Effekt des britischen Bankenkonglomerats *Northern Rock* lag im Sommer 2007 bei ungefähr 85:1 (Shin 2009a, 113). Den systemweiten durchschnittlichen Leverage-Effekt der US-amerikanischen Investmentbanken bemessen Tobias Adrian und Hyong Song Shin (2010b, 433) für den gleichen Zeitpunkt mit bis zu 35:1. Für die US-amerikanischen und europäischen Dealer-Elitebanken berechnen sie in einer anderen Arbeit Verschuldungsraten, die sich im 1. Quartal 2008 auf durchschnittlichen Wert von respektive ca. 22:1 (USA) und 70:1 (Europa) belaufen (Adrian und Shin 2010a, 17). Im Anschluss an die jüngste Finanzkrise wurde das bereits seit Beginn des Bankgeschäfts beobachtbar sinkende Eigenkapital der Banken (Berger et al. 1995a) als ein unmittelbar destabilisierendes Element ausgemacht. Während die Innovation des Interbankenmarktsystems die Möglichkeiten erweiterte, ein größeres Risiko zu gehen, muss die sinkende Risikotoleranz, d. h. das individuelle Ausgesetztsein einer sozial schädlichen Verschuldung, als im Sinne der ruinösen Konkurrenz ursächlich wettbewerbsbedingt identifiziert werden (Turner 2011, 13).

Wie lässt sich allerdings der Mechanismus beschreiben, der als ruinöser Wettbewerb die Profitinteressen insbesondere der Dealer-Elitebanken ruinös potenziert und in einen unmoralischen Überlebenskampf hat münden lassen, obwohl diese doch ihrer sozialen Verantwortung gerecht werden sollten? Zuerst einmal sei auf die Einlagenversicherung und die Systemrelevanz der Dealer-Elitebanken hingewiesen. Die Sicherheit, dass die Kundeneinlagen staatlich garantiert sind, genauso wie der Status einer Dealer-Elitebank systemrelevant zu sein, induziert ein allgemein sorgloseres Verhalten, das in der sozialwissenschaftlichen Literatur gerne als grundlegendes Übel in Bezug auf die Risikotoleranz des Bankgeschäfts genannt wird (Keeley 1990). Ebenso müssen die internen Kapitalmärkte der Dealer-Elitebanken hervorgehoben werden, durch die Interessenkonflikte zwischen dem treuhänderischen *Flow* und dem eigenverantwortlichen *Prop Trading* gefördert und ausgenutzt werden können. Dass die üblicherweise dem Markt inhärenten Sicherungsmechanismen dabei nicht funktionierten, ist nicht verwunderlich. Die

²⁷⁹ Insbesondere im Vorfeld der Finanzkrise waren die Eigenkapitalquoten äußerst gering. Die Royal Bank of Scotland hatte zum Zeitpunkt ihres Kollapses eine Eigenkapitalquote von 0,3 Prozent, schreibt der Economist (2012a). Historisch gesehen sind weitaus höhere Eigenkapitalquoten normal. Allen N. Berger, Richard J. Herring, Giorgio P. Szegö (1995a, 402) weisen in ihrem Aufsatz darauf hin, dass US-amerikanische Banken 1840 55 Prozent Eigenkapital vorhielten. Bis 1989 war die durchschnittliche Eigenkapitalquote der US-amerikanischen Banken auf 6,21 Prozent gesunken. Sie ist im Anschluss kurz gestiegen, um dann weiter zu fallen.

internen Interessenkonflikte der Dealer-Elitebanken wurden im Wettbewerb im Dienste einer übermäßigen Liquiditätsproduktion von finanzwirtschaftlichem Innengeld verantwortungslos zum eigenen kurzfristigen und zum kurzfristigen Vorteil der exklusiven Großkunden ausgenutzt (Mehran und Stulz 2007). Insgesamt reichen diese Argumente aber noch nicht aus, um die Entstehung eines ruinösen Risikotoleranzverfalls in Bezug auf die individuelle und systemweite Verschuldung zu begründen.

Der Mechanismus, der die Dealer-Elitebanken zur ruinösen Senkung ihrer Risikotoleranz zwang, muss also umfassenderer Art sein. Das bestätigen einige jüngere finanzwissenschaftliche Arbeiten, die zwar nicht von ruinösem Wettbewerb sprechen, allerdings den Wettbewerb und seine spezifische Verhaltensformen induzierenden Eigenschaften hervorheben. Demnach wird die schwindende Risikotoleranz der Dealer-Elitebanken mit dem bankenwirtschaftlichen Kompensationssystem in Verbindung gebracht, das in sich bereits einen ruinösen Wettbewerb um das immer kostspieligere Humankapital Bankangestellter begründet und darüber hinaus einen weiteren ruinösen Wettbewerb forciert: die permanente Herabsetzung der allgemeinen Risikotoleranz im Überlebenskampf der Elitebanken (Bebchuk et al. 2010; Bannier et al. 2012). Andrei Shleifer (2004) lässt in seiner Arbeit die Verbindung zwischen steigenden Boni und dem Sinken der Risikotoleranz noch vermissen, analysiert darüber hinaus allerdings zitierenswert. Für ihn stellt der Wettbewerb um die besten Angestellten noch einen weitgehend funktionierenden Markt dar. Jedoch sind seiner Meinung nach die Finanzmärkte und somit auch das Interbankenmarktsystem ein – ökonomisch gesprochen – ineffizientes System. Überträgt man die Argumentation Andrei Shleifers‘ auf das Interbankenmarktsystem, dann steigen die gezahlten Boni, weil die fähigsten Angestellten über Fähigkeiten verfügen, die die Banken im Wettbewerb um Profite und den Überlebenskampf einkaufen müssen. Er schreibt: „[M]anagers who can create or sustain a bubble in company stock reduce its cost of equity capital. If some managers are more able than others to do that, then their compensation is determined by the competition among firms for this service“. Diese Argumentation ließe sich auch auf die Fähigkeit zur Libor-Manipulation anwenden. Will man sie auf das sukzessive Sinken der Risikotoleranz ausweiten, wie dies Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen und Holger Spamann (2010) sowie Christina E. Bannier, Eberhard Feess und Nathalie Packham (2012) tun, dann muss man die Argumentationskette wie folgt erweitern. Im Grundsatz bleibt das Argument bestehen, dass die Höhe des Nutzens, den ein Angestellter der Dealer-Elitebanken den Dealer-Elitebanken einzubringen vermag, sich auf die Höhe seines Bonus auswirken muss. Problematisch ist nun, dass je höher die potentiell gezahlten Boni ausfallen, die sich im ruinösen Wettbewerb um die besten Angestellten aufstauen und die Gewinne der Elitebanken beschränken, desto größer wird der ebenfalls ruinöse Zwang sein, immer größere Risiken einzugehen. Darin begründet sich, was Gillian Tett (2009b) das „bonus-dilemma“ nennt, dessen Anerkennung in der Finanzwelt weitgehend anerkannt ist.

4.1.4.3 Wettbewerbsbedingte LIBOR-Manipulation

Die wettbewerbsbedingt unlauterste Verhaltensweise, die ein Marktakteur an den Tag legen kann, ist die Manipulation. Im rivalistischen Profit- und Überlebenskampf der Dealer-Elitebanken sind Manipu-

lationen indirekt bereits im Zuge der strategischen Finanzproduktinnovationen angeklungen. Eine strafrechtlich verfolgbare Manipulation ist die Anwendung von Finanzinstrumenten, mit denen sich Regulierungen aushebeln und hohe Risiken eingehen lassen, allerdings nicht (siehe bspw. Schröder 2011). Am ehesten strafrechtlich verfolgbar sind Verhaltensweisen, die auch mit dem Abschluss von Finanzinstrumenten einhergehen, wenn sie genutzt werden, um Vorschriften der Rechnungslegung nach dem Tatbestand einer nachweisbaren Bilanzverschleierung zu umgehen (Kempf 2011).²⁸⁰ Sofern sie nachweisbar sind, werden hingegen solche Manipulationen ohne weiteres strafrechtlich verfolgt, die Institutionen betreffen, die der Markt selbstregulativ bereitstellt, und die den Wettbewerb möglich machen, so zum Beispiel die Manipulation der selbstregulativ gesetzten „Leitplanken“ (Finke et al. 2013) des Interbankenmarktsystems, den Referenzzinssätzen und Referenzpreise, von denen es im Interbankenmarktssystem eine Menge gibt.

Neben den jüngst entdeckten und strafrechtlich verfolgten direkten Manipulationen solcher Marktleitplanken hat insbesondere die LIBOR-Referenzzinsmanipulation für Aufmerksamkeit gesorgt (Economist 2012c).²⁸¹ Seit mindestens 2005, so die Ermittlungen der britischen Finanzaufsicht (FSA 2012), haben die für die Bereitstellung des Libor-Zinssatzes verantwortlichen Dealer-Elitebanken, auf unterschiedliche Art und Weise die Referenzzinssätze manipuliert, an dem sich OTC-Transaktionen im Wert von 550 Billionen Dollar im Interbankenmarktssystem orientieren. Die Bereitstellung des Libor-Zinssatzes leisten im Auftrag der *British Banker's Association* (BBA) seit 1985 16 in London ansässige internationale Elitebanken. Dazu geben die von der BBA ausgewählten 16 Elitebanken ihren Libor-Zinsvorschlag ab und die BBA berechnet und veröffentlicht den Durchschnittswert ihres Produkts, das als Referenzzinssatz für den OTC-Interbankenhandel in insgesamt zehn Währungen dient. Auf der Webseite der BBA wird das Verfahren wie folgt beschrieben: „Every contributor bank is asked to base their bbalibor submissions on the following question: ‘At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size just prior to 11 am?’ Therefore, submissions are based upon the lowest perceived rate at which a bank could go into the London interbank money market and obtain funding in reasonable market size, for a given maturity and currency (Kursiv im Original).“²⁸²

²⁸⁰ Shaun D. Ledgerwood und Paul R. Carpenter (2012, 290) stellen fest, dass „Market manipulation remains an understudied and misconstrued phenomenon, in part due to lack of cohesive theory for analyzing manipulation across cases, agencies, statutes, and now (with EU financial reform) continents.“ Sie unterscheiden „outright fraud“ und „the nebulous use of market power“ als Verhaltensweisen, die Marktmanipulationen begründen. Darüber hinaus ergänzen sie einen dritten Fall, den sie „uneconomic trading“ nennen. Ein Fall, der in gewisser Weise den nachfolgenden Ausführungen entspricht, allerdings das handlungsleitende Konzept der ruinösen Wettbewerbsintensität meidet und dabei in einer klassisch-ökonomischen Denkweise verharret.

²⁸¹ Aber auch andere marktleitende Referenzpreise beispielsweise für Edelmetalle wie Gold und Silber wurden von Dealer-Elitebanken manipuliert und haben in jüngster Zeit eine Reihe von strafrechtlicher Verfahren nach sich gezogen, die entweder noch anhängig sind oder durch Vergleichszahlungen beigelegt wurden (Finke et al. 2013).

²⁸² Vgl. Webseite der *British Banker's Association* (BBA). URL: <http://www.bbalibor.com/explained/the-basics>, (8.12.2013).

Eine wettbewerbsbedingte Manipulation des Libor-Bestimmungsprozesses ist gemäß dem Produktionsverfahren sehr gut denkbar. Sie kann den Elitebanken auf unterschiedliche Weise von Nutzen sein und dabei die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption von finanzwirtschaftlichem Innengeld über das moralisch vertretbare Maß hinaus puschen. Zwei Manipulationsmotivationen sind zu unterscheiden (Abrantes-Metz et al. 2012; FSA 2012; Kregel 2012): erstens, die Manipulation des Libor-Zinsvorschlags durch einzelne Derivatehändler, bei der die Manipulationsrichtung von spezifischen Handelspositionen abhängt, die in Verbindung mit Absprachen zwischen den Dealer-Elitebanken höchst effiziente Ergebnisse erzeugen können. Und zweitens die Manipulation des Libor-Zinsvorschlags, bei der der Libor-Zinssatz durch Absprachen auf höchster Managementebene der ausgewählten Elitebanken nach unten manipuliert wird. Beide Formen der Manipulation sind mindestens ab 2005 empirisch nachgewiesen. Die erste Manipulationsmotivation ist im Kern die Möglichkeit des Profits im spekulativen Aktivgeschäft. Die Motivation zur Manipulation des Libor ist hier abhängig von offenen Handelspositionen und wird entsprechend nach oben und nach unten angestrebt. Eine Verschiebung des Libor von nur einem Basispunkt im Unterschied zu einem anderen Referenzzins bzw. zu einer offenen Position mit einem anderen Referenzzins kann in Abhängigkeit von der gehandelten Menge, die quantitativ gegen unendlich tendiert, nicht unerhebliche Profitoptionen begründen. Die zweite Motivation betrifft die Reputation und die Finanzierung der an der Libor-Setzung beteiligten Elitebanken. Hierbei geht es eher, um die Signalwirkung, die branchenweit mit einem niedrigen Libor-Zinssatz verbunden ist. Dealer-Elitebanken „may use the Libor calculation process to signal to the market that their operating costs are lower (i.e. that they are financially healthier) than they are in reality“. Mit ihrem niedrigen Libor-Gebot zeigen sie an, dass es ihnen besser geht, als andere Informationen Anlass zu spekulieren geben. Die Folge dieser Manipulation ist neben einer kostengünstigeren Finanzierung am Interbankenmarkt also die Aufrechterhaltung des Vertrauens in das finanzwirtschaftliche Innengeld, d. h. in das Interbankenmarktsystem.

Die Libor-Manipulation lässt sowohl auf das Motiv der Profitmaximierung als auch das Motiv des ruinösen Überlebenskampfes schließen. Die individuelle Manipulation des Libor-Zinssatzes ging seiner gemeinschaftlich-kooperativen Totalmanipulation voraus (Kregel 2012). Die frühen Manipulationsversuche der Derivatehändler dienten der Profitmaximierung im Eigenhandel. Von den Manipulationen profitierten die Händler, weil sie profitorientiert vergütet werden, sowie die Dealer-Elitebanken selbst, weil Profit ihre Reputation stärkt. Nicht zuletzt deswegen ist davon auszugehen, dass auch das Bankmanagement von den individuellen Manipulationen wusste, sie mindestens deckte. Sie wussten ebenso und noch eindeutiger von den Manipulationen, mit denen der Libor-Zinssatz insgesamt manipuliert wurde. Dieses gemeinschaftliche Manipulationsverhalten der Dealer-Elitebanken weist auf ruinösen Wettbewerb in seiner Endphase des Überlebenskampfes hin. Ihre individuelle und gemeinsame fundamentale Verantwortung für die Stabilität des Interbankenmarktsystems versuchen die Dealer-Elitebanken zu guter Letzt durch die kooperativ strategische Manipulation marktzentraler Referenzpreise zu retten. Mit diesem Verhalten vergrößern sie ihren Profit, der als gesteigerte Reputation das gegenseitige Vertrauen in die

Erwartung der Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktsystems stärkt, langfristig gefährden sie allerdings aktiv und unmittelbar die Stabilität des Interbankenmarktsystems bzw. räumen noch im Stillen ein, dass die Stabilität des Interbankenmarktsystems von ihnen allein nicht mehr zu gewährleisten ist. Sie befinden sich bereits unmittelbar vor dem eigenen Bankrott, den sie mit allen Mitteln zu verhindern versuchen, weil ihr eigener Bankrott wissentlich den Bankrott des Gesamtsystems nach sich zieht.

Dass die Wettbewerbsintensität das gemeinschaftliche Manipulationsverhalten der Dealer-Elitebanken ausgelöst hat, ist nicht leicht zu belegen. Eine Erklärung in diesem Sinne würde auch das James Crotty (2008) formulierte Paradox erklären, wonach hoher Wettbewerb und hohe Gewinne in einer Branche sich theoretisch ausschließen. Entsprechend finden sich in der Literatur Autoren, die fehlenden Wettbewerb als Ursache für Marktmanipulationen ausmachen. Dies ist insofern naheliegend, als kooperative Absprachen oder vernetztes Handeln von Marktteilnehmern in der wohlfahrtsökonomischen Theorie des Monopols und der Marktmacht auf fehlenden Wettbewerb hinweisen. Marktmanipulationen mit dem Phänomen hoher Wettbewerbsintensität zu begründen, ist mit Hilfe der klassischen Wettbewerbsdefinition, wonach es in einem Markt Wettbewerb entweder gibt oder nicht gibt, nicht möglich. Will man Kooperations- und Vernetzungsstrategien zwischen Marktteilnehmern als strategisch motivierte Antwort auf geringe Profitoptionen bei hoher Wettbewerbsintensität verstehen, dann muss man anerkennen, dass Wettbewerbsintensität auch in dem Sinne ruinös sein kann, wie in diesem Abschnitt 4.1.4 beschrieben wurde. Das marktmanipulative Verhalten der Dealer-Elitebanken dient der Erhaltung des Status quo der Marktstruktur bei gleichzeitiger Optimierung des Profits eines exklusiven Kreises von Marktteilnehmern, den der britische Economist (2012c) „the rotten heart of finance“ nennt. Hohe Profite bei hoher Wettbewerbsintensität sind also genau dann miteinander vereinbar, wenn die herrschende Wettbewerbsintensität nicht mehr soziale, sondern allein die Ziele einer elitären Gruppe begünstigt – sich eine elitäre Gruppe von Marktteilnehmern also sozial ruinös und nicht zuletzt über den Punkt des im funktionierenden Leistungswettbewerb notwendigen Marktaustritts hinaus abzusichern weiß.

4.1.5 SYNTHESE III: ZENTRALE PROBLEMKATEGORIE »WETTBEWERBSINTENSITÄT«

Damit sind die Ursachen der zyklischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems auf der Basis einer vierteiligen wohlfahrtsanalytisch angeleiteten Analyse des Interbankenmarktsystems zusammengetragen. In Abbildung 20 finden sich die multiplen Ursachen für die Destabilisierung des Interbankenmarktsystems, die von der zentralen Problemkategorie der Wettbewerbsintensität überwölbt wird, systematisch zusammengestellt.

Abbildung 20: Ursachen-Wirkungszusammenhänge der eigendynamischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems

Ursachen			Wirkung	
Ursachenart	Analyseebene	Marktversagen	Dealer-Elitebanken	Interbankenmarktsystem
Grundlegend	Öffentliches Gut Systemstabilität	Externe Effekte	Prozyklische Überproduktion, Überkonsumption	Prozyklischer Anstieg strategisches Misstrauen
Indirekt	Produktverfassung	Informationsasymmetrie	Allg. Opportunismusgefahr durch Produktverfassung	Vertrauensinstabilität
Indirekt	Marktstruktur	Unteilbarkeiten, Irreversibilitäten	Bes. Opportunismusgefahr durch Marktmacht	Zirkulationsstabilität Innengeld, Exploration von Schwäche
Direkt	Wettbewerbsbedingtes Verhalten der Akteure	Anpassungsmängel, Wettbewerbsintensität	Prozyklische Überproduktion, Überkonsumption	Prozyklischer Anstieg strategisches Misstrauen
Phase 1	<i>Kampf um Wettbewerbsvorteile</i>	<i>Unsoziale Innovationen</i>	<i>Innovationsmotivation</i>	<i>Interbankenmarktsystem zur Finanzierungs- und Risikosteuerung</i>
Phase 2	<i>Risikoignoranz</i>	<i>Risikoaggregation, Qualitätsverlust- adverse Auslese</i>	<i>Motivation zur Verschuldung, Spekulation</i>	<i>Schuldeninflation</i>
Phase 3	<i>Kampf ums Überleben</i>	<i>Gegenseitiges Misstrauen, Vertrauensdestabilisierung</i>	<i>Regelmanipulation, Herdenverhalten</i>	<i>Grenzstabilität, Vertrauensverlust</i>

Quelle: Eigene Darstellung

Den Rahmen der Abbildung 20 stellt einer Unterscheidung in „Ursachen“ und „Wirkung“ der strukturellen und handlungspraktischen Ursachen für die Auslösung des makroökonomischen Systemkollapses im Interbankenmarktsystem dar. Die Ursachenseite setzt sich aus drei Spalten zusammen. Sie gliedert sich in die Spalten „Ursachen“, „Untersuchungsebene“ und „Marktversagen“. Bei der Einordnung der Ursachen (erste Spalte links „Art“) werden *grundlegende*, *indirekte* und *direkte Ursachen*, die drei *Phasen* einschließt, für die Auslösung des makroökonomischen Systemkollaps unterschieden. In der angrenzenden Doppelspalte, die den Titel „Wirkung“ trägt, werden die Wirkungen der Ursachen jeweils aus der Perspektive der Dealer-Elitebanken und aus der Perspektive des Interbankenmarktsystems präsentiert. Die Abbildung ist Zeile für Zeile von links oben nach rechts unten zu lesen. Sie beginnt (links oben) mit der Anerkennung der Stabilität des Interbankenmarktsystems als öffentliches Gut, was auf eine Rückkopplung an die Nationalstaaten und somit als eine Versicherung des Interbankenmarktsystems zu werten ist, die man auch mit den oben beschriebenen Systemrisikothesen TBTF und TCTF beschreiben kann. Sie endet (rechts unten) mit dem Zustand der Grenzstabilität, die mit dem „Vertrauensverlust“ der Marktakteure in das makroökonomische Gesamtsystem in den Systemkollaps mündet. Vom Systemkollaps aus lässt sich wiederum an die erste Position springen. Die Abbildung kann aber auch Spaltenweise von oben nach unten gelesen werden. Die wettbewerbsinduzierten Verhaltensweisen und ihre phasenweisen Effekte, die entscheidend für das Verständnis der sukzessiven Destabilisierung des Interbankenmarktsystems sind, sind grau hinterlegt. Nachfolgend sollen die zentralen Aussagen der in den vorangegangenen Abschnitten diskutierten Abschnitte noch einmal zusammengefasst werden.

Die Betonung liegt dabei auf der zentralen Problemkategorie *Wettbewerbsintensität*. Sie ist als die Ursache für die Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds im Interbankenmarktsystem auszumachen.

Die Basis (vgl. Abschnitt 4.1.1) der Ursachenanalyse ist die Feststellung, dass das finanzwirtschaftliche Interbankenmarktsystem an das realwirtschaftliche System rückgekoppelt ist. In der Rückkopplung materialisiert sich der negative externe Effekt, demzufolge die Destabilisierung einer Dealer-Elitebank, die Destabilisierung des globalen Interbankenmarktsystems und damit auch das öffentliche Gut der Stabilität der national parzellierten, realwirtschaftlichen Gesamtsysteme gefährdet. Der negative externe Effekt kann als die Folge oder das Symptom der prozyklischen Überproduktion und Überkonsumption von finanzwirtschaftlichem Innengeld durch national eingebettete und global handelnde Dealer-Elitebanken bezeichnet werden, die auf Dauer das privat erzeugte Clubgut der Zirkulationsstabilität des finanzwirtschaftlichen Innengelds gefährden, indem sie sich selber und das Gesamtsystem gefährden (Systemrisikothesen TBTF und TCTF). Soweit die Zusammenfassung des in 4.1.1 zu findenden ersten Schritts der Problemanalyse. Die genauen Ursachen der prozyklischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems, also die Ursachen für die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds, gibt diese Ebene der Untersuchung allerdings nicht Preis.

Auch der zweite (vgl. Abschnitt 4.1.2) und dritte (vgl. Abschnitt 4.1.3) Schritt der in diesem Kapitel durchgeführten wohlfahrtsanalytisch angeleiteten Problemanalyse lässt die direkten Ursachen für die Schuldeninflation im Interbankenmarktsystem noch weitgehend im Dunkeln. Mit beiden Analyseschritten ist die intertemporäre Ausdehnung des finanzwirtschaftlichen Innengelds nicht abschließend zu erklären. Beide Analyseschritte offenbaren allerdings indirekte Ursachen für die Überproduktion und Überkonsumption des bestenfalls zirkulierenden, finanzwirtschaftlichen Innengelds, die die Besonderheit des Produkts (Produktverfassung) und seiner Produzenten, Konsumenten und Vermittler (Marktstruktur) betreffen: eine allgemeine und eine besondere Opportunismusgefahr. Eine Gefahr moralischer Verfehlungen seitens der Akteure, die notwendigerweise solange eine Gefahr bleibt, bis sie sich als Risiko materialisiert.

Die erste indirekte Ursache, die allgemeine Opportunismusgefahr, betrifft weniger die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds, als vielmehr seine instabile Grundkonstitution, die sich mit einer Analyse der Produktverfassung bestimmen lässt. Das finanzwirtschaftliche Innengeld ist ein Gut, dessen Produktqualität strategisch ungewiss ist. Die strategische Ungewissheit der Produktqualität ist gleichzusetzen mit dem Risiko, dass der Konsument eingeht, wenn er in ein Produkt dieser Art investiert. Die Güter, die hier finanzwirtschaftliches Innengeld genannt wurden, verknüpfen die Gegenwart mit der Zukunft. Sie sind Güter, die eine zukünftige Geldzahlung verlangen, die zwangsläufig nicht sicher sein kann. Die Konstitution der Produkte macht sie zu Vertrauensgütern. Als Vertrauensgüter sind sie Güter, die Informationsdienstleistungen notwendig machen. Die notwendigen Informationen stehen allerdings ebenfalls marktförmig zur Verfügung. Sie gehören zur

Umwelt des Marktes. Man muss sie entweder kaufen oder sie sammeln, d. h. mit den Mitteln der Marktanalyse selbst generieren. Allerdings liegt auch den so gewonnenen Informationen eine Verknüpfung von Gegenwart und Zukunft zu Grunde. Sie sind in der Regel finanzmathematisch ermittelte Wahrscheinlichkeiten, deren Qualität je nach Produktionsweise selbst strategisch ungewiss ist. Das finanzwirtschaftliche Innengeld ist somit ein doppelt strategisch ungewisses Produkt. Eine Ungewissheit, die sich auf das Interbankenmarktsystem überträgt. Das Interbankenmarktsystem ist zusammengenommen ein Produkt, das auf der Akteursebene strategisch opportunistisches Handeln in unterschiedlicher Vielfalt indirekt möglich erscheinen lässt und sich deswegen durch eine grundsätzliche „Vertrauensinstabilität“ auszeichnet.

Die zweite indirekte Ursache, die besondere Opportunismusgefahr, betrifft die Dealer-Elitebanken, die die instabile Grundkonstitution der Produkte kompensieren, in dem sie die Märkte auf der Basis ihrer reputationsbedingten Marktmacht vermitteln und damit Vertrauen in die latent instabilen, weil strategisch ungewissen Märkte injizieren. Die Dealer-Elitebanken sind am besten geeignet, die Gegenwart mit der Zukunft zu verknüpfen. Ihre reputationsbedingte Marktmacht hilft ihnen, das doppelt strategisch ungewisse finanzwirtschaftliche Innengeld zu einem handelbaren Produkt zu machen. Die Quellen ihrer Reputation sind vielfach. Eine Quelle ist ihr Wissen über die Märkte, das sie als im Zentrum des Interbankenmarktsystems stehende Akteure quasi-automatisch generieren. Eine andere Stabilitätsquelle ist ihre nationale Einbettung, die ebenfalls Informationsvorteile begründet.²⁸³ Andererseits ist sie aber auch eine Art Existenzversicherung, die zudem den Kern der Rückkopplung an die nationalen zentralbankzentrierten realwirtschaftlichen Systeme konstituiert. Den Dealer-Elitebanken kommt eine enorme Verantwortung zu, der sie prinzipiell entsprechen könnten. Allerdings öffnet die Reputationsmacht in Verbindung mit den Informationsvorteilen noch eine weitere potentielle Verhaltensmöglichkeit. Sie kann nämlich ebenso genutzt werden, um die allgemeine Opportunismusgefahr in besonderer Weise auszuspielen: Die reputationsbedingte Marktmacht insbesondere der Dealer-Elitebanken kann die besondere Opportunismusgefahr durch die Ausnutzung der unternehmensstruktur- und reputationsbedingten Interessenkonflikte im Interbankenmarktsystem mit sich bringen.

Was aber führt dazu, dass sich die allgemeine und die besondere Opportunismusgefahr in einem wiederkehrenden Zyklus materialisiert? Genau dies ist auf der Basis der wohlfahrtsökonomischen Theorie am ehesten mit der Problemkategorie der Anpassungsmängel, grundsätzlich allerdings ein nur schwer zu erklärender Vorgang. Denn der Vorgang betrifft das wettbewerbsbedingte Verhalten der Anbieter. Es betrifft das mit dem Gleichgewichtsmodell nicht vereinbare Eingeständnis, das Wettbewerbsintensität Marktversagen verursachen kann. Hier wurde jedoch gegenteiliges festgestellt (vgl. Abschnitt 4.1.4.2

²⁸³ Die potentielle Zirkulationsstabilität des finanzwirtschaftlichen Innengelds ist jedoch nicht allein das Produkt der Reputation der Dealer-Elitebanken, sondern – neben der Produktqualität einiger anderer zentraler Finanzvermögenswerte, beispielsweise der Qualität von Staatsanleihen und Aktienindizes, aber auch der Qualität der zentralen realwirtschaftlichen Rahmenwerte (Arbeitslosenquote, Löhne, etc.). Durch sie wird die Grundstimmung aufrechterhalten.

und Abschnitt 4.1.4.3). Wettbewerbsintensität beeinflusst das Verhalten der Anbieter von Gütern. Wettbewerb stärkt die Verhaltensmotivationen der Innovation, der Risikoaggregation und der Marktmanipulation. Wettbewerb fördert eine Verhaltensdegeneration, die im Zeichen des wettbewerbsbedingten Überlebenskampfes der Dealer-Elitebanken und durch die Ausprägung der allgemeinen und besonderen Opportunismusgefahr gefördert wird und die zur Überproduktion und Überkonsumption eines Gutes führt, welches langfristig systemdestabilisierende Auswirkungen zeitigt (negativer externer Effekt).

Für die Stabilität des Interbankenmarktsystems ergeben sich hieraus folgende Konsequenzen: Wie in Abschnitt 4.1.4 gezeigt wurde, folgt die ruinöse Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds einer zyklischen Entwicklung (vgl. *Ursache Direkt* – Reihe 4/Abbildung 20). Die verantwortungsvolle systemstabilisierende Funktion der Dealer-Elitebanken konfligiert mit ihrer Organisation als gewinnmaximierende Unternehmen, als welche sie grundsätzlich mit den anderen Dealer-Elitebanken um Marktanteile konkurrieren. Diese Konkurrenz ist es, die als die *erste* direkte Ursache für die prozyklische Destabilisierung des Interbankenmarktsystems verantwortlich gemacht werden muss. Denn in der Konkurrenz vergessen die Dealer-Elitebanken ihre Verantwortung für die Systemstabilität samt seiner Rückkopplungen zum realwirtschaftlichen System. Die hier zu beobachtende Konkurrenz ist von individuell rationalen mikroökonomisch-strategischen Verhaltensweisen geprägt, die makroökonomische Effekte auslösen.

Die Innovationen, die Risikoaggregation und die Manipulationen entwickeln sich zu zentralen Komponenten des sich fortsetzenden und beschleunigenden ruinösen Wettbewerbs zwischen den Dealer-Elitebanken. Alle drei stehen nacheinander oder auch gleichzeitig für den ruinösen wettbewerbsbedingten Zyklus, der sich von dem Kampf um Wettbewerbsvorteile bis hin zum Überlebenskampf erstreckt und an dessen Ende der Systemkollaps, der negative externe Effekt auf der Systemebene steht. Während die Innovationen der Dealer-Elitebanken noch als innovativer Teil des Systemaufbaus bewertet werden können, deren Folgen nur bei genauerem Hinschauen pervertierte Tendenzen offenbaren, beispielsweise die kreative Aushebelung bestehender staatlicher Regeln oder aber die innovative Konstruktion einer multinationalen Dealer-Elitebank, so ist die Risikoaggregation bereits ein deutlicher Hinweis auf eine fortgeschrittene ruinöse Wettbewerbsintensität. Ein Hinweis auf einen einsetzenden Überlebenskampf zwischen den Dealer-Elitebanken, den nur gewinnen kann, wer entweder operativ effizienter bzw. spekulativ ignoranter auftritt. Wobei die operative Effizienz als Vorstadium der spekulativen Ignoranz zu bezeichnen ist. Die spekulative Ignoranz kratzt bereits an einem allgemeinen Verfall der guten Sitten, der sich allgemein Bahn bricht, wenn markt-manipulatives Handeln eine rational-strategische Option wird.

Marktmanipulativ ist im klassischen Sinne die konzertierte Beeinflussung der Preisbildung. Dies kann auf unterschiedliche Weise geschehen. Einerseits durch den Missbrauch treuhänderischer Aufgaben in Geschäftsbeziehungen, beispielsweise in der Informationsbereitstellung. Zu nennen ist diesbezüglich beispielsweise der Fall, dass die Dealer-Elitebank *Goldman-Sachs* der Dealer-Elitebank *Deutsche Bank* riskante Tranchen einer von ihr angeleiteten Verbriefung mit den besten Empfehlungen verkaufte, um

anschließend gegen diese Papiere zu wetten (Frankel 2010, 130-131). Marktmanipulativ ist andererseits aber auch der Missbrauch der eigenen systemkonstitutiven Funktion als Leitplankensetzer für eine Institution, die sämtlichen Marktakteuren die Finanzierungskosten mit diktiert. Nicht zuletzt dies sind Anzeichen eines wettbewerbsbedingten Endstadiums, bei dem sämtliche sozial wünschenswerten Koordinationsbemühungen zwischen Marktakteuren dem Wettbewerb geopfert werden.

Wann genau es zum Systemkollaps kommt, das lässt sich – wie das Wetter – nicht genau vorhersagen. „Man weiß das Limit solange nicht, bis man es überschreitet“, hört man Extremsportler mitunter aussprechen, wenn sie über ihren Wettbewerb mit der Natur philosophieren. Und auch im wettbewerbsbedingten Überlebenskampf der Dealer-Elitebanken gelten ähnliche Regeln, allerdings mit viel weitreichenderen sozialen Konsequenzen. Es sei nochmals auf das Zitat verwiesen, das Chuck Prince, CEO der Citibank, auf dem Höhepunkt der jüngsten Finanzkrise gesprochen hat: „[A]s long as the music is playing, you’ve got to get up and dance.“ Die *laufende Musik* repräsentiert den Markt mit der eigenen bereits prekarierten Existenz, und das fortgesetzte *Tanzen*, das Chuck Prince sozusagen als Pflicht versteht, ist die Metapher dafür, das bereits intersubjektiv anerkannt sozial pervertierte Verhalten fortzusetzen, auch weil man keine Wahl hat, aus dem Geschehen auszubrechen (Marktaustrittshindernis). Man *tanzt* sozusagen in der Herde mit. Klar ist allerdings, dass sich mit dem Ende der Musik eine neue Situation einstellt, die den Zyklus vollendet, der durch die Wettbewerbsintensität beschleunigt wird.

Was aber lässt die Stabilität des Systems kippen? Wann ist soziale Koordination unter den Bedingungen der ruinösen Konkurrenz nicht mehr möglich? Wo liegt die Grenzstabilität des Interbankenmarktsystems? Die Antwort liegt auf der Hand: Sie betrifft die Humanressource des gegenseitigen Vertrauens, der Grundlage für soziale Handlungskoordination. Im von allgegenwärtiger Ungewissheit geprägten zeitläufigen Wirtschaftszyklus der Finanzmärkte ist das Vertrauen vom individuellen Verhalten der anderen abhängig. Das Interbankenmarktsystem ist das Produkt der Dealer-Elitebanken. Sie haben sich untereinander vernetzt, um es zum Leben zu erwecken, nutzen es aber gleichzeitig, um miteinander zu konkurrieren, ihren Profit, ihren *Return on Equity* zu steigern und den Status quo der Marktstruktur weitgehend aufrecht zu erhalten. Das Interbankenmarktsystem ist ein künstlicher Markt für Risiken. Das Problem, der um den Erhalt des Status quo kämpfenden Marktakteure ist, dass das Vertrauen nicht unendlich reproduziert werden kann. Das Problem ist, dass das Vertrauen, das die Dealer-Elitebanken durch ihre Reputation generieren, die herrschende Wettbewerbsintensität nicht beseitigt, sondern nur überlagert. Man kooperiert nicht in erster Linie, um Vertrauen aufzubauen und zu reproduzieren, sondern um Profitoptionen zu wahren. Macht jemand einen Fehler, dann verflüchtigt sich das vermeintliche Vertrauen schlagartig im sogenannten *Minsky Moment* (McCulley 2009). Ein Moment des Übergangs, auf den der makroökonomische Schock, die Liquiditätskrise, der *Financial Meltdown* und all die anderen Symptome einer platzenden Spekulationsblase folgen.²⁸⁴

²⁸⁴ Christoph Ph. Schließmann (2010, 57) schreibt von komplexen Systemen, die wie Glas zerbrechen können, wenn sie ihre Grenzstabilität bzw. Maximalkomplexität erreicht haben.

Wenngleich die „Vertrauensempfindlichkeit des Bankgeschäfts“ (Rudolph 2011, 285) erneut ins Auge springt, muss die zentrale Schlussfolgerung dieser Marktversagensanalyse die Feststellung sein, dass es die Wettbewerbsintensität im Interbankenmarktsystem ist, die es zu steuern gilt, will man gesellschaftlich relevante, gemeinwohlorientierte Finanzpolitik betreiben, d. h. ursachengerechte Lösungsvorschläge für die prozyklische Destabilisierung des Interbankenmarktsystems diskutieren, ohne sich hinter modelltheoretischen Dogmen und krisenbedingten Symptomen zu verstecken. Die *Wettbewerbsintensität* ist die zentrale „analytische Problemkategorie“ (Dose 2008b, 246). Sie muss in einem Umfeld von Vertrauensgütern und oligopolistischer Vermachtung bzw. Vernetzung zwangsläufig eine prozyklisch beschleunigte Destabilisierung des Gesamtsystems mit sich bringen, die nur durch die zielgerichtete Beschränkung der Wettbewerbsintensität durch politische Steuerung nachhaltig zu beheben, d. h. mindestens zu verlangsamen ist. Allein die Reduzierung der Wettbewerbsintensität zwischen den Dealer-Elitebanken würde das Vertrauen zwischen den Dealer-Elitebanken so nachhaltig stärken, dass der Überlebenskampf nicht mehr unter „ruinösen“ Vorzeichen ausgetragen werden müsste.²⁸⁵ Vielmehr böte sich insbesondere den Dealer-Elitebanken die Gelegenheit, die systembedeutende und stabilitätsimperative Berechenbarkeit und Vertrauenswürdigkeit ihres eigenen Verhaltens besser wertzuschätzen und somit ihr strikt profitorientiertes Verhalten, das strategisches Misstrauen hervorruft, an ihre soziale Verantwortung anzupassen.

4.2 ZWISCHENFAZIT: URSACHENADÄQUATE ANTWORT AUF MARKTVERSAGEN DURCH WETTBEWERBSINTENSITÄT

Die zentrale Problemkategorie für die Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds und die damit einhergehende Allokationsineffizienz, d. h. den negativen externen Effekt, die durch die Verfassung der gehandelten Produkte (Vertrauensgüter) und die Marktmacht der Protagonisten noch verstärkt wird, ist die »Wettbewerbsintensität« zwischen den Dealer-Elitebanken. Dies hat die kombinierte, auf der Basis der handlungstheoretisch angeleiteten wohlfahrtsökonomischen Marktversagenskategorien argumentierende Problemanalyse bis hierhin ergeben.

Wettbewerbsintensität hat vor allem handlungspraktische Folgen in Umwelten, in denen Vertrauensgüter produziert und gehandelt werden und die von marktmächtigen Akteuren beherrscht werden. Die Dealer-Elitebanken dynamisieren die Suche nach eigennutzenmaximierenden Problemlösungen. Die Wettbewerbsintensität lässt die Dealer-Elitebanken sich strategisch Verhalten, um ihre Zukunft zu sichern. Sie agieren in ihrem Sinne rational-kompetitiv auf ihr Umfeld, indem sie alle Freiheiten, die ihnen aus der Produktverfassung und ihrer Marktmacht entstehen, im Sinne der eigenen Gewinnmaximierung

²⁸⁵ Das allein die Senkung der Wettbewerbsintensität eine Lösung sein kann, ruinöses Wettbewerbsverhalten und die daraus entstehenden gesellschaftlichen Probleme zu lösen, darauf verweist Michael E. Porter (1996, 64) mit Bezug zur operativen Effektivität in dem oben bereits zitierten Abschnitt (4.1.4.2.3): „Competition based on operational effectiveness alone is mutually destructive, leading to wars of attrition that can be arrested only by limiting competition.“

und zunehmend auf Kosten des öffentlichen Guts der Finanzsystemstabilität, d. h. auf Kosten der Vertrauensstabilität zwischen den interdependent interagierenden Dealer-Elitebanken, professionell explorieren. Dealer-Elitebanken setzen auf Regulierungsarbitrage, d. h. auf ein kreatives Spiel mit den staatlich gesetzten Regeln, die eigentlich ihr Verhalten lenken sollen. Sie setzen auf riskante spekulative Geschäfte, auf eine ungebremste Liquiditätsproduktion bei gleichzeitig sich bilanzwirksam verlängernden Finanzierungs- und Risikoketten, die umso riskanter werden, je qualitativ minderwertiger bzw. kurzfristiger die ihnen zu Grunde liegenden Wertpapiersicherheiten sind. Im intensiven Wettbewerb setzen auf ein Minimum an Eigenkapital und auf die Manipulation von systemweit installierten Selbstregulierungsmechanismen, um den Vorsprung der Konkurrenz aufzuholen bzw. um selber einen Vorsprung zu erzielen. Sie erzeugen dabei die prozyklische Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds.

Sucht man jetzt nach der ursachenadäquaten Antwort auf das Problem der Wettbewerbsintensität, dann ist man mit der Schwierigkeit konfrontiert, dass die Problemkategorie in der gegebenen Form in der steuerungstheoretischen Literatur nicht oder nur als Eigendynamik existiert. Einige hilfreiche Hinweise lassen sich auf der Basis der bisherigen Problemanalyse allerdings ableiten.

Demnach ist es notwendig, dass die eingesetzten Steuerungsinstrumente, um ursachenadäquat zu sein, Freiheit beschränken. Die Freiheit der Dealer-Elitebanken muss zum Schutz des gegenseitigen Vertrauens eingeschränkt werden. Dazu kommen allein materiell-rechtliche Ge- und Verbote in Frage. Staatliche Steuerung muss mit Ordnungsrecht intervenieren, um langfristig die Wettbewerbsintensität auf den Interbankenmärkten zu beschränken. Es müssen die Handlungsalternativen der Dealer-Elitebanken begrenzt werden, um dem Gesamtsystem und seiner Entwicklung die Dynamik zu nehmen, die alles andere als gesellschaftlich effiziente Ergebnisse hervorbringt. Ganz nach dem Motto: „Making Banking Boring“, das Paul Krugman (2009) in seiner *New York Times* Kolumne auf dem Höhepunkt der Krise 2009 als eine potentielle entdynamisierende bzw. hierarchisierende Steuerungsstrategie ausrief.

Eine weitere Erkenntnis ist, dass es überaus schwierig sein dürfte, bei Erhaltung des Status quo der Dealer-Elitebanken und ihrer gegenseitigen Verflechtung bzw. Interdependenz das gegenseitige Vertrauen zu stabilisieren. Erforderlich, aber nicht durchsetzbar sind all die Maßnahmen, die den Dealer-Elitebanken die potentielle Fähigkeit abnehmen, als TBTF Dealer-Elitebanken die gegenseitige Vernetzung zu stabilisieren. Solche Maßnahmen umfassten die Zerschlagung der Konglomerate, deren interne Wettbewerbe deutlich auf das strategische Verhalten der Marktteilnehmer wirken. Eine durchsetzbare, weil pfadabhängige Alternativlösung ist stattdessen ein auf materiell-rechtlichen Ge- und Verboten basierender Eigenkapitalvertrauensschutz, wie er bereits mit Basel-II existiert. Trotz Erhaltung des Status quo der Organisationsfreiheit der Dealer-Elitebanken könnte auch dieser bei richtiger Ausgestaltung systemstabilisierend wirken. Jedoch hat die jüngste Krise gezeigt, dass diese Erfahrungen scheinbar nicht ausgereicht haben, um effektiv an das Verantwortungsbewusstsein der Dealer-Elitebanken für das

vertrauensinstabile Interbankenmarktssystem sowie die nationale und internationale Realwirtschaft zu appellieren. Warum dies so ist, wird im nachfolgenden dritten Teil der Problemanalyse untersucht.

5. PROBLEMANALYSE III: INSTABILITÄT DES INTERBANKENMARKTSYSTEMS – STEUERUNGSVERSAGEN

Wie angedeutet ist die Problemanalyse mit der Feststellung der zentralen Problemkategorie »Wettbewerbsintensität« noch nicht abgeschlossen. Vielmehr gilt es das Steuerungs-Regime bzw. die Steuerungsinstrumente in den Blick zu nehmen, mit denen sich das Problem der Instabilität der Interbankenmärkte möglichst ursachenadäquat lösen lässt. Denn eine weitere Quelle für die ruinös-destabilisierende Eigendynamik des Interbankenmarktsystems stellt das Steuerungs-Regime selbst, d. h. die Baseler Eigenkapitalsteuerung (Basel-I und Basel-II) dar. Genauer gesagt: das BCBS Regelungs-Regime, das als Teil des Problems erörtert werden muss, nicht zuletzt um die Dynamik zu verstehen, die die anzuwendenden Steuerungsinstrumente auslösen.

Dieses Kapitel schließt die Problemanalyse ab. Es soll (5.1) die Wirkung beschrieben werden, die die Baseler Eigenkapitalsteuerung auf das Interbankenmarktsystem und seine Regime-Anwender, insbesondere die Dealer-Elitebanken, bis zum Beginn des makroökonomischen Ereignisses ausübte. Es soll gezeigt werden, dass die Baseler Eigenkapitalsteuerung die überindividuelle Vertrauensempfindlichkeit im Interbankenmarktsystem nicht stabilisieren konnte, sondern – im Gegenteil – die Wettbewerbsintensität und die damit einhergehenden bankindividuellen vertrauensgefährdenden Verhaltensweisen im Interbankenmarktsystem prozyklisch förderte, was die *Rede vom Steuerungsversagen* erlaubt. In einem nachfolgenden Zwischenfazit (5.2) sollen die Ergebnisse unter dem Titel *Steuerungsversagen durch Überflexibilität* der bankregulatorischen Eigenkapitalnormen zusammengefasst werden, bevor im fünften Kapitel die Analyse der Wirkung und Durchsetzbarkeit der Revision des BCBS Eigenkapitalschutz-Regime durch den Maßnahmenkomplex Basel-III ansteht.

5.1 SYSTEMINSTABILITÄT IM INTERBANKENMARKTSYSTEM: BCBS EIGENKAPITALSCHUTZ-REGIME ALS STRUKTURPROBLEM

Das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime ist ein transnational ausgehandeltes Maßnahmenpaket, das materiell-rechtliche Qualität besitzt, weil es erwartbar in den nationalen Rechtsräumen implementiert wird. Das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime dient dem Schutz des Informationsgehalts des Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden. So soll die Vertrauensinstabilität des Interbankenmarktsystems gefestigt werden. Weil das Interbankenmarktsystem jedoch trotz des bestehenden BCBS Eigenkapitalschutz-Regime kollabiert ist, muss gefragt werden, welche Funktion das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime im Kontext des wettbewerbsbedingten Systemversagens eingenommen hat. Ist das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime in der Lage die Flüchtigkeit des Gläubigervertrauens im Interbankenmarktsystem zeitunabhängig und überindividuell zu stabilisieren? Und wenn nicht, was die wahrscheinlichere Antwort und die zentrale These dieses Kapitels ist, muss weiter danach gefragt werden, welche Wirkung

die Regeln des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes auf das Verhalten der Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem warum ausüben?

Die Analyse des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes erfolgt in neun Schritten. Erstens (5.1.1) werden das bilanzielle und das bilanzrechtliche Eigenkapital unterschieden. Zweitens (5.1.2) werden der regulatorische Eigenkapitalbegriff und die Formen und Funktionen des regulatorischen Eigenkapitals herausgearbeitet, die für eine Vertrauensstabilisierung zentral sind. Drittens (5.1.3) wird knapp auf die BCBS Eigenkapitalstandards und die Rolle der nationalen Finanzaufsichtsbehörden eingegangen. Viertens (5.1.4) steht der Regelungsrahmen über das bankregulatorische Mindesteigenkapital im Bank- und im Handelsbuch im Zentrum. Fünftens (5.1.5) ist die Eigenkapitaldefinition bestehend aus Kernkapital, Ergänzungskapital und Drittrangmittel zu diskutieren. Sechstens (5.1.6) muss die Risikogewichtung im Standardansatz erläutert werden. Siebtens (5.1.7) gilt es sich der Risikogewichtung im Internal-Rating-Based Approach bzw. im Fortgeschrittenenansatz zu widmen. Achters (5.1.8) muss die Differenzierung der Risikogewichtung im Bank- und im Handelsbuch erläutert werden. Und neuntens (5.1.9) soll in einer Synthese darauf verwiesen werden, dass die regulatorische Überflexibilität als ein Anreiz gewertet werden muss, sich prozyklisch zu verhalten. Das heißt, dass das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime in Kombination mit weiteren Anreizen beispielsweise im Bereich der Rechnungslegung Teil des Problems der zyklischen Destabilisierung des Interbankenmarktsystems ist.

5.1.1 BILANZIELLES UND BILANZRECHTLICHES EIGENKAPITAL

Widmen wir uns zuerst dem bilanziellen Eigenkapitalbegriff, von dem sich die bilanzrechtlichen Eigenkapitalbegriffe und einige Hinweise auf die Funktion des Eigenkapitals als Vertrauen bildendes Gesundheitszeugnis ableiten lassen. Der bilanzielle Eigenkapitalbegriff nach Luca Pacioli ist ein elementarer Bestandteil der sogenannten *Doppik*, der doppelten Buchführung, welche sich grundsätzlich durch die spiegelbildliche und nach Prinzipien gegliederte Gegenüberstellung des Vermögens auf der linken und der Schulden auf der rechten Seite einer zweiseitigen Bilanz auszeichnet. Das bilanzielle Eigenkapital erzeugt in der Gesamtkonzeption der doppelten Buchführung die Symmetrie und geschlossene Logik zwischen Aktiv- und Passivposten, die Bilanzmathematiker so schätzen und deren innere Logik sie mitunter vehement verteidigen (Bitz 2007, 152).²⁸⁶ „[D]urch die Bewertung von Vermögensgegenständen und Schulden und die Saldierung der dabei ermittelten Wertsummen entsteht als modelltheoretisches Abstraktum die Größe, die wir heute als bilanzielles Eigenkapital kennen“, schreibt Michael Bitz (2007, 153). Das bilanzielle Eigenkapital ist also erst einmal nichts weiter als ein Residualwert, eine Restgröße, die sich aus der traditionellen Technik der doppelten Buchführung ergibt. Jens Wüstemann und Jannis Bischof (2011, 213) ziehen aus diesem Zusammenhang den folgenden Schluss: „Eine inhaltliche Begriffsbestimmung von Eigenkapital und eine Abgrenzung gegenüber Fremdkapitaltiteln ergibt sich aus

²⁸⁶ Der hier zitierte Aufsatz von Michael Bitz (2007) sei allen Interessierten hiermit zur Lektüre ans Herz gelegt.

der Doppik [...] nicht. Durch die Bestimmung als Residuum wird lediglich ein Ausgleichsposten bestimmt, welcher der Logik der doppelten Buchführung entspringt.“²⁸⁷

Abbildung 21: Darstellung eines Bilanzschnappschusses I



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 21 zeigt die vereinfachte Darstellung eines Bilanzschnappschusses. Links die Vermögensposten (Aktiva); rechts die Finanzierungsliquidität, mit der die Vermögensposten finanziert sind: Die Schulden (bzw. das Fremdkapital) und das bilanzielle Eigenkapital (Passiva). Jeder Wert auf der Passivseite ist prinzipiell an einen Wert auf der Aktivseite gebunden. Explizit ist dies in der Abbildung 21 nicht zu erkennen, jedoch sei hiermit darauf hingewiesen. Das bilanzielle Eigenkapital (rechts unten) hat in der Bilanz – wie angedeutet – Residualwertcharakter. Es stellt den „Vermögensüberschuss“ (Bitz 2007, 156) dar, den das Unternehmen aus den insgesamt zur Verfügung stehenden Passiva zu einem Zeitpunkt x erwirtschaftet hat. Als residualer Wert ist das bilanzielle Eigenkapital ständig im Fluss. Verändert sich der Wert der finanzierten Vermögensposten, macht das Unternehmen beispielsweise Gewinne oder Verluste bzw. muss das Unternehmen beispielsweise den Wert des bilanzierten Vermögens nach oben oder unten korrigieren,²⁸⁸ dann verändert sich auch das bilanzielle Eigenkapital, während die Höhe der Schulden (Fremdkapital) stets gleichbleibt. Das bilanzielle Eigenkapital kann demnach positiv, null oder negativ sein. Wobei negatives bilanzielles Eigenkapital den Rechtstatbestand der Insolvenz betrifft, was mit der weiteren Verwaltung des Unternehmens im insolvenzrechtlichen Regelanwendungs-Regime einhergeht, und positives bilanzielles Eigenkapital Solvenz, also unternehmerische Gesundheit anzeigt (Baums 2011a, 161-163).

²⁸⁷ Vgl. hierzu auch Herbert Wiedemann (1993).

²⁸⁸ Das Umlaufvermögen einer Kapitalgesellschaft besteht aus Vermögensgegenständen, die nicht den Geschäftsbetrieb beeinflussen. Das Umlaufvermögen besteht aus noch nicht verarbeiteten Rohstofflagerbeständen, aber insbesondere aus anderweitigen Vermögensrücklagen. Man sortiert sämtliche Vermögensposten nach ihrer Liquidierbarkeit, d. h. nach ihrer Liquidität.

Will man die Qualität der Solvenz – oder besser: die Bonität eines Unternehmens – bestimmen, dann berechnet man die sogenannte *betriebswirtschaftlichen Eigenkapitalquote*, die eine zentrale Kennzahl international vergleichenden Unternehmensentwicklung ist (Luttermann 1998, 12-13). Zu ihrer Berechnung dividiert man den Residualwert des bilanziellen Eigenkapitals durch das Gesamtkapital und multipliziert den Quotienten mit 100:

$$(\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Gesamtkapital}} \times 100)$$

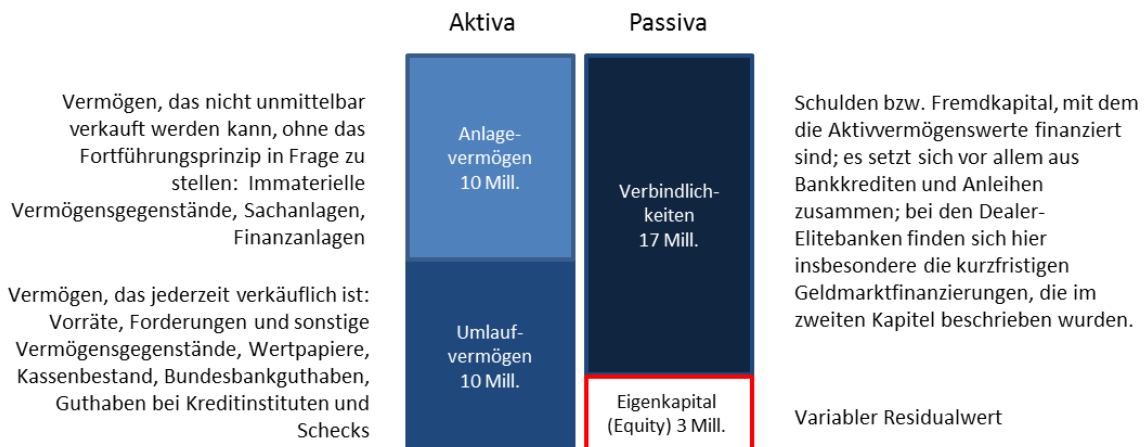
Beschrieben als Vermögensüberschuss wird deutlich, dass das bilanzielle Eigenkapital zwar auf der Passivseite der Bilanz dokumentiert wird, sich jedoch aus dem auf der linken Bilanzseite bilanzierten Vermögen konstituiert. Genau genommen – und hier bewegen wir uns von der bilanztheoretischen Reinheit des Eigenkapitalbegriffs als Residualwert weg (Bitz 2007) – ist das bilanzielle Eigenkapital im Prinzip der Teil des bilanzierten Vermögens, der nicht gebraucht wird, um fortlaufend die Schulden zu tilgen. Je höher also das bilanzielle Eigenkapital ist, desto verlässlicher können die Schulden zum Zeitpunkt der Eigenkapitalmessung getilgt werden, die das Unternehmen aufgenommen hat, um die eigene erfolgsabhängige Vermögensexpansion zu finanzieren. Man spricht insofern von der Schuldentilgungsfunktion des bilanziellen Eigenkapitals, die sich nicht direkt aus dem bilanziellen Eigenkapitalbegriff, sondern aus dem „Rahmen bilanzieller Abbildungs- und Bewertungskonventionen“ (Bitz 2007, 156) ergibt, für die die drei Vermögenskategorien relevant sind, die in allen Steuerungsräumen anerkannt sind: das *gezeichnete Eigenkapital (Stated Capital)*, die *Kapitalrücklagen (Capital Surplus)* und die *Gewinnrücklagen (Earned Surplus)*.²⁸⁹ In Verbindung mit anderen Vermögenskategorien, bspw. der Unterscheidung zwischen dem Anlage- und dem Umlagevermögen, die auf die unterschiedliche Flüssigkeit bzw. Liquidität der bilanzierten Vermögensposten verweisen, sowie der Differenzierung des Fremdkapitals nach Fristigkeiten (vgl. Abbildung 22), existiert ein aus Abbildungs- und Bewertungskonventionen bestehendes Instrumentarium, das die betriebswirtschaftlichen Vorgänge des Controlling, des Rechnungswesens bzw. der Rechnungslegung, strukturieren hilft.²⁹⁰ Ein Instrumentarium, das insbesondere in den kontinentaleuropäischen Wirtschaftsordnungen das Rechtsgebiet des *Bilanzrechts* konstituiert, welches beim Unternehmensvermögen ansetzt, um auf der Basis von Gesetzen die öffentliche Repräsentation des unternehmerischen Eigenkapitals so glaubwürdig wie möglich zu gestalten, um seine Vertrauensfunktion zu stimulieren.

²⁸⁹ Nach den Vorschriften der deutschen Rechnungslegung setzen sich die Gewinnrücklagen aus den *gesetzlichen Rücklagen*, aus den *Rücklagen für Anteile an einem herrschenden oder mehrheitlich beteiligten Unternehmen*, aus *satzungsmäßigen Rücklagen* und aus *anderen Gewinnrücklagen* zusammen (vgl. §158 AktG).

²⁹⁰ Wie noch zu zeigen sein wird, verfügen die lizenzierten Banken und insbesondere die lizenzierten Dealer-Elitebanken heute über zwei Bilanzen: Ein Bankbuch und ein Handelsbuch. Für jede Bilanz sieht die Rechnungslegung spezifische Methoden zur Bewertung der Aktiva (und Passiva) vor. Im Bankbuch, in dem Vermögenswerte – in der Theorie – bis zur vollständigen Rückzahlung, d. h. dem Ende der Fristigkeit gehalten werden, gilt das sogenannte Abzinsungs- oder Discounted Cash-Flow-Verfahren. Im Handelsbuch hingegen, in dem Vermögenswerte bilanziert werden, die – in der Theorie – für den Weiterhandel gekauft werden, ist die Anwendung des Marktpreisverfahrens (*mark-to-market*) möglich (Choudhry 2007, 7-8; Heidorn und Rupprecht 2009).

Mit den Abbildungs- und Bewertungskonventionen, die sich in den kontinentaleuropäischen anders als in den angloamerikanischen Wirtschaftsordnungen zu einem aus Rechtsnormen bestehenden Bilanzrecht entwickelt haben, werden zwei zu unterscheidende Ziele verfolgt: erstens der angloamerikanische Investorenschutz und zweitens der kontinentaleuropäische Gläubigerschutz (Beisse 1993, 91-93; Merkt 1995, 555-558; Mülbert und Birke 2002, 698).

Abbildung 22: Darstellung eines Bilanzschnappschusses II



Quelle: Eigene Darstellung

Erstens: Der angloamerikanische Investorenschutz umschreibt das Ziel, das betriebliche Rechnungswesen, die Rechnungslegung der Unternehmen, in den Dienst der Investoren zu stellen. Der Investorenbegriff ist dabei grundsätzlich weit gefasst. Investoren sind alle Akteure, die einer Gesellschaft Finanzierungsliquidität zur Verfügung stellen. Gemeint sind also sowohl die Fremdkapitalgläubiger als auch die Eigenkapitalinvestoren, die als Aktieninhaber die Gesellschafter des bilanzierenden Unternehmens sind. Rechnungslegung ist in diesem Sinne als eine Informations- oder Rechenschaftspflicht zu verstehen, die die Investoren dazu motiviert, ihr Geld auf die eine oder andere Art zu investieren. Bei genauerer Analyse ist die Wirkung des Investorenschutzes allerdings weitaus deutlicher am Gesellschafter orientiert, denn die angloamerikanische Rechnungslegung hat ihren Fixpunkt im Jahresabschluss, dessen zentrales Ziel „die periodengerechte Gewinnermittlung – das ‘matching principle’“ ist (Beisse 1993, 84). Ein Ziel, das ein sogenanntes „accounting for growth“ anreizt, wie Terry Smith (1992) den entstehenden Handlungsanreiz beschrieben hat (vgl. insb. auch Penman 2011). Mit diesen drei Worten beschreibt er eine im Gesellschafterinteresse und nicht im Gläubigerinteresse ergehende Gewinnermittlung, die zwangsläufig im Dienste des Unternehmenswachstums stehen muss und in diesem Interesse auch manipulierbar ist. Unternehmenswachstum wird als Zunahme des Unternehmensvermögens im Verhältnis zum Eigenkapital verstanden – als Eigenkapitalrendite. Des Gewinns also, der die Grundlage der finanziellen Ausschüttungen (Dividenden) an die Aktieninvestoren, die Gesellschafter bzw. Shareholder, festlegt. Der angloamerikanische Investorenschutz versagt als Instrument einer umfassenden Vertrauensfestigung.²⁹¹

²⁹¹ Es ist nicht nur die Dividende, die es hier zu nennen gilt. Auch die Bonusausschüttungen für die Manager werden auf der Basis des Gewinns berechnet.

Er stellt sich vielmehr in den opportunistischen Dienst der Shareholder, was andernorts ausführlich als Shareholder-Value-Konzept (Kunz 1998; Nadvornik 2006) bzw. gar als Shareholder-Kapitalismus (Williams 2000) oder auch als Shareholder-Opportunismus (Squire 2010) beschrieben wurde.²⁹²

Zweitens: Das kontinentaleuropäische Bilanzrecht hingegen, das ein Rechtsgebiet ist, weil es sich auf Rechtsnormen im Unterschied zu einem von unabhängigen Prüfgesellschaften angewendeten „Tummelplatz“ (Luttermann 1999, 62) von Corporate Governance Bestimmungen stützt, verfolgt an erster Stelle das Ziel des Gläubigerschutzes (Beisse 1993). Der bilanzrechtliche Gläubigerschutz ist als ein Ziel zu verstehen, das nicht allein die Gläubiger, sondern den Fortbestand des Unternehmens (Fortführungs- oder Going Concern-Prinzip) und damit auch eine Reihe weiterer Stakeholder zu schützen versucht, zum Beispiel die Arbeitnehmer, aber auch die Gesellschafter und die Aktieninhaber (Merkt 2012, 7). Der kontinentaleuropäische Gläubigerschutz ist speziell im deutschen Bilanzrecht durch die „Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung“ (§ 243 Abs. 1 HGB) institutionalisiert. Zentraler Bestandteil dieser Grundsätze ist das sogenannte Vorsichtsprinzip, das in Verbindung mit dem Objektivierungs-, dem Realisations- und dem Imparitätsprinzip den Gläubigerschutzgedanken institutionell manifestiert. Zusammengekommen konstituieren diese bilanzrechtlichen Prinzipien, die sich in unterschiedlichen Rechtsnormen wiederfinden, ein Bilanzrechtssystem, das strategische, klientelbegünstigende Überbewertungen des Unternehmensvermögens entgegenwirkt, indem objektiv realisierte Gewinne (Realisationsprinzip) und objektiv erwartbare Verluste (Imparitätsprinzip) vorsichtig, d.h. zurückhaltend und vorausschauend, zu einem gesetzlichen, strafrechtliche Haftbarkeit einschließenden Gewinnausweis zusammengefasst werden (Beisse 1993, 82-85). Ein Gewinnausweis, der die bilanziellen Eigenkapitalverhältnisse des Unternehmens, die sich aus dem gezeichneten Kapital, den Kapitalrücklagen und den Gewinnrücklagen zusammensetzt, glaubwürdig widerspiegelt. Ausfluss dieser Ordnung ist die Bildung sogenannter stiller Reserven, die nicht nur für die deutsche Unternehmenssteuerung prägend ist.²⁹³ Hanno Merkt (2001, 148-149) weist darauf hin, dass das Vorsichtsprinzip, das auch Niederwertprinzip genannt wird, insbesondere für transnational agierende Aktiengesellschaften zu Gunsten der US-amerikanischen Wertorientierung an Bedeutung verloren hat und weiter verliert.²⁹⁴

²⁹² Dass auch die Manager, insbesondere die von Dealer-Elitebanken, unabhängig von den Shareholdern und damit auch unabhängig von der für Publikumsgesellschaften kolportierten sozial-gesellschaftlichen Verantwortung opportunistisch Handeln ist bereits angedeutet worden (vgl. m. w. N. Folkman et al. 2007). Für den argumentativen Nachdruck sei auch nochmals auf die exorbitanten Provisionszahlungen und die in jüngster Zeit aufkommenden kritischen sozialwissenschaftlichen Konzepte zum Wandel der Kapitalgesellschaften verwiesen, in denen *geschlossene Kapitalgesellschaften* im Unterschied zu Publikumsgesellschaften auch als *Uncorporation* (Ribstein 2010) oder als *Distorporation* (Economist 2013d) beschrieben werden.

²⁹³ Dem deutschen Bilanzrecht mit seiner Tradition des gläubigerschützenden Vorsichtsprinzips wird vor allem in der Diskussion um die *International Financial Reporting Standards* (IFRS) der Vorwurf gemacht, Unterbewertungen anzureizen. Diese Unterbewertungen entstünden, weil die Unternehmen stille Reserven anlegten, die für Investoren nicht zu erkennen seien (Hoogervorst 2012). Dass solche Unterbewertungen im Sinne des Vorsichtsprinzips dem Gläubigerschutz durch gleichzeitige Kapitalpufferbildung dienen, wird durch die Fixierung auf die Investoren nicht erkannt.

²⁹⁴ Mit der Anerkennung der *International Financial Reporting Standards* (IFRS) durch das deutsche Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG), in Kraft getreten am 29.5.2009, wurde das Vorsichtsprinzip des HGB

5.1.2 REGULATORISCHES KERN- UND ERGÄNZUNGS-EIGENKAPITAL UND SEINE FUNKTIONEN

Es gibt zahlreiche Eigenkapitalbegriffe und Eigenkapitalfunktionen. Man unterscheidet neben dem bankregulatorischen Eigenkapital beispielsweise das bilanzielle oder betriebswirtschaftliche vom bilanzrechtlichen und das kapitalmarktrechtliche vom gesellschaftsrechtlichen Eigenkapital.²⁹⁵ Was die Funktionen des Eigenkapitals angeht, sind die Selbstbehalt-, die Vorsorge- und die Schuldentilgungsfunktion zu nennen. Manchmal findet sich die Aufzählung um die Vertrauensfunktion des Eigenkapitals ergänzt (Wiedemann 1993; Bitz 2007; Baums 2011a; Wüstemann 2011). Zentral für die nachfolgenden Ausführungen ist ein grundlegendes Verständnis des bankregulatorischen Eigenkapitals und seiner Funktionen präsent zu haben.

Das bankregulatorische Eigenkapital stützt sich auf viele der angedeuteten Eigenkapitalfunktionen, nicht zuletzt aber auf die Schuldentilgungsfunktion, die weitgehend der Konzeption des bilanziellen Eigenkapitals entspricht. Diese besagt, dass Eigenkapital ein „Vermögensüberschuss“ ist, den das Unternehmen aus den insgesamt zur Verfügung stehenden Passiva zu einem Zeitpunkt x erwirtschaftet hat. Als ein sogenannter „residualer“ Wert sind der Vermögensüberschuss und damit auch die Schuldentilgungsfähigkeit des Eigenkapitalinhabers ständig im Fluss. Verändert sich der Wert der finanzierten Vermögensposten (Aktiva), macht das Unternehmen beispielsweise Gewinne oder Verluste bzw. muss das Unternehmen beispielsweise den Wert des bilanzierten Vermögens nach oben oder unten korrigieren, dann verändert sich auch das bilanzielle oder bankregulatorische Eigenkapital, während die Höhe der Schulden (Fremdkapital) stets gleichbleibt (Bitz 2007).

Abhängig von der Ausgestaltung kann die Schuldentilgungsfunktion ebenfalls eine vorsorgende Vertrauensfunktion erfüllen. Grundlage für eine solche Funktionalität ist es, die Schuldentilgungsfunktion losgelöst vom Insolvenzrecht und der Insolvenz der Unternehmen zu institutionalisieren. Ziel der Konzeption muss es sein, die Insolvenz des Unternehmens ex ante vermeiden zu helfen, um allen Stakeholdern, d. h. den Gläubigern sowie Angestellten, Vertrauen und Sicherheit zu geben. Im Zentrum der bankregulatorischen Verwendung des Eigenkapitalbegriffs steht dann das sogenannte Fortführungs- bzw. *Going Concern-Prinzip*, das mit den klassischen Eigenkapitalinstrumenten wie zum Beispiel Aktienkapital gestärkt wird und bankregulatorisch als Kernkapital bezeichnet wird. Dem steht das sogenannte *Gone Concern-Prinzip* gegenüber, das auf Eigenkapitalinstrumente verweist, die man auch ma-

insbesondere für spekulativ handelnde Kapitalgesellschaften weiter geschwächt. Das im Vergleich zum deutschen Vorsichtsprinzip in den IFRS deutlich schwächer ausgeprägte „prudence“-Prinzip wurde im IFRS kürzlich sogar durch das Neutralitätsprinzip ersetzt. Die unklaren Folgen dieser Entwicklung können hier nicht weiter diskutiert werden.

²⁹⁵ Hier steht vor allem das regulatorische BCBS Eigenkapital im Zentrum der Auseinandersetzung. Das bilanzielle, das bilanzrechtliche und das betriebswirtschaftliche Eigenkapital sind nicht zentraler Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen. Somit ist auch die Konkurrenz der Standard- und Rechtssetzer im Bereich der Rechnungslegung nicht Gegenstand der Arbeit.

terielles Eigenkapital oder *Ergänzungskapital* nennt und die ihre Eigenkapitalqualität erst im Insolvenzfall des Unternehmens erkennen lassen. Das Ergänzungskapital erfüllt allein die Schuldentilgungsfunktion des *Gone Concern*, d. h. des insolventen Unternehmens.

Eine solche *Gone Concern*-Tradition findet sich nicht zuletzt im angloamerikanischen Raum. Das angloamerikanische Bilanz- und Kapitalmarktrecht dient – anders als das kontinentaleuropäische Bilanz- und Gesellschaftsrecht – nicht der zeitunabhängigen Erhaltung eines unternehmerischen bzw. systemstrukturellen Kontinuums. Ihm ist nicht daran gelegen, mit Hilfe des gesetzlichen Eigenkapitalschutzes eine systemweite, zeitunabhängige und vorsorgend Vertrauen bildende Wirkung auf der Seite aller Gläubiger zu erzeugen. In den USA beginnt der Gläubigerschutz erst mit der Insolvenz eines Unternehmens. Einmal insolvent, wird dem Unternehmen die insolvenzrechtliche Wahl zuteil, seine Zukunft entweder in der Unternehmens-Liquidation (*Chapter 7 US bankruptcy code*) oder in der Unternehmens-Reorganisation (*Chapter 11 US bankruptcy code*) zu suchen. Während Insolvenz also noch Wahlfreiheit möglich macht, bedeutet Gläubigerschutz die Fortführung eines insolventen Unternehmens, in dem man die Gläubigeransprüche einfriert. Meldet ein US-amerikanisches Unternehmen Insolvenz an, dann beginnt nicht zwangsläufig seine unwiederbringliche Abwicklung,²⁹⁶ sondern ein Prozess der möglichen Unternehmensfortführung, bei der das Unternehmen insbesondere das Verhältnis zwischen Gesellschafter und Gläubiger neu ordnet, während die vorherigen Manager das Unternehmen aus der Insolvenz führen dürfen (Skeel 2003).

In Anwesenheit dieser insolvenzrechtlichen Schuldentilgungsfunktion des Eigenkapitals hat sich in den USA in den letzten Jahrzehnten die Meinung durchgesetzt, dass ein Unternehmen als *Nexus of Contracts* zu verstehen sei (Hansmann und Kraakman 2004, 4); als ein Geflecht von höchst unterschiedlichen Finanzierungsverträgen also. Dieses Verständnis von der Unternehmensorganisation negiert nicht nur die Funktion des Unternehmens als Teil der Gesellschaft,²⁹⁷ sondern auch die Funktion des Staates zu Gunsten des von den Managern angeführten Marktes für die Unternehmenskontrolle (*market for corporate control*). Nicht die vorsorgende Verantwortung des Staates, sondern der Markt für die Unternehmenskontrolle soll bei gegebenen Voraussetzungen die Unternehmen auch über die Insolvenz hinaus erhalten können. Dabei spielt die Wahl der unternehmerischen Kapitalstruktur eine besondere Rolle.

Neben dem Unternehmenswertwachstum (Eigenkapitalrendite) und steuerrechtlichen Erwägungen, die den Unternehmenswert beeinflussen können,²⁹⁸ ist es ebenso ein Ziel der Manager, durch die aktive Gestaltung der Finanzierungsverträge den Insolvenzfall so vorzubereiten, dass die Forderungen der Gläubiger den Unternehmensfortbestand nach Insolvenzrecht so wenig wie möglich belasten. Dabei

²⁹⁶ Hier sei bemerkt, dass es auch im deutschen Insolvenzrecht die Möglichkeit gibt, das Unternehmen fortzuführen. Das deutsche Insolvenzrecht bleibt aber – wie das kontinentaleuropäische – traditionell folgenreicher für den Insolventen (Undritz 2010).

²⁹⁷ Larry E. Ribstein (2010) spricht von sogenannten „uncorporations“, von Unternehmen, ohne verbleibende sozio-politische Verantwortung (siehe dazu auch Economist 2013d).

²⁹⁸ Fremdkapital ist in allen Steuerungsräumen steuerrechtlich günstiger als Eigenkapital (Becker und Dwenger 2013).

geht die Going Concern-Schuldentilgungsfunktion, die insbesondere der klassischen Unternehmensbilanz als informatorischer Mehrwert zu entnehmen war, zusehends in einer betriebswirtschaftlichen, auf der privatrechtlichen Vertragsfreiheit basierenden, funktionalen bzw. materiellen Gone Concern-Eigenkapitalschutz auf. Was Eigenkapital im Unterschied zum Fremdkapital ist,²⁹⁹ entscheidet mehr und mehr die vertragliche Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente und damit das Unternehmensmanagement im eigenen Interesse und für Außenstehende kaum noch erkennbar (Swoboda 1985; Wiedemann 1993; Möller 1997; Hoernig 2011, 20-22).

Der verbleibende materielle Gone Concern-Eigenkapitalschutz ist – wie der Publikationszeitraum der zu diesem Thema zitierten Literatur anzeigt – keine gänzlich neue Erfindung. Vertragsklauseln, wie zum Beispiel die Dauer der Kapitalüberlassung, Kündigungsrechte, Rangrücktrittsklauseln sowie Verlustteilnahme Klauseln, die im Insolvenzfall wirksam werden, zeichnen die materiellen Eigenkapitalinstrumente seit langem aus (Hoernig 2011, 26-51). Das materielle Eigenkapital wird zusammengefasst als Gone Concern- oder Ergänzungskapital und nicht selten auch als innovatives, hybrides oder Mezzanine-Kapital bezeichnet.³⁰⁰ In Deutschland kennt man das materielle Eigenkapital traditionell in Verbindung mit dem Finanzierungsinstrument der *stillen Einlagen*³⁰¹ oder des *Genussrechtskapitals*, für das im Insolvenzfall Nachrangigkeit besteht. Eine weitere in diesem Zusammenhang zu nennende Instrumentengruppe umfasst die Instrumente, die das Kriterium der langen Laufzeit strapazieren, wie zum Beispiel Nachrangdarlehen und die sogenannten *Perpetual Bonds*. Darüber hinaus ist die Instrumentengruppe der sogenannten *Compound Instruments* zu nennen, die namentlich Pflichtwandelanleihen umfasst. Finanzierungsinstrumente, die auch *Contingent Convertible Bonds* oder *COCOs* genannt werden, und „die ein originäres Finanzinstrument mit einem eingebetteten und finanzmathematisch separat bewerteten Derivat kombinieren“ (Wüstemann 2011, 238). Während das Kernkapital das klassische gesetzliche Going Concern-Eigenkapital darstellt, das seine Inhaber zu haftenden Gesellschaftern macht, besteht das Ergänzungskapital aus Kapitalinstrumenten, die zu vertraglich vereinbarten Ereignissen Eigenkapitalqualität annehmen und die Schuldentilgungsfunktion im Insolvenzfall verbessern können. Es ist eine Kapitalform, die das klassische gesetzliche Eigenkapital in seiner insolvenzrechtlichen, aber nicht in seiner Vertrauen bildenden Haftungsfunktion ergänzt. Es ist eine Kapitalform, die durch vertragliche Abreden zu Bailout-Eigenkapital bzw. zu einem in Bezug auf den Vertrag kontingenten Eigenkapitalinstrument wird. Da ein funktionierender Gläubiger-Kapitalschutz jedoch die Kenntnis aller vertraglichen Abreden seitens der Gläubiger notwendig macht, ist das Ergänzungskapital nur bedingt geeignet, gegenseitiges Vertrauen zeitunabhängig und überindividuell zu festigen.

²⁹⁹ Theodor Baums (2011a, 169) schreibt Wolfgang Stützel zitierend: Fremdkapital begründet im Insolvenzfall einen „Festbetragsanspruch“, während die Aktie als Eigenkapitalinstrument *par excellence* seinem Inhaber nur einen „Restbetragsanspruch“ gewährt.

³⁰⁰ Christian Möller (1997, 60) weist auf die Unterscheidung von *Kernkapital*, *gewillkürtem Ergänzungskapital* und der Gruppe des *erzwungenen Haft- bzw. Ersatzkapitals* hin.

³⁰¹ Stille Einlagen bildet ein Unternehmen, in dem es Gewinne zurückbehält. Eine staatlich geförderte Option besondere Rücklagen zu bilden, die durch das Hausbankensystem noch gestützt werden.

Darauf weist insbesondere Peter Swoboda (1985, 45-49) hin, der jedem Abgrenzungskriterium eine hohe „Manipulationsfähigkeit“ attestiert und darüber den Schluss zieht, dass der Informationsgehalt in Bezug auf die „Standfestigkeit“ eines Unternehmens gegen null tendiert. Bilanzen verlieren im Rahmen dieser Konzeption ihre informatorische Funktion.³⁰² Sie spiegeln vor allem in der Finanzindustrie nur noch eine bankindividuelle Rangordnung (*Pecking-Order*) potentiell haftender Gone Concern-Eigenkapitalinstrumente, die allein für die Manager durchschaubar ist. Die Bilanzen verweisen nicht auf den Willen zur gesamtgesellschaftlichen Verantwortungsteilung, sondern auf Motivationen, die allein strategischen Erwägungen entsprechen – z. B. die Eigenkapitalrendite, die Versteuerung der Gewinne oder die Bonusausschüttung zu maximieren. Die sozial entleerten Bilanzen der meisten multinationalen Unternehmen, die die Schuldentilgungsfunktion des Eigenkapitals heute angloamerikanisch also bankindividuell verstehen, zeigen erst im Insolvenzfall, dass „die Vermögensverhältnisse großflächig auf Treibsand gebaut“ (Luttermann 2012, 313) sind. Der systemübergreifenden Vorsorge kann die Schuldentilgungsfunktion des Eigenkapitals in dieser Form nicht mehr dienen. Insbesondere in wettbewerbsintensiven Branchen vergrößert das Wissen um die hohe Manipulationsfähigkeit in Verbindung mit dem Anreiz zu manipulieren, die strategische Unwissenheit der Regime-Anwender bzw. der Gläubiger.

5.1.3 BCBS EIGENKAPITALSTANDARDS UND NATIONALE BANKENAUF SICHT

Die übernational beschlossenen Eigenkapitalstandards sind als Regeln ohne unmittelbare Bindungswirkung zu bezeichnen. Sie sind völkerrechtliche Empfehlungen oder sogenanntes *Soft Law*. Es gibt unterschiedliche Wege dem *Soft Law* in den nationalen Rechtsordnungen Geltung und damit eine aufsichtsrechtliche Bindungswirkung zu verschaffen. Umfassende Bindungswirkung erlangt *Soft Law* erst, wenn es in die nationalen Rechtsordnungen überführt wird. Passiert dies nicht, dann wirken Standards – so die herrschende Meinung – allenfalls wie Verwaltungsvorschriften, d. h. sie begründen ein Binnenrecht der Verwaltung, womit sie für die Rechtswirklichkeit alles andere als unerheblich sind, jedoch nicht umfassend bindend wirken (Ohler 2013, 631).

Die hier zu behandelnden BCBS Eigenkapitalstandards, die einen Aufgabenbereich der Finanzaufsicht in der EU und in zahlreichen anderen Industriestaaten begründen, werden in der EU und in den USA quasi ein-zu-eins in geltendes Recht transferiert.³⁰³ Damit ist ihre Anwendung durch die Aufsichtsbehörden zwingend. Als umfassend geltendes und bindendes Recht sind die BCBS Eigenkapitalstandards

³⁰² Hierzu ist insbesondere die Lektüre von Daniel Brunner (2009) empfohlen. Er fragt im Titel „Für wen bilanzieren unsere Banken eigentlich?“ und zeigt wie weit die Manipulationsfähigkeit der Bilanzen geht. In einem Artikel aus der FAZ (2016) mit dem Titel „Welche Bankbilanz ist die richtige?“ verweist der Autor darauf, dass die Bankbilanzen als Informationsquelle über das Eigenkapital der Konkurrenten selbst von Bankvorständen nicht mehr benutzt werden können, weil sie zu wenig glaubwürdig sind.

³⁰³ Für die nachfolgende Analyse bedeutet dies, dass es ausreicht, die in Basel ausgehandelte Vertragsgrundlage, zu Grunde zu legen. In ihr finden sich die Eigenkapitalstandards ausgearbeitet. Alle darüber hinausgehenden Inhalte betreffen weitgehend andere Regelungsfelder, weil Teil der Verhandlungen die Anerkennung ist, dass der in Basel einmal entwickelte Rahmen durch nachträgliche Änderungen das Gesamtwerk in Frage stellt.

als ein Bündel materiell-rechtlicher Ge- und Verbote zu verstehen, womit sie grundsätzlich geeignet scheinen, das Problem der Finanzsysteminstabilität zu begegnen.

In der EU finden sich die Basel-II Eigenkapitalstandards in der sogenannten Bankenrichtlinie (2006/48/EG) und der Kapitaladäquanzrichtlinie (2006/49/EG) umgesetzt. In Deutschland diente die sechste Novelle des Kreditwesengesetzes (KWG) dazu, die Basel-II Eigenkapitalstandards in nationales Recht zu übertragen. Hier begründen sie explizite Tatbestände und Rechtsfolgen, enthalten aber auch weit reichende unbestimmte Rechtsbegriffe bzw. darüber hinaus gehende Flexibilisierungen. Für die nationalen Bankenaufsichtsbehörden ergibt sich jedenfalls eine Pflicht, die Eigenkapitalstandards auf die für ihren Hoheitsbereich lizenzierten Banken aufsichtsrechtlich anzuwenden bzw. zu implementieren.

Grundsätzlich gilt aus bundesdeutscher Sicht, dass die nationale Bankenaufsicht als klassische Wirtschaftsaufsicht das Bankgeschäft in der Tradition der Gewerbeaufsicht als eine „Sonderform der Gewerbeaufsicht“ oder als sogenannte „Missstandsaufsicht“ verfolgt (Ohler 2012, 1183-1184).³⁰⁴ Jan Hecker (2007, 10) unterscheidet folgende Merkmale der Wirtschaftsaufsicht, die auch für die Finanz- und Bankenaufsicht Gültigkeit beanspruchen: Erstens ein subordinatives Moment, mit dem ein Grad rechtlicher Bindung an zwangsweise durchsetzbare Verhaltensbefehle gemeint ist. Zweitens ein ökonomisches Moment, mit dem zum Ausdruck gebracht werden soll, dass die anzuwendenden Verhaltensbefehle sich an Wirtschaftssubjekte richten. Und drittens ein Moment des speziellen Betätigungsfeldes, womit auf die Prüfung und Beseitigung von Gefahren und Missständen genauso wie die Notwendigkeit einer vorbeugenden Beobachtung zur Aufgabe einer Aufsichtsbehörde im Allgemeinen und der Bankenaufsicht im Besonderen verwiesen wird.³⁰⁵ Ob der Begriff des Missstandes auch das präventive Aufsichtshandeln im Sinne des Schutzguts der Finanzsystemstabilität zulässt, bleibt aus der Sicht des Praktikers fraglich (Ohler 2012, 1207).

Hier soll allerdings davon ausgegangen werden, dass die in der EU und auch in den USA agierenden Aufsichtsbehörden auf der Basis eines weitreichenden Ermessens³⁰⁶ tätig sind (Binder 2006; Hill 2012). Sie also durchaus auch entscheiden können, präventiv Missstände anzugreifen, die die Finanzsystemstabilität gefährden. Diese Freiheiten haben sich in den meisten Industrienationen seit den 1970er Jahren herausgebildet. Die deutsche Bankenaufsicht wird seit 2004 durch die unmittelbare Bundesbehörde BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - BaFin*) geleistet, die der Rechts- und der

³⁰⁴ Eine Zeitlang war das BGH sogar der Auffassung, dass das KWG ein gewerbepolizeiliches Spezialgesetz sei, das entsprechend eine Anwendung im Sinne des individuellen Gefahrenschutzes erlaube. Wegen des damit einhergehenden zwingenden Rechtsschutzes Dritter bei Nichtnachkommen der daraus notwendig folgenden Amtshilferantwortung, hätten Klagen auf die Bundesrepublik zurückfallen können, weswegen diese Auslegung durch Konkretisierungen im Gesetz, d. h. auf dem Weg der Institutionalisierung, unterbunden und den Begriff des „öffentlichen Interesses“ ersetzt wurden. Grundlegend waren die Entscheidungen BGHZ 74, 144 und BGHZ 75, 120.

³⁰⁵ Siehe auch Christoph Ohler (2012, 1184).

³⁰⁶ Verstanden als grundlegende Freiheiten, als Entschließungsermessen und nicht als Rechtsfolgerneressen der Aufsicht. Beim Entschließungsermessen darf die Aufsicht entscheiden, tätig zu werden. Siehe zum Begriff des Entschließungsermessens Hartmut Maurer (2011, 143f.)

Dienstaufsicht des Finanzministeriums untersteht und die von den ihrer Aufsicht unterworfenen Instituten finanziert wird. Ihr Eingreifen erfolgt auf der Basis des unbestimmten Rechtsbegriffs des „öffentlichen Interesses“, der sich in § 4 (4) FinDag (Finanzdienstleistungsgesetz) findet. Der Passus wird ergänzt durch § 6 (2) KWG (Kreditwesensgesetz), dessen Generalklausel die Missstandsaufsicht institutionalisiert. Gemäß der Klausel, hat die Bankenaufsicht „Missständen im Kredit- und Finanzdienstleistungswesen entgegenzuwirken, welche die Sicherheit der den Instituten anvertrauten Vermögenswerte gefährden, die ordnungsmäßige Durchführung der Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für die Gesamtwirtschaft herbeiführen können.“

Mit Basel-II sind die Eingriffskompetenzen nach dem KWG konkretisiert worden. Sie umfassen insgesamt vier voneinander zu trennende sanktionierbare Regelungsbereiche von denen neben der bereits zitierten Generalklausel nach § 6 (2) KWG, der Auffangcharakter zukommt, dem Weisungsrecht nach § 25 KWG die Anpassung der inneren Organisation des bankindividuellen Risikomanagements zu fordern insbesondere auch die „Maßnahmen zur Verbesserung seiner Eigenmittelausstattung und Liquidität“ nach § 45 KWG zu zählen sind. Die BaFin kann demnach bei Bedarf durch Verwaltungsakt durchaus tätig werden und Maßnahmen des Eigenkapitalschutzes anordnen. So zum Beispiel Dividendenausstattungen und Gewinnentnahmen untersagen bzw. beschränken (Binder 2006).

Für die US-amerikanische Eigenkapitalregulierung, die einen vergleichbare Handlungskompetenzen kennt, stellt Julie Anderson Hill (2012) auf der Grundlage eines Datensatzes, der die aufsichtsrechtlich erzwungenen bankindividuellen Eigenkapitalschutzmaßnahmen von 1993 bis 2008 umfasst, allerdings fest, dass vor allem die von der Federal Reserve Bank kontrollierten Großbanken, anders als die von anderen Aufsichtsbehörden (FDIC, etc.) kontrollierten Kleinbanken, nahezu keine solchen Eigenkapitalerhöhungen auferlegt wurden. Ähnliches dürfte auch für die deutschen Großbanken insbesondere in Phasen eines insgesamt ruhigen, d. h. gefühlt krisenfernen Geschäftsbetriebs gelten. Eine effektive präventive Anwendung der Kompetenzen im Sinne des öffentlichen Interesses ist demnach fraglich.

Sie scheint umso mehr in Frage zu stehen, wenn man sich die Bedeutung eines weiteren unbestimmten Rechtsbegriff vergegenwärtigt, der den BCBS Eigenkapitalschutz überwölbt: die Angemessenheit. Dieser unbestimmte Rechtsbegriff, der als Substantiv („Angemessenheit“) oder auch als Adjektiv („angemessen“) die materiell-rechtlichen Ge- und Verbote des BCBS Eigenkapitalschutz und damit auch die nationalen Umsetzungsgesetze seit Basel-II dominiert,³⁰⁷ lässt sich im Gegensatz zu einer Rechtsnorm als ein Rechtsprinzip fassen, das als Basis für eine strafrechtliche Haftung unbrauchbar scheint. So jedenfalls argumentiert Peter Kasiske (2013, 259-260), wenn er schreibt, dass Rechtsprinzipien im Unter-

³⁰⁷ Siehe *Richtlinie 2006/49/EG* des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, mit der Nennung des unbestimmten Rechtsbegriffs im Titel, und *Richtlinie 2006/48/EG* des europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2006 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeiten der Kreditinstitute. In beiden Dokumenten findet sich der unbestimmte Rechtsbegriff als Substantiv oder als Adjektiv knapp 200 Mal genannt.

schied zu Rechtsnormen keine Tatbestände vorgeben und somit auch keine strafrechtlichen Rechtsfolgen nach sich zögen. Der Grund dafür sei die weit über die Unbestimmtheit der unbestimmten Rechtsbegriffe von Rechtsnormen hinausgehende Unbestimmtheit von Rechtsprinzipien. Peter Kasiske räumt zwar ein, dass ein strafrechtsrelevanter Rechtssatz durchaus auch einen unbestimmten Rechtsbegriff enthalten dürfe. Beispielhaft rekurriert er auf die Verpflichtung des Unfallzeugens nach §142 Abs.1 Nr.2 StGB „eine angemessene Wartezeit“ am Unfallort einzuhalten. Er sieht die Differenz allerdings deutlich in dem Punkt, dass ein prinzipienbasierter unbestimmter Rechtsbegriff, wie er beispielsweise im deutschen Versicherungs- und Bankenrecht Verwendung findet, das u. a. jeweils ein „angemessenes Risikomanagement“ fordert, die Rechtsanwendung in der Form beeinflusst, dass die Verwaltung bzw. die Aufsichtsbehörde nicht unabhängig von dem Normadressaten tätig werden, d. h. die Tatbestände abwägen und eine Rechtsfolge einleiten kann. Vielmehr reduziere der unbestimmte Rechtsbegriff einer prinzipienbasierten Regulierung den Kern des Rechtssatzes von einem Verhaltensgebot auf ein Zielgebot, dessen Anwendung in einem ersten Schritt Kooperation und Dialog zwischen dem Aufsichtsberechtigten und dem Normadressaten erforderlich mache, um dabei den individuellen Bewertungsmaßstab zu ermitteln, nachdem die Tatbestände interpretiert werden.³⁰⁸ In dieser Beziehung sei es sicherlich möglich, dass die Aufsichtsbehörden das individuell nötige Maß der Verantwortungsübernahme zur Risikobeschränkung im Sinne des öffentlichen Interesses anmahnten und auch Gebrauch von ihren eingriffsberechtigten machten – aber eben nur möglich. Eine über die aufsichtsrechtliche Ebene hinausgehende strafrechtliche Relevanz sei mit Zielgeboten allerdings nicht unmittelbar zu erreichen.

Zusammenfassend sei gesagt, dass Prinzipien überflexibilisierte Ziel- oder Optimierungsgebote sind (siehe auch Penski 1989; Black 1997; kritisch Poscher 2010),³⁰⁹ die nicht nur den Normadressaten, sondern insbesondere auch den Normadressaten einen Verhaltensspielraum einräumen. Es geht also weniger um die Freiheit der Verwaltung bei der Interpretation der Tatbestände als um die Freiheit der Normadressaten bei der Erfüllung der Tatbestände im Verhältnis zur Aufsicht.³¹⁰ Hergen Eilert (2012, 624) hat die Rechtsprinzipien kürzlich für das deutsche Aufsichtsrecht wie folgt definiert: „Eine Vorschrift ist ein Prinzip im aufsichtsrechtlichen Sinne, wenn sie einen unbestimmten Rechtsbegriff enthält, der den beabsichtigten (sic!) Unternehmen einen rechtlichen Spielraum eröffnet.“³¹¹ Rechtsprinzipien

³⁰⁸ Dabei gilt es das sogenannte *Proportionalitätsgebot* einzuhalten. Das bedeutet, dass die Prüfung der Angemessenheit des Risikomanagements strikt auf den Einzelfall bezogen sein muss.

³⁰⁹ Im angloamerikanischen Rechtsdiskurs spricht man auch von *target-based* oder *outcome-oriented* (Hood 2006; Ford 2008). Nach Ulrich Penski (1989, 107) sind Rechtsprinzipien (bei ihm *Rechtsgrundsätze*) als „Normen anzusehen, die nur allgemein die Verwirklichung eines Zieles fordern, ohne daß (sic!) sie genauer bestimmen, durch welches Verhalten das geschehen soll“.

³¹⁰ Mittelbar muss es auch um die Freiheit der Verwaltung bzw. die Freiheit der Aufsichtsbehörde gehen, da diese nach Peter Kasiske (2013, 261) in einer prinzipienbasierten Regelungsstruktur nicht nur Beurteilungsspielräume bei der Auslegung der Rechtssätze besitzt, sondern im Zweifelsfall selbst entscheiden darf, wann und wieso gegen einen Verstoß gegen die Regeln des angemessenen Risikomanagements strafrechtlich vorzugehen ist. Er kritisiert dies vor dem Hintergrund des Art. 103 Abs. 2 GG, nachdem „grundsätzlich der Gesetzgeber selbst festlegen muss, welches Verhalten mit Strafe bedroht wird“ (ebd.).

³¹¹ Ähnlich auch Peter Kasiske (2013, 258-259).

sei somit von Rechtsnormen zu unterscheiden, weil letztere mit dem Anspruch verbunden sind, die Interpretation der Tatbestände, d. h. das Ausfüllen der unbestimmten Rechtsbegriffe in den Grenzen der normativen Ermächtigungslehre des deutschen Verwaltungsrechts erfolgen zu lassen, während der Vollzug von Rechtsprinzipien den Normadressaten Letztentscheidungskompetenzen zuteilwerden lässt, die auf eine weit reichende Verantwortungsteilung³¹² zwischen der zuständigen Aufsichtsbehörde und den Normadressaten schließen ließe. Hergen Eilert (2012, 624) stellt in seiner Diagnose darüber hinaus unmissverständlich fest, dass die Verwendung von Rechtsprinzipien den Normadressaten Letztentscheidungskompetenzen eröffnen, die man auch als unkontrollierbare bzw. beschränkt kontrollierbare Verhaltensspielräume bezeichnen müsse. Dies ist aus aufsichtsrechtlicher Sicht der Fall, wenn man bedenkt, dass Verantwortungsteilung immer auch Vertrauen als Basis für Entscheidungen voraussetzt.

5.1.4 BCBS MINDESTEIGENKAPITAL IM BANK- UND HANDELSBUCH

Das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime repräsentiert einen mehrstufigen Regelungsansatz. Das BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes basiert seit Basel-II auf einer Drei-Säulen-Architektur. Die erste Säule umfasst die quantitativen Mindesteigenkapitalanforderungen (BCBS 2006, 14-230). Die zweite Säule postuliert vier qualitative Grundsätze, die das Verfahren der aufsichtsrechtlichen Überwachung der Eigenkapitalausstattung durch die nationalen Behörden über die Mindesteigenkapitalanforderungen aus Säule 1 hinaus prinzipienorientiert konkretisiert (BCBS 2006, 231-232). Und die dritte Säule macht den lizenzierten Banken unter dem Titel „Marktdisziplin“ von der Rechnungslegung unabhängige Offenlegungsvorschriften (BCBS 2006, 256-276). Hier steht nachfolgend vor allem die erste Säule samt der Freiheiten, die ihre Normen den Normadressaten im Schatten des Vertrauens der Aufsichtsbehörden überlassen im Zentrum der weiteren Betrachtung. Bevor hier allerdings genauer auf die Freiheiten der Normadressaten eingegangen wird, soll die Systematik erklärt werden, die der Berechnung einer Mindesteigenkapitalquote im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime zu Grunde liegt.

Das zentrale bankregulatorische Gebot ist der Zwang zur Berechnung einer *umfassenden bankindividuellen Eigenkapitalnorm* (Rudolph 1991; Burghof und Rudolph 1996b, 39-55; Rudolph 2011, 286). In Abgrenzung von den sogenannten selektiven Eigenkapitalnormen, die an einzelnen Risiken in der Bankbilanz ansetzen, nimmt die umfassende bankindividuelle Eigenkapitalnorm die Risiken der gesamten Bankbilanz in den Fokus der bankaufsichtsrechtlichen Steuerung. Eine umfassende bankindividuelle Eigenkapitalnorm verweist darauf, dass die Eigenkapitalverhältnisse einer Bank über die Berechnung einer einzigen Kennzahl abgebildet werden (Rudolph 2011, 287). Das Besondere an der Berechnungsformel ist, dass sie aus zahlreichen Normen besteht, die sich grob in die Normen der regulatorischen Eigenkapitaldefinition und den Normen der regulatorischen Vorgaben zur Risikogewichtung der von den Banken gehaltenen Vermögensposten unterteilen lassen. Beide stellen einen konstruierten Bezug

³¹² Zum Begriff der Verantwortungsteilung stammen von Gunnar Folke Schuppert (1999) und von Hans-Heinrich Trute (1999).

zwischen der Aktivseite und der Passivseite der Bankbilanz her (Tarbert 2001, 784-786; Wood 2005).³¹³ Dieser konstruierte Bezug ist der Kern der ersten Säule des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes. Die bankindividuelle Mindesteigenkapitalquote wird aus dem sogenannten *haftenden Eigenkapital* und den sogenannten *risikogewichteten Aktiva* (RWA) errechnet. Zwei Terme, die dazu miteinander dividiert und mit 100 multipliziert werden:

$$\text{bankregulatorische Mindesteigenkapitalquote} = \frac{\text{Haftendes Eigenkapital}}{\text{Risikogewichtete Aktiva (RWA)}} \times 100$$

Mit Basel-II wurde beschlossen, neben dem Kreditrisiko auch das sogenannte operationelle Risiko (OR)³¹⁴ und die – im weiteren Verlauf wichtigeren – Marktpreisrisiken (MR) des Bankgeschäfts in die Berechnung der umfassenden Mindesteigenkapitalquote einzubeziehen. Auf die Berechnungsformel wirkt sich die Erweiterung dadurch aus, dass die risikogewichteten Vermögensposten im Nenner der Berechnungsformel mit spezifischen, um den Faktor 12,5 (dem Kehrwert von 8 Prozent) multiplizierten Anrechnungsbeträgen für Marktpreisrisiken (EK_{MR}) und das operationelle Risiko (EK_{OR}) addiert werden:

$$\frac{\text{Haftendes Eigenkapital}}{\text{RWA} + 12,5 \times (EK_{MR} + EK_{OR})} \geq 8 \text{ Prozent}$$

Hervorzuheben ist, dass das haftende Eigenkapital, der Zähler der Berechnungsformel, durch Normen zur Eigenkapitaldefinition bestimmt wird. Die Risikogewichtung, d. h. die Regeln zur Berechnung des Nenners der Berechnungsformel, der risikogewichteten Aktiva (RWA), erfolgt auf der Grundlage von klassifizierenden Normen, die eine sogenannte Risikomesszahl bestimmen. Unterschiedliche Aktiva werden von den Banken mit unterschiedlichen Risikomesszahlen gewichtet, die sich an potentiellen Risikoklassen bemessen, denen einzelne Aktivposten in der Bilanz ausgesetzt sind. Beispielsweise werden im Bankbuch Ausfall- bzw. Kreditrisiken und im Handelsbuch Marktpreisrisiken mit Eigenkapital hinterlegt. Die umfassende Mindesteigenkapitalquote hat somit einen selektiven Ursprung, der – wie noch zu zeigen sein wird – in ganz besonderem Maße Verhaltensfreiheiten möglich macht.

Die bankregulatorische Mindesteigenkapitalquote gilt für die im Bankbuch sowie die im Handelsbuch bilanzierten Aktiva und Verbindlichkeiten. Die Berechnung der Marktpreisrisiken der Vermögenswerte, die die Bank im Handelsbuch bilanziert,³¹⁵ nimmt ein eigenes Kapitel im BCBS Eigenkapitalschutz-

³¹³ Ursprung dieser Konstruktion ist neben dem Willen ein global einheitliches Eigenkapitalschutz-Regime zu gestalten, ein schlüssiges Argument der Banken gewesen, die in den 1980er Jahren darauf verwiesen, dass „non-risk-based capital requirements were unfair to those who prudently lend to safer borrowers. Without risk-based standards, banks had an incentive to loan to risky borrowers at higher rates of interest, because the capital required per asset dollar was the same no matter who the borrower“ (Tarbert 2001, 784).

³¹⁴ Die operationellen Risiken müssen von den Banken zwar beachtet werden, d. h. auch für sie gibt es einen spezifischen Berechnungsweg. Sie sind für die weitere Analyse allerdings bedeutungslos.

³¹⁵ Für eine genaue Unterscheidung zwischen Bankbuch und Handelsbuch siehe Abschnitt 5.1.8.

Regime ein (vgl. BCBS 2006, 177-230). Sie betrifft Vermögenswerte, die die Banken nicht nach den Regeln des Bankbuchs, sondern nach den Regeln des sogenannten Handelsbuchs risikogewichten wollen. Die Normen für die Gewichtung der Marktrisiken sind mit den Normen für die Gewichtung der Kreditrisiken prinzipiell vergleichbar. Trotz dieser Ergänzung eines weiteren Risikokomplexes, das Marktrisiko umfasst mehrere Risiken beispielsweise das Kurs-, das Zins- oder das Gegenparteirisiko (vgl. 5.1.7), bleibt im Ergebnis die regulatorische Notwendigkeit bestehen, täglich eine an den Risiken der Bank bemessene Mindesteigenkapitalquote von 8 Prozent vorweisen zu können. Dies gilt nicht nur für die Banken, sondern auch für alle Bank-, Wertpapier- und andere Finantöchter, die zu den komplexen Organisationsstrukturen des modernen Bankgeschäfts und insbesondere der Dealer-Elitebanken gehören (BCBS 2006, 8-9).

Die achtprozentige Mindesteigenkapitalquote findet sich wiederum in einzelnen Komponenten und deren anteilige Anrechenbarkeit unterteilt. Die bankregulatorische Mindesteigenkapitalquote, die das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime festlegt, darf sich aus verschiedenen Eigenkapitalinstrumenten zusammensetzen, auf deren klassifizierende Definition im nächsten Abschnitt (5.1.5) genauer eingegangen wird. An dieser Stelle sei gesagt, dass die bankregulatorische Mindesteigenkapitalquote des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes durch Basel-II von einer ausgeglichenen Gone Concern und Going Concern-Orientierung zu einer ausgesprochenen Gone Concern-Orientierung dereguliert wurde.³¹⁶ Seit Basel-II macht das sogenannte harte Tier-1 Going Concern-Kernkapital nur noch maximal zwei Prozent der mindestens vorzuhaltenden acht Prozent Eigenkapital aus, während Kapitalinstrumente (Tier-2 und Tier-3 Gone Concern-Eigenkapital), die erst im Insolvenzfall zu Eigenkapital werden, bis zu sechs Prozent ausmachen dürfen (vgl. Abbildung 23 – nächster Abschnitt 5.1.5). In Bezug auf den zentralen Verhaltensstandard des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes sind den Regime-Anwendern somit weitgehende Verhaltensspielräume eingeräumt worden, die es nachfolgend genauer zu untersuchen gilt.

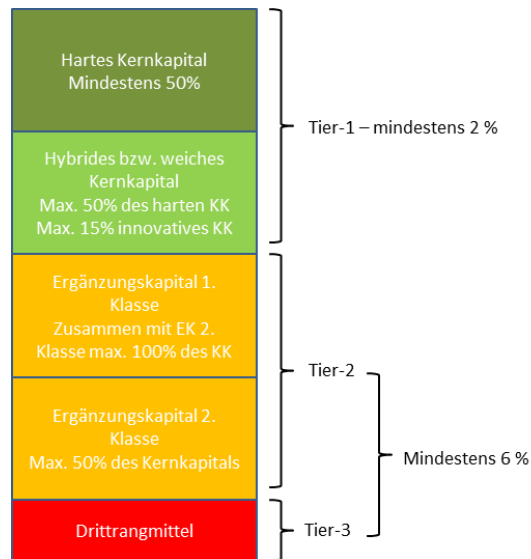
5.1.5 BCBS EIGENKAPITALDEFINITION – KERNKAPITAL, ERGÄNZUNGSKAPITAL, DRITTRANGMITTEL

Die Berechnung der umfassenden Mindesteigenkapitalquote (Bankbuch und Handelsbuch) beginnt mit der Zählerberechnung. Für die Zählerberechnung der Berechnungsformel sind die Klassifikationsbestimmungen der Eigenkapitaldefinition von entscheidender Bedeutung. Die Eigenkapitaldefinition des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes wurde mit Basel-I eingeführt und seither immer wieder verändert (BCBS 1988, 11-13; BCBS 1998; BCBS 1999b, 23; BCBS 2005b, 12; BCBS 2005a, 5-6; BCBS 2006). Im Übergang von Basel-I zu Basel-II wurde die Definition beobachtbar gelockert, was sich nicht zuletzt in der bereits erwähnten Gone Concern-Orientierung widerspiegelt, die darauf verweist, dass weniger

³¹⁶ Zu den Begriffen Gone Concern und Going Concern siehe im weiteren Verlauf. Grundlegend verweist die Gone Concern-Orientierung auf einen an der Insolvenz orientierenden Eigenkapitalschutz hin, der nur noch bedingt dem präventiven Vertrauensschutz nützt. Präventiver Vertrauensschutz ist nur mit einer Going Concern-Orientierung zu haben.

der Fortbestand der Bank im Interesse aller an Systemstabilität interessierten Gläubiger als vielmehr die mit dem Insolvenzfall einhergehende „Rettung“ der Investoren

Abbildung 23: Eigenkapitalklassen nach Basel-II



Quelle: Eigene Darstellung, Bieg/Krämer/Waschbusch 2011

Die BCBS Eigenkapitaldefinition besteht aus komplexen Klassifikationsstandards, mit denen die Banken den Nenner des Bruchterms zur Berechnung des *haftenden Eigenkapitals* berechnen. Mit der Eigenkapitaldefinition wird konkretisiert, welche Eigenschaften Kapitalinstrumente besitzen müssen, um einer der drei zentralen Gruppen des im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime anrechenbaren regulatorischen Eigenkapitalgruppen zugerechnet werden zu können: Dem Kernkapital (Tier-1), dem Ergänzungskapital (Tier-2) oder den Drittrangmitteln (Tier-3). Jede Gruppe des bankregulatorisch anerkannten Eigenkapitals kann zu einem wiederum definierten Anteil in die Berechnung des Zählers der Haftkapitalberechnungsformel einfließen (vgl. Abbildung 23). Nach Abzug anderer Bilanzpositionen, so zum Beispiel des sogenannte *Goodwill*, der auch als *derivater Firmenwert* bezeichnet wird und sich aus Anteilen an anderen Firmen berechnet, ergibt sich zusammengenommen die folgende Formel zur Berechnung des haftenden Eigenkapitals, d. h. des Zählers der Formel, die die Berechnung der bankregulatorischen Eigenkapitalquote ermöglicht:

$$\text{Haftendes Eigenkapital} = \text{Goodwill} - \text{Kernkapital} + \text{Ergänzungskapital} + \text{Drittrangmittel}$$

Die weitere Einordnung des technischen Sachverhalts der Eigenkapitaldefinition beginnt mit einer Beschreibung des Kernkapitals (Tier-1), das laut Basel-II in *hartes Kernkapital* und *weiches Kernkapital* unterteilt wird.³¹⁷ Das harte Kernkapital, das auch als *Going Concern-Eigenkapital* bezeichnet werden kann, weil es dem präventiv-vorsorgenden Unternehmenserhalt dient, setzt sich grundsätzlich aus mindestens zwei Komponenten zusammen: Dem *eingezahlten Aktienkapital* und den *offenen Rücklagen*

³¹⁷ Mit dem Beschluss von Basel-III wurde die Begrifflichkeit des weichen Kernkapitals in zusätzliches Kernkapital umgewandelt (vgl. Abschnitt 6.1.2.2).

(BCBS 1988, 11), die aus dem Gewinn gewonnen werden. Das harte Tier-1 Kernkapital zeichnet sich insgesamt durch seine Langfristigkeit in Bezug auf potentielle Haftungsansprüche aus. Das Aktienkapital ist das „Schlüsselement der Eigenmittel, auf das das Schwergewicht gelegt werden sollte“, steht in Basel-I geschrieben (BCBS 1988, 3). Denn es ist „das einzige gemeinsame Element der Bankensysteme aller Länder; es ist in der Bilanz vollständig ausgewiesen und bildet die Grundlage, auf der die meisten Markturteile über die Angemessenheit des Eigenkapitals beruhen; schließlich ist es ein entscheidender Faktor für die Gewinnmarge und Wettbewerbsfähigkeit einer Bank“, liest man an selber Stelle weiter. Das Aktienkapital setzt sich zusammen aus den ausgegebenen und voll eingezahlten Stammaktien sowie aus unkündbaren und nicht kumulativen Vorzugsaktien (BCBS 1988, 11), wobei letztere meist schon wieder steuerungsraum- und emittentenspezifische Besonderheiten aufweisen (Schön 2013, 12) und genau genommen zu den hybriden Finanzierungsinstrumenten zählen, nicht zuletzt weil ihre Qualität durch Rating-Agenturen bewertet wird (Gallati 2011, 176).³¹⁸

Unter dem Stichwort der offenen Rücklagen finden sich entgegen der länderübergreifenden Eindeutigkeit des Aktienkapitals einige weitere, mitunter länderspezifische Unterschiede. Laut BCBS (1988, 11-12) wird Rücklagenkernkapital „gebildet oder erhöht durch Zuführung einbehaltener Erträge oder anderer Zuschüsse, z. B. Aktienaufgeld, einbehaltene Gewinne, allgemeine Reserven und gesetzliche Reserven“. Die weichen Tier-1 Kernkapitalkomponenten sind alle weiteren als Kernkapital anrechenbaren Kapitalinstrumente. Dazu gehören vor allem solche Kapitalinstrumente, die schon vor 1998 traditioneller Bestandteil nationaler Eigenkapital-Regime waren. Anerkannt sind Fonds für allgemeine Bankrisiken aber auch die speziell in Deutschland bedeutenden *stillen Einlagen* (BCBS 1988, 12; Burghof und Rudolph 1996a, 139; Bieg et al. 2004, 30-31). Das BCBS hat in einer Presseerklärung vom 27.10.1998 die Gruppe der weichen Eigenkapitalinstrumente unterteilt (BCBS 1998). Es hat einige Instrumente des Ergänzungskapitals als sogenannte weiche innovative Kernkapitalinstrumente anerkannt, wenn sie nachweislich und permanent dem Verlustauffang im Insolvenzfall dienen. Von dem *weichen Kernkapital* gilt es also seither das *innovative weiche Kernkapital* abzugrenzen, das auch als *Gone concern-Eigenkapital* bezeichnet wird, weil es erst im Insolvenzfall seine investorenschützende Wirkung entfaltet. Beide Kategorien dürfen nicht mehr als respektive 50 Prozent und 15 Prozent (innovatives weiches Kernkapital) des harten Kernkapitals ausmachen (BCBS 1998; Böger et al. 2000, 6; Bundesbank 2011, 10).³¹⁹ Die über die Anrechnungsgrenze hinaus gehenden innovativen weichen Kernkapitalinstrumente können als Gone Concern-Tier-2 Ergänzungskapital angerechnet werden.

³¹⁸ Kumulative Vorzugsaktien sind dem Fremdkapital ähnlicher als dem Eigenkapital, weil sie den Investoren – einer festen Verzinsung ähnlich – eine vertraglich gesicherte Dividende zusichern, die im Falle eines Dividendenausfalls einen kumulativ nachzuzahlenden Zahlungsanspruch begründen.

³¹⁹ Die prozentuale Abgrenzung von weichen Kernkapitalinstrumenten und innovativen Kernkapitalinstrumenten findet sich nur in wenigen Publikationen (vgl. ohne weitere Erklärungen Bundesbank 2011, 10). Grundsätzlich ist die Abgrenzung von etablierten und innovativen weichen Kernkapitalinstrumenten denkbar. Ersteres wird auch in der BCBS Presseerklärung angedeutet, wenn von Instrumenten die Rede ist, die zur Beschlusszeit in den jeweiligen Ländern bereits als Kernkapital anerkannt waren (BCBS 1998), wie zum Beispiel die sogenannten stillen

Kapital ist Ergänzungskapital, wenn es entweder (1) „begrenzt zur Verfügung steht“, (2) „nur nachrangig gegenüber erstrangigen Schuldnern (und vorrangig gegenüber Kernkapital) ist“ oder (3) „nicht in der Bilanz ausgewiesen wird“, schreiben Thomas Heidorn und Stephan Rupprecht (2009, 17). Die Gegebenheit der Anzahl der Ergänzungskapitalmerkmale verweist auf die Qualität des Ergänzungskapitals als anrechenbares Haftkapital. Das Ergänzungskapital kennt angelehnt an die potentiellen Qualitätsunterschiede zwei zentrale Klassen: Man unterscheidet das *Ergänzungskapital erster Klasse* und *Ergänzungskapital zweiter Klasse*. Während das Ergänzungskapital erster Klasse sich weitgehend aus hybriden Gone Concern-Eigenkapitalinstrumenten zusammensetzt,³²⁰ wie zum Beispiel die nach deutschem Recht bekannten sogenannten Genussrechtsverbindlichkeiten, die auch als innovatives Ergänzungskernkapital angerechnet werden können, setzt sich das Ergänzungskapital zweiter Klasse aus laufzeitbeschränkten Schuldinstrumenten zusammen. Schuldinstrumente, die sich beispielsweise durch ihre Langfristigkeit auszeichnen oder eine vertraglich ausgehandelte Nachrangigkeit im Insolvenzfall umfassen (BCBS 1988; Bieg et al. 2004, 43-60). Der Umfang und die Anrechenbarkeit all dieser Kapitalkomponenten sind in vielfacher Weise von den nationalen gesetzlichen Regeln abhängig, die die Rechnungslegung und den existierenden gesetzlichen Eigenkapitalschutz betreffen. Diesen Komponenten soll sich hier nicht im Einzelnen zugewendet werden. Es gilt allerdings festzustellen, dass die Rahmenregelungen sowohl in Basel-I als auch in Basel-II sehr dünn sind und die Spielräume der Anerkennung diverser Eigenkapitalinstrumente damit umso größer werden. Darauf wird zurückzukommen sein. An dieser Stelle wichtiger ist es allerdings auf die Anrechnungssätze der einzelnen Komponenten hinzuweisen. Insgesamt, das muss hervorgehoben werden, darf das Ergänzungskapital maximal so hoch ausfallen, wie das addierte Kernkapital ausfällt (BCBS 1988, 3). Die Menge des Kernkapitals gibt also die Menge des anrechnungsfähigen Ergänzungskapitals vor. Um die Vertrauensfunktion des bankregulatorischen Eigenkapitals darüber hinaus zu festigen, darf das Ergänzungskapital zweiter Klasse maximal 50 Prozent des Kernkapitals ausmachen und muss darüber hinaus, abhängig von ihrer sich nähernden Fälligkeit der hier vorherrschenden nachrangigen Verbindlichkeiten mit Laufzeitbegrenzung, zusätzliche Abschläge hinnehmen. Das BCBS hat diesbezüglich vorgeschlagen, ab einer verbleibenden Laufzeit von mindestens fünf Jahren für jedes weitere abgelaufene Jahr 20 Prozent des anrechenbaren Kapitalwerts abzuziehen (BCBS 1988, 11-12; Bieg et al. 2004, 56-57).

Mit dem Papier zur Integration von Marktrisiken von 1996, das hier in seiner alle Änderungen umfassenden Version von 2005 zitiert wird (BCBS 2005a), wurden die sogenannten Drittrangmittel als eine weitere Eigenkapitalkomponente (Tier-3) zur Absicherung von Marktpreisrisiken eingeführt. Drittrangmittel setzen sich aus erwarteten, jedoch noch nicht realisierten Nettogewinnen und aus kurzfristigen

Beteiligungen im deutschen Kreditwesensgesetz. Innovative weiche Kernkapitalinstrumente sind solche Instrumente, die die Banken im Interbankenmarktssystem emittieren, beispielsweise Wandelschuldarleihen.

³²⁰ Zu ergänzen sind die sogenannten stillen Vorsorgereserven, die sogenannte Neubewertungsreserven, aber auch die sogenannten allgemeinen Wertberichtigungen sind als anrechenbares Ergänzungskapital erster Klasse zu nennen (vgl. BCBS 1988, 3-4).

nachrangigen Verbindlichkeiten zusammen, die insbesondere genutzt werden, um kurzfristige Positionen im Eigenhandel bzw. bei der unterstützenden Marktschaffung einzugehen. Die Drittrangmittel setzen sich aus solchen Positionen und deren potentiellen Gewinnen zusammen, die insbesondere im Interbankenmarktsystem eingegangen werden (Bieg et al. 2004, 78-83). Nach Empfehlung des BCBS sollte der Anteil der Drittrangmittel am haftenden Eigenkapital zusammen mit dem Ergänzungskapital nicht die Menge des Kernkapitals übersteigen, wobei das BCBS über die Empfehlung hinaus beschlossen hat, das explizite Anrechnungspotenzial den Entscheidungsträgern in den nationalen Steuerungsräumen und dem Ermessen der jeweiligen Aufsichtsbehörden zu überlassen (BCBS 2005a, 5-6).

5.1.6 BCBS RISIKOGEWICHTUNG I – DER STANDARDANSATZ (MIT RATINGAGENTUREN)

Die BCBS Eigenkapitalschutz-Regime zeichnet sich seit seiner Einführung durch die Risikogewichtung der Vermögensposten aus. Die Risikogewichtung orientiert sich an den bilanzierten Vermögenswerten. Letztlich fließt ein vom Vermögenswert abgeleiteter Risikowert in den Nenner der Formel zur Berechnung der regulatorischen Eigenkapitalquote ein. Genauer gesagt in den Teil des Nenners, der als risikogewichtete Aktiva (RWA) bezeichnet wird.

Abbildung 24 zeigt die in Basel-I für einzelne Produktgruppen beschlossenen Kreditrisikomesszahlen. Die Metrik der Kreditrisikomesszahlen in Basel-I ist übersichtlich gehalten. Sie umfasst insgesamt fünf Risikomesszahlen: 0 Prozent, 10 Prozent, 20 Prozent, 50 Prozent und 100 Prozent. Eine Risikogewichtung von 0 Prozent bedeutet, dass dieser Vermögensposten nicht mit Eigenkapital unterlegt werden muss, weswegen er auch nicht in den Nenner der Berechnungsformel des bankregulatorischen Eigenkapitals einfließt. Eine Risikogewichtung mit hundert Prozent zieht die volle Anrechnung des Vermögenswerts nach sich. Zentrales Kriterium der Gewichtung des Kreditrisikos nach Basel-I ist die Unterscheidung danach, ob eine Forderung an einen Schuldner im In- oder im Ausland gerichtet ist, wobei in Bezug auf das Ausland keine weiteren Unterscheidungen, in Bezug auf das Inland allerdings Unterscheidungen zwischen inländischen Institutionen wie zum Beispiel Zentralregierung, öffentlicher Sektor, Banken und privater Sektor getroffen werden. In- und ausländische Schuldner werden pauschal nach Ländergruppen unterteilt. Genau genommen nach Ländern die Vollmitglied der OECD sind und nach Ländern, die über keine OECD Mitgliedschaft verfügen (BCBS 1988, 7).

Insgesamt finden wir eine Differenzierungspraxis, deren in ihrer Einfachheit liegenden Vorteile für die überindividuelle Vergleichbarkeit für ihre Anwender insbesondere mit der fortschreitenden Internationalisierung der Branche und der zunehmenden Quantifizierung des Risikomanagements zur Last wurde. Es sei geboten, so argumentierte die Industrie, die Risikosensitivität der regulatorischen Risikogewichtung zu fördern, d.h. die Risikogewichtung an die zunehmenden Fähigkeiten der Banken und ihrer Risikomanagementabteilungen anzupassen (Arnold und Boos 2001; Bundesbank 2001, 16). Im Übergang zu Basel-II ging die Einfachheit von Basel-I weitgehend verloren. Die Banken hatten sich die Freiheit errungen, bei der Risikogewichtung nicht mehr an die fixe Basel-I Metrik gebunden zu sein. Eine Entwicklung, die sie unter dem Schlagwort der Risikosensitivierung einforderten, die bei Lichte betrachtet

allerdings als Flexibilisierung bezeichnet werden muss. Seit Basel-II stehen den Banken nunmehr zwei Alternativen der Risikogewichtung zur Verfügung: erstens der Standardansatz, der im nachfolgenden Abschnitt diskutiert wird, und zweitens der sogenannte IRB-Ansatz, der im nächsten Abschnitt (5.1.7 Risikogewichtung II) im Zentrum der Ausführungen steht.

Abbildung 24: Risikogewichtung von sämtlichen Forderungen laut Basel-I

Risikogewichtung	Kategorien von Bilanzaktiva
0 Prozent	Barmittel
	Forderungen in Landeswährung an Zentralregierungen und Zentralbanken
	Andere Forderungen an OECD-Zentralregierungen und Zentralbanken
	Durch Barmittel oder Papiere von OECD-Zentralregierungen vollständig besicherte oder durch OECD-Zentralregierungen garantierte Forderungen
0, 10, 20, 50 Prozent (nach Ermessen jedes Landes)	Forderungen an Institutionen des inländischen öffentlichen Sektors unter Ausschluss der Zentralregierung und durch solche Institutionen verbürgte oder durch von ihnen begebene Wertpapiere besicherte Kredite
20 Prozent	Forderungen an multilaterale Entwicklungsbanken und durch solche Banken verbürgte oder durch Wertpapiere, die von ihnen begeben wurden besicherte Kredite
	Forderungen an Banken mit Sitz in der OECD und durch solche Banken verbürgte Forderungen
	Forderungen an Wertpapierhäuser mit Sitz in der OECD, sofern vergleichbare Aufsichtsregeln bestehen, insbesondere risikoabhängige Eigenkapitalforderungen, und durch solche Wertpapierhäuser verbürgte Forderungen
	Forderungen an Banken mit Sitz außerhalb der OECD, mit einer Restlaufzeit von bis 1 Jahr, und Forderungen mit Restlaufzeit von bis 1 Jahr, die durch solche Banken verbürgt werden
	Forderungen an nicht inländische Institutionen des öffentlichen Sektors von OECD-Ländern, unter Ausschluss der Zentralregierungen, und durch solche Institutionen verbürgte Forderungen
	Barposten, die gerade eingetrieben werden
50 Prozent	Vollständig durch Hypotheken auf Wohnungseigentum gesicherte Kredite
100 Prozent	Forderungen an den Privatsektor
	Forderungen an Banken mit Sitz außerhalb der OECD, mit einer Restlaufzeit von über 1 Jahr
	Forderungen an Zentralregierungen außerhalb der OECD (sofern nicht auf Landeswährung lautend und in dieser Währung refinanziert)
	Forderungen an Wirtschaftsunternehmen in Staatsbesitz
	Gebäude und Einrichtungen sowie sonstige Sachanlagen
	Immobilien und andere Anlagen (einschl. nicht konsolidierter Beteiligungen an anderen Unternehmen)
	Von anderen Banken begebene Finanzierungsinstrumente (wenn sie nicht von den Eigenmitteln abgezogen werden)
	Alle sonstigen Aktiva

Quelle: Eigene Darstellung, BCBS 1988

In Bezug auf die Risikosensitivierung des Standardansatzes der Risikogewichtung im BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes war zuerst einmal die für das Standardverfahren der Risikogewichtung exemplarische Beteiligung externer Risikobewertungsdienstleister von grundlegender Bedeutung (vgl. BCBS 2006, 22-36). Diesbezüglich sind insbesondere die drei großen US-amerikanischen Ratingagenturen zu nennen (*Standards & Poor, Moody's* und *Fitch Ratings*). Die Ratingagenturen sind private Dienstleister, die ihre Bonitäts-Einschätzungen von sämtlichen Unternehmen und der von ihnen begebenen Finanzin-

strumente als Informationsprodukt vermarkten. Sie sind reputationsstarke Dienstleister, deren Geschäftstradition in den USA bis in das frühe 20. Jahrhundert zurückzuverfolgen ist und die dort bereits seit spätestens 1973 als staatlich anerkannter Teil des nationalen Eigenkapitalschutz-Regimes fungierten (siehe m. w. N. Partnoy 1999, 690; Sylla 2002a). Mit dem ersten Schritt der Risikosensitivierung wurden nicht mehr nur Forderungen an Schuldner aus OECD und nicht-OECD Ländern sowie private und öffentlich-rechtliche Schuldnerarten für die Nennerberechnung unterschieden. Das BCBS Regelsetzungs-Regime hat in Basel-II vielmehr beschlossen, die externen Ratings der Ratingagenturen für Forderungen bzw. Vermögensposten an folgende spezifische Schuldnerarten für die Risikogewichtung im Standardverfahren anzuerkennen: (1) Forderungen an Staaten, (2) Forderung an sonstige öffentliche Stellen, (3) Forderungen an multilaterale Entwicklungsbanken, (4) Forderungen an Banken, (5) Forderungen an Wertpapierhäuser, (6) Forderungen an Wirtschaftsunternehmen, (7) Kredite, die dem aufsichtsrechtlichen Retail-Portfolio zugeordnet werden, (8) durch Wohnimmobilien besicherte Forderungen, (9) durch gewerbliche Immobilien besicherte Forderungen, (10) Kredite mit Verzug, (11) Forderungen mit höherem Risiko, (12) Andere Vermögenswerte, (13) Außerbilanzielle Positionen. Für jeden Schuldner- bzw. Vermögensstyp werden die verfügbaren Ratings, die von den Emittenten bezahlt werden, einer Risikomesszahl zugeordnet, die die lizenzierte Bank zur Berechnung der Mindesteigenkapitalquote verwenden muss. Nachfolgend sind beispielhaft die Forderungen an Staaten, die Forderungen an Wirtschaftsunternehmen und insbesondere die Forderungen an Banken und Wertpapierhäuser und ihre spezifischen Risikogewichtungen im Basel-II Standardansatz zu diskutieren.

Beginnen wir mit den Forderungen der Banken an Staaten, also der Teil des Bankgeschäfts, der den Sachverhalt der Staatsfinanzierung und des damit einhergehenden Risikos und seiner Risikogewichtung im Standardverfahren nach Basel-II betrifft. Abbildung 25 verweist auf die mit den Ratings einhergehenden Risikogewichte, die bei 0 Prozent für von AAA bis AA- bewertete Staaten beginnen und für Forderungen an Staaten, die ein Rating unterhalb von B- besitzen, eine Risikogewichtung vorsehen, die die Multiplikation der in der Bankbilanz liegenden Vermögensposten mit dem Faktor 1,5 (entspricht 150 Prozent) vorsehen. Forderungen an Staaten mit einem Rating zwischen AAA und AA- sind risikofrei und fließen nicht in den Nenner der Risikogewichtung im Standardansatz ein, während solche ohne Rating zu 100 Prozent in den Nenner der Formel zur Berechnung der bankregulatorischen Eigenkapitalquote einfließen.³²¹

Von größerer Bedeutung für die vorliegende Arbeit ist allerdings die Risikogewichtung von Forderungen an Banken und Wertpapierhäuser, für die es grundsätzlich zwei Optionen zu unterscheiden gilt: Erste Option ist, das Rating des Sitzstaates als Gewichtunggrundlage anzuwenden. Und zweite Option ist, das Rating der Bank als Gewichtunggrundlage anzuwenden. Die Alternative existiert, weil es Ban-

³²¹ Die allseits bekannten Ratingklassen der privaten Ratingagenturen finden sich in den Abbildungen 10 und 11 in Orientierung an die Ratingagentur Standards & Poor reproduziert.

ken gibt, die sich kein Rating kaufen. Sie verweist nicht zuletzt auf die bereits angedeutete Nähe zwischen Staaten und Banken. Sie macht darüber hinaus deutlich, dass man Banken nicht einfach als Wirtschaftsunternehmen einordnen darf. Grundsätzlich, so ist in Abbildung 26 zu erkennen, unterscheidet sich die Risikogewichtung von Bankforderungen nach Option 1 von der Risikogewichtung von Forderungen an Staaten darin, dass das Risikogewicht sich bei gleichem Rating um eine Stufe erhöht. Für Banken, deren Sitzstaat kein Rating aufweisen kann, liegt das maximale Risikogewicht nach Option 1 bei 100 Prozent. Option 2, bei der die Ratinggrundlage das Rating der Gläubigerbank ist, kennt wiederum deutlich mildere Risikogewichte vor allem bei den mittleren Bewertungen und bei Banken ohne Rating. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang die Risikogewichtung für kurzfristige Forderungen, für Geldmarktforderungen „mit einer Anfangslaufzeit von drei Monaten“, wie das BCBS schreibt, die insbesondere zwischen Banken im Interbankenmarktsystem zirkulieren.

Abbildung 25: Ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen an Staaten und an Wirtschaftsunternehmen laut Basel-II

Forderungen an Staaten						
Rating	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	BB+ bis B-	Unterhalb B-	Ohne Rating
Risikogewichte	0 %	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %
Forderungen an Wirtschaftsunternehmen						
Rating	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	Unterhalb BB-	Ohne Rating	
Risikogewichte	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %	

Quelle: Eigene Darstellung, BCBS 2006

Abbildung 26: Ratingbasierte Risikogewichtung von Forderungen Banken und Wertpapierhäuser laut Basel-II

Forderungen an Banken und Wertpapierhäuser							
Ratinggrundlage Option 1 und 2	Rating	AAA bis AA-	A+ bis A-	BBB+ bis BBB-	BB+ bis B-	Unterhalb B-	Ohne Ra- ting
1: Rating des Staates	Risikogewicht unter Option 1	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %	100 %
2: Rating der Bank	Risikogewicht unter Option 2	20 %	50 %	50 %	100 %	150 %	50 %
	Risikogewicht für kurzfristige Forderungen unter Option 2	20 %	20 %	20 %	50 %	150 %	20 %

Quelle: Eigene Darstellung, BCBS 2006

Insbesondere die im Interbankenmarktsystem zirkulierenden Finanzinstrumente haben auch auf andere Weise Einzug in das Prozedere der Risikogewichtung im Standardansatz des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes gefunden: als Instrumente der Kreditrisikominderung (BCBS 2006, 36-57). Als Instrumente also, mit denen sich das Kreditrisiko bilanzierter Vermögenswerte und damit auch die Risikogewichtung dieser Forderungen mindern lässt. „Kein Geschäft, bei dem Kreditrisikominderungstechniken eingesetzt werden, sollte eine höhere Eigenkapitalanforderung erhalten als ein sonst identisches Geschäft ohne

Kreditrisikominderung“, liest man in den Bestimmungen zur Anerkennung von Risikominderungstechniken (BCBS 2006, 36). Grundlage für die Anerkennung der Risikominderungstechniken sei ihre rechtssichere Anwendbarkeit auf der Ebene der einzelnen Steuerungsräume. In den USA aber auch in der EU sind die Risikominderungstechniken bereits in den frühen 1990er Jahren aufsichtsrechtlich erlaubt worden. Die im Rahmen von Basel-II erfolgte transnationale Rahmenregelung ist als ein Schritt in Richtung einer weiter reichenden globalen Anerkennung der Risikominderungstechniken zu verstehen (Schulte-Mattler und Manns 2005, 31-32).

In Basel-II werden folgende Kreditrisikominderungstechniken explizit erwähnt und zugelassen (BCBS 2006, 37-40):

- (1) Die Besicherung (Haircut, Collateral) von Transaktionen beispielsweise durch Bareinlagen oder Wertpapiere, wie oben am Beispiel der Repo-Finanzierungen ausgearbeitet wurde. Eine Technik, die aber genauso für eine Vielzahl weiterer kurzfristiger Finanzierungsformen zum Einsatz kommt.³²²
- (2) Das sogenannte Netting von Bilanzpositionen, das die rechtliche Anerkennung von vertraglichen Netting- bzw. Aufrechnungsvereinbarungen voraussetzt. Durch eine solche Vereinbarung wird „[d]as Adressenausfallrisiko aus den Geschäften eines Kreditinstituts mit demselben Geschäftspartner [...] von einem Brutto- auf einen Nettobetrag reduziert“, erklären Hermann Schulte-Mattler und Uwe Traber (1995, 51) einen im Detail weitaus komplexeren Vorgang allgemeinverständlich. Einen Vorgang, der allerdings auch erst im Insolvenzfall von Bedeutung ist und somit für den Going-Concern Eigenkapitalschutz, anders als allgemein angenommen, keine Wirkung zeitigt.³²³
- (3) Der Handel von Garantien und Kreditderivaten führt dann zu einer Minderung der Eigenkapitalanforderungen, wenn der Garantie- bzw. Sicherungsgeber ein geringeres Kreditrisiko darstellt als der Gläubiger der ausfallversicherten Forderung. Die Anerkennung dieser Praxis liegt allerdings im Ermessen der Aufsichtsbehörden.
- (4) Die Anerkennung von Laufzeitkongruenzen als Kreditrisikominderungsstrategie wird dann anerkannt, wenn die Laufzeit des Risikominderungsinstruments die Restlaufzeit der mit Eigenkapital zu hinterlegenden Forderung übersteigt.
- (5) Einige weitere unter „Sonstiges“ gefasste Transaktionen, die vor allem die hier nicht weiter zu diskutierende Kreditderivate betreffen, mit denen neben Risikominderung – wie gezeigt – auch Risiken verschleiert werden können. Dass die Anwendung der Kreditderivate selbst für das Gläubigervertrauen relevante Basisrisiken und somit strategisches Misstrauen erzeugt, kommt den Kreditderivaten, die neben der Risikominderung auch der Spekulation dienen, sowohl bei

³²² Die Sicherheit führt insbesondere dann zu einer Entlastung der Eigenkapitalforderung, wenn sie veräußert werden darf. Vgl. Kapitel 3.2.5, Stichwort *Rehypothecation of Collateral*.

³²³ Vgl. zum Begriff FN 172, siehe auch Abschnitt 3.2.4.

der Risikogewichtung im hier präsentierten Standardansatz als auch im nachfolgenden IRB-Ansatz des BCBS Eigenkapitalschutz-Regime keine ausreichende Bedeutung zu.

5.1.7 BCBS RISIKOGEWICHTUNG II – DER INTERNAL-RATING-BASED APPROACH (IRB-ANSATZ)

Mit Basel-II wird die Risikosensitivität der Risikogewichtung auf Kosten der Vergleichbarkeit noch einmal gesteigert (Tarbert 2001, 809).³²⁴ Den Regelungsadressaten wird die Möglichkeit gewährt, die Berechnung des Nenners der Berechnungsformel für die Eigenkapitalhinterlegung auch auf eigene Bonitätsschätzungen zu stützen (vgl. BCBS 2006, 58-135).³²⁵ Es wird ein *IRB-Basisansatz* von einem *IRB-Fortgeschrittenenansatz* unterschieden. Letzterer wird vorwiegend von den Dealer-Elitebanken benutzt. Sie dürfen „die aufsichtliche Eigenkapitalanforderung [...] ganz [...] auf der Grundlage selbst eingeschätzter Risikoparameter“ (Wolf 2005, 13) bestimmen.³²⁶ Der IRB-Ansatz ist der Kern der prinzipienorientierten BCBS Bankregulierung. Mit dem IRB-Ansatz wird den lizenzierten Banken die Letztentscheidungskompetenz über die Risikogewichtung erteilt. Der IRB-Ansatz findet sich als Teil sämtlicher BCBS Eigenkapitalstandards institutionalisiert. In Basel-II ist er sowohl für die Schätzung des Kreditrisikos im Bankbuch als auch für die Schätzung des Marktrisikos nach den Regeln des Handelsbuchs eine Option. In diesem Abschnitt steht nachfolgend insbesondere der IRB-Fortgeschrittenenansatz für die Risikogewichtung im Bankbuch im Fokus.

Für die Anwendung des IRB-Ansatzes gibt es einen Genehmigungsvorbehalt. Die Banken müssen sich ihre Risikomodelle im Detail genehmigen lassen und bei der Anwendung des IRB-Ansatzes Mindestanforderungen (Dokumentations- und Offenlegungspflichten, regelmäßige Prüfungen der geschätzten Werte, etc.) erfüllen. Die Ausgestaltung der Mindestanforderungen obliegt den nationalen Aufsichtsbehörden, die – so heißt es im Originaltext (BCBS 2006, 99) – „von Zeit zu Zeit“ ihre Richtlinien für eine solide Praxis anpassen. Im Rahmen dieser im Wortlaut bereits sehr unbestimmt klingenden Rechtsanwendung steht auf den Verstoß der zu prüfenden Mindestanforderungen der Zwang zur Anwendung des Standardansatzes (BCBS 2006, 124), womit den Banken die geschätzte Handlungsfreiheit des IRB-Ansatzes genommen wird, ja, sie sogar genötigt wären, mehr Eigenkapital vorzuhalten, weil der IRB-Ansatz offiziell wegen seiner höheren Risikosensitivität in die Begriffswelt dieser Arbeit übersetzt allerdings wegen der größeren Freiheiten der Aufsichtsunterworfenen eine effektiv deutlich niedrigere Eigenkapitalausstattung bei gleichbleibender Mindesteigenkapitalquote möglich macht (Le Leslé und

³²⁴ Die komplexen Regeln zur Risikogewichtung im IRB-Ansatz können hier nicht erschöpfend präsentiert werden. Es soll sich auf die für das Verständnis und die nachfolgende Argumentation hervorzuhebenden Zusammenhänge konzentriert werden.

³²⁵ Der IRB-Ansatz wurde bevor man ihn für das Bankbuch institutionalisierte bereits für das Handelsbuch angewendet. Die Grundlage der ersten bankregulatorischen Genehmigung des IRB-Ansatzes ist die Marktrisikoeinweitung von Basel-I. Der IRB-Ansatz für das Marktrisiko im Handelsbuch ist für die Effektivität des Eigenkapital-schutzes genauso destruktiv. Dem Handelsbuch gilt es sich im anschließenden Abschnitt 5.1.8 zu widmen – allerdings ohne noch einmal explizit auf die vergleichbare Risikoberechnung einzugehen.

³²⁶ Im IRB-Basisansatz liegt die Schätzung der Risikoparameter „teilweise“ (Wolf 2005, 13) in der Hand der anwendenden Banken.

Avramova 2012, 15).³²⁷ Insgesamt müssen darüber hinaus die Schwierigkeiten betont werden, die die nationalen Aufsichtsbehörden bei der Beaufsichtigung der auf der Grundlage des IRB-Ansatzes übermittelten Mindesteigenkapitalkennzahlen haben (Tarullo 2008, 168-169). Schwierigkeiten, die nicht zuletzt daher rühren, dass Risikomodelle zum einen höchst komplex sind und nur von wenigen verstanden werden, und sie zum anderen höchst unterschiedlich ausgestaltet werden können, es also eine kaum zu beherrschende Vielfalt unterschiedlicher Modellvarianten gibt.

Die Berechnung des Nenners im IRB-Ansatz ist komplex. Sie besteht im Kern aus einer Kombination von Modellen zur Schätzung der Wahrscheinlichkeit des erwarteten Verlustes (Expected Loss – EL) und des unerwarteten Verlustes (Unexpected Loss – UL) (vgl. Abbildung 27). Im Prinzip gilt für die nach Basel-II IRB-Ansatz berichtenden Banken: EL + UL entspricht der Risikogewichtung im Nenner. Der EL ist allerdings genau genommen der Risikowert, den die Banken durch Risikominderungsstrategien versichern dürfen. Allein für den über den EL hinausgehenden UL müssen die Banken gemäß Basel-II also regulatorisch anerkanntes Eigenkapital vorhalten (Gürtler und Heithecker 2004).

Die Freiheiten und damit die Möglichkeiten, die sich aus diesem Verfahren insbesondere für die Dealer-Elitebanken ergeben,³²⁸ deren Ressourcen das Ausspielen der gegebenen Freiheiten möglich machen, setzen an der VaR Berechnung an. Für die Berechnung des unerwarteten Verlustes des gesamten Portfolios wird also ein *Value at Risk* (VaR) berechnet, dessen über den EL hinausgehender Wert in die Risikogewichtung einfließt.³²⁹ Der VaR beschreibt grundsätzlich den Wert, den ein Portfolio (Sammlung von Vermögenswerten) über einen spezifischen Zeitraum (ein Tag, zehn Tage, 250 Tage, etc.) und in Abhängigkeit von einem gegebenen statistischen Konfidenzniveau einem Verlustrisiko aussetzt. Der Anwendung des VaR liegt die Frage danach zu Grunde, wie hoch der Wert ist, den der Investor bei einem Ereignis verlieren kann, das in einem gewählten Erfahrungshorizont zu einem gewählten Konfidenzniveau nicht auftreten wird. Das Basel-II Kreditausfallrisikowird im Bankbuch für 250 Tage und ein Konfidenzniveau von 99,9 Prozent³³⁰ (klassische Darstellungsweise: $\text{VaR}_{99,9\text{Prozent}}^{250}$) berechnet.³³¹ Die

³²⁷ Das BCBS (BCBS 2013e; BCBS 2013f; BCBS 2013g) hat in mehreren Analysen festgestellt, dass auf der Grundlage des IRB-Ansatz die berichteten Mindesteigenkapitalquoten unabhängig von den Bilanzen bankindividuell steuerbar sind. Mit der Komplexität der Bilanzen nimmt diese Steuerbarkeit noch zu. Überindividueller und zeit-unabhängiger Vertrauensschutz ist so nicht zu erreichen.

³²⁸ Dass die Freiheiten bei der Anwendung der VaR-Metrik für die Dealer-Elitebanken besonders groß sind, mag unter anderem daran liegen, dass es die Dealer-Elitebank JP Morgan war, die die Metrik sozusagen erfunden hat. Ihr Wissen über die Möglichkeiten der Metrik übersteigt das anderer Anwender um ein Vielfaches (Wood 2013).

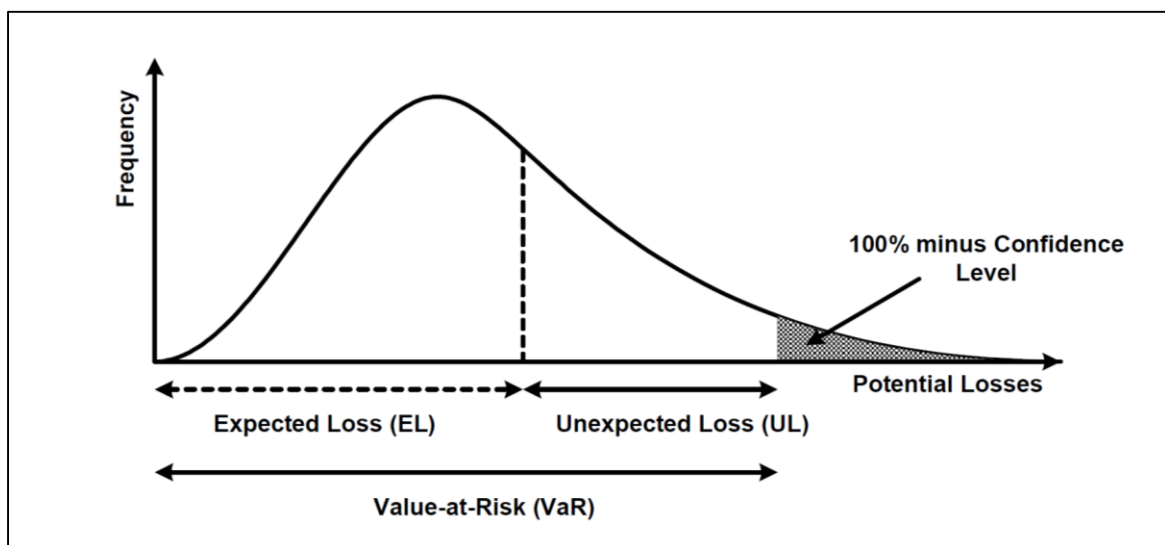
³²⁹ Der Value at Risk (VaR) ist grundsätzlich eine Metrik für das Marktrisiko, deren praktische Verwendung weit zurückgeht und regulatorisch seit den frühen 1990er Jahren angewendet wird (vgl. Holton 2002; Carver 2012b). In Basel-II wird bei der Berechnung des Kreditrisikos der *Credit Value at Risk* (CVaR) und bei der Berechnung des Marktrisikos der klassische *Value at Risk* verwendet.

³³⁰ Zur Gewichtung des Konfidenzniveaus im Vergleich: Das „99,9 Prozent-Konfidenzniveau impliziert, dass durchschnittlich einmal in tausend Jahren eine Überschreitung und damit eine Aufzehrung [...] des Eigenkapitals zu beobachten ist“ (Johanning 2011, 209-210). Das Unternehmen läuft Gefahr einmal in tausend Jahren bankrott zu gehen. Ein Konfidenzniveau zwischen 99,96 Prozent und 99,98 Prozent entspricht weitgehend einem AA-Rating von Unternehmen (Heidorn und Rupprecht 2009, 26).

³³¹ Das Basel-II Marktrisiko im Handelsbuch wird für ein Konfidenzniveau von 99 Prozent für einen Zeitraum von 10 Tagen berechnet.

VaR-Metrik ist leicht anwendbar, weist allerdings eine Reihe von Mängeln auf, die neben ihrer mathematischen Inkohärenz in Bezug auf die Bedingung der Subadditivität³³² nicht zuletzt den Erfahrungshorizont und die ihm zugrunde liegenden Daten betreffen, die zumeist vom Ausgangstag der Rechnung also maximal für das zurückliegende Jahr aufbereitet werden. Laurie Carver (2012b, 24) zitiert in einem im Risk Magazine erschienenen Artikel den Risikomanager eines Hedge Fonds. Dieser gibt an: „VAR is nice because its objective. [...] But it is the wrong number for risk measure – it tells you what has happened in the good times, when what you are interested in is what will happen in the bad days.“ Die Erfassung sogenannter *Tail-Risks* einer Gauss'schen Normalverteilungskurve ist mit der VaR-Metrik nicht möglich (vgl. gepunkteter Bereich der auslaufenden in Abbildung 27 präsentierten Kurve). Unabhängig von dieser grundsätzlichen Schwierigkeiten der empirischen Risikoabbildung insbesondere in Phasen volatiler Preise (Stress) ist die VaR-Berechnung u. a. in Verbindung mit dem Handelsbuchs und durch ressourcenstarke Dealer-Elitebanken darüber hinaus sowohl auf der Ebene des einzelnen Trading Desk als auch auf Unternehmensebene beispielsweise durch die Verwendung von Kauf-Optionen (Call Options) manipulierbar (Krause 2003, 26; Chen 2014, 189-191).³³³

Abbildung 27: Wahrscheinlichkeitsnormalverteilung erwarteter und unerwarteter Verluste



Quelle: BCBS 2005a, 3

Die Modelle zur Schätzung des erwarteten Verlusts integrieren eine Vielzahl von Parametern: (1) den *Probability of Default* (PD) Parameter, (2) den *effektive Restlaufzeit* (M) Parameter, (3) den *Loss Given*

³³² Mathematische Inkohärenz einer Risikometrik verweist auf die Nichtgegebenheit einer von vier Bedingungen: *Drift-Invarianz*, *Lineare Homogenität*, *Monotonie* und *Subadditivität* (vgl. Chen 2014, 192-195). Die Nichtgegebenheit der Bedingung Subadditivität verweist darauf, dass ein großes Portfolio weniger Risiken aufweist, als zwei unabhängige kleinere Portfolios. Damit ist den Banken ein Anreiz gegeben Risikokonzentrationen in umfassenden Portfolios zu messen und somit weitgehend ignorieren zu können. „Even where the constituent subportfolios have a correlation of 1 and therefore provide no diversification whatsoever, a coherent risk measure would report the risk of the combined portfolio as the combined risk of each separate subportfolio“, schreibt James Ming Chen (2014, 194). Dies vermag die VaR-Metrik nicht zu leisten.

³³³ Da die VaR-Metrik auch im ökonomischen Risikomanagement angewendet wird, ist auch eine die finanzielle Kompensation der Manager und Händler betreffende Manipulation des VaR denkbar (Krause 2003, 25-26).

Default (LGD) Parameter und (4) den sogenannte *Exposure at Default* (EaD) Parameter. Im Standardansatz ist nur der PD-Parameter von den Banken zu schätzen. Im Fortgeschrittenenansatz sind alle Parameter individuelle Schätzwerte (BCBS 2006, 111-112). Grundsätzlich ergibt sich folgendes Prozedere zur Schätzung des erwarteten Verlusts als Prozent des einzelnen Vermögenswert: Die Bank berechnet den Vermögenswert, der dem Ausfallrisiko entspricht (EaD), den Wert also, der anzeigt, wie hoch das kreditrisikobehaftete Exposure des Gesamtportfolios oder einer Partei ist. Der Wert geht relativ unmissverständlich aus der Bilanz hervor. Entscheidend sind die weiteren Parameter. Sie werden von den Banken auf der Basis von historischen Erfahrungswerten geschätzt (Schuermann 2004, 267; Daldrup 2005, 5-7), wobei es auch hier keine Regeln gibt, die die Erfahrungswerte werten (Watt 2012a). Die Bank schätzt die Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) eines ihrer Vermögenswerte bzw. ihres Portfolios.³³⁴ Und sie schätzt, wenn sie die Anwendung des IRB-Fortgeschrittenenansatz genehmigt bekommen hat, den Verlust (LGD), der der Bank im Falle des Ausfalls vermutlich real entsteht, denn der Verlust kann ja durch Sicherheiten und Risikominderungsstrategien (Haircut, Kreditausfallversicherungen, Netting, etc.) geschmälert sein bzw. im Insolvenzfall des ausgefallenen Schuldners noch Einnahmen bringen und den effektiven Verlust schmälern.³³⁵ Die effektive Restlaufzeit (M) gilt es ebenfalls in die LGD-Schätzung zu integrieren. Zusammen mit den für die Vermögensklassen determinierten Korrelationsfaktor berechnet sich der EL-Prozentwert vereinfacht als Ergebnis der Formel $EaD \times PD \times LGD$.

Der Reiz des IRB-Fortgeschrittenenansatzes für die Dealer-Elitebanken betrifft insbesondere die PD- und LGD-Schätzung. Grundsätzlich gilt: Je größer der EL im Verhältnis zum UL desto geringer der RWA und desto geringer auch das zu hinterlegende regulatorische Eigenkapital. Insbesondere der PD- und der LGD-Parameter bietet den IRB-Banken die Möglichkeit, den EL-Wert und somit auch den RWA zu managen bzw. zu manipulieren. Bei der LGD-Schätzung ist diesbezüglich insbesondere die Anrechenbarkeit von Fristigkeiten und Risikominderungstechniken von Bedeutung, die von kreativen Risikomanagern zur Kapitalreduktion und zur Profitoptimierung genutzt wird, allerdings gleichzeitig den Aufbau neuer Risiken mit sich bringt (Schuermann 2004). Bei der PD-Schätzung, die auch im Standard-IRB-Ansatz den zumeist kleineren Banken obliegt, lässt sich der RWA recht mühelos durch Modellvariationen kleinrechnen (Tarullo 2008, 169-170; Le Leslé und Avramova 2012, 17; Watt 2012a). Eine geringe Veränderung des PD-Parameters kann beispielsweise den EL ansteigen lassen, womit die Differenz zum UL sinkt und das Vorhalten einer geringeren Eigenkapitalmenge bei gleichzeitig gesteigener Verwendung von Risikominderungstechniken einhergeht.

Dass die UL-Schätzung nicht geeignet ist, Risiken zu bestimmen, und noch dazu manipuliert werden kann, verweist auf eine erste Möglichkeit den RWA *klein zu rechnen*. Von gleicher Bedeutung für die

³³⁴ Die Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) ist mit der Herstellung der Information zu vergleichen, die die Ratingagenturen produzieren und verkaufen.

³³⁵ Der LGD-Wert entspricht der sogenannten *Recovery Rate* einer Risikoanlage. Im Standard-IRB-Ansatz liegt der LGD-Wert bei 45 Prozent.

IRB-Banken sind allerdings die strategischen Möglichkeiten, die sich mit der EL-Schätzung verbinden. Im Handelsbuch sind darüber hinaus noch die eigenmächtig zu bestimmenden Korrelationskoeffizienten als dritte strategische RWA-Optimierungsquelle zu benennen. Die strategischen Möglichkeiten auf den RWA Einfluss zu nehmen, ist keine grundsätzlich neue Entdeckung. Erst in jüngster Zeit wird allerdings verstärkt auf die Manipulationsanfälligkeit der regulatorischen Konstruktion hingewiesen. Die Feststellung einiger Branchenvertreter, dass man bei der RWA-Berechnung für ähnliche effektive Portfoliorisiken in einigen Fällen Abweichungen von bis zu 60 Prozent beobachten kann,³³⁶ hat die Öffentlichkeit des Themas gesteigert. Seither wird verstärkt auf die strategischen Möglichkeiten bei der UL- und EL-Schätzung hingewiesen, die losgelöst von der Wettbewerbsintensität als zentrale Verhaltensmotivation auch als eine Schwäche der nationalen Aufsichtsbehörden verstanden werden kann (Blum 2008; Economist 2012d; Watt 2012a; Mariathasan und Merrouche 2014; Tarullo 2014).³³⁷

5.1.8 BCBS RISIKOGEWICHTUNG III – BANKBUCH-RWA UND HANDELSBUCH-RWA

Das Handelsbuch³³⁸ ist im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime eine bankregulatorische Komponente zur Differenzierung der Risikogewichtung. In den 1990er Jahren verlagerte sich das Bankgeschäft in das Interbankenmarktsystem der Finanzierungs- und Risikosteuerung und lenkte die Aufmerksamkeit vom Kreditrisiko auf das Marktrisiko. Das Marktrisiko entsteht u.a. wenn Vermögenswerte nach aktuellen Marktpreisen (*mark-to-market*) und nicht nach dem *Discounted Cash Flow* Verfahren für die Restlaufzeit bilanziert werden. Es entsteht, wenn die unmittelbare Preis- bzw. Zinsentwicklung zu unmittelbaren Veränderungen in den Bilanzen führt, wenn beispielsweise ein Preisverfall auf der Aktivseite der Bilanz den Residualwert des bilanziellen Eigenkapitals in Echtzeit mindert. Es entsteht beispielsweise bei der Minderung des Kreditrisikos durch den fortlaufenden Handel mit Instrumenten der Risikoversicherung. Das Marktpreisrisiko ist „das Risiko von Verlusten aus bilanzwirksamen und ausserbilanziellen (sic!) Positionen aufgrund von Veränderungen der Marktpreise“, definiert das BCBS (2006, 177). Marktpreisrisiken sind u.a. das Zinsänderungs-, das Aktienpositions-, das Fremdwährungs-, das Rohstoff- und auch das sogenannte Gegenpartierisiko³³⁹.

³³⁶ Dabei ist zu beobachten, dass vor allem die europäischen Banken niedrigere RWA als ihre US-amerikanischen Wettbewerber berechnen. Aber auch national finden sich unabhängig von der Portfoliokomposition maßgebliche Abweichungen (Watt 2012a).

³³⁷ Seit kurzem widmet sich auch das BCBS (2013e; 2013g) dem Thema. Allerdings in Kooperation mit den Banken (Watt 2013c).

³³⁸ Allgemein zum Handelsbuch, vgl. BCBS (2006, 178): „Das Handelsbuch umfasst Positionen in Finanzinstrumenten und Waren, die entweder zu Handelszwecken oder zur Absicherung anderer Handelsbuchpositionen gehalten werden. Finanzinstrumente können nur dann dem Handelsbuch zugerechnet werden, wenn entweder ihre Handelbarkeit durch keinerlei vertragliche Vereinbarungen eingeschränkt ist oder wenn sie voll abgesichert werden können. Darüber hinaus sind die Positionen häufig und exakt zu bewerten, und das Portfolio ist aktiv zu verwalten.“

³³⁹ Vgl. dazu 3.2.5 und im weiteren Verlauf. Gegenpartierisiken entstehen infolge der Risikosteuerung des Marktrisikos durch Risikodiversifizierung. Jon Gregory (2012, 10) schreibt dazu: „Market risk can be eliminated by entering into an offsetting contract. However, unless this is done with the same counterparty as the original position(s), then counterparty risk will be generated.“

Die wachsende Aufmerksamkeit für das Marktrisiko kulminierte in dem sogenannten „Amendment to the Capital Accord to incorporate market risk“ von 1996, das im weiteren Verlauf fester Bestandteil des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes wurde (BCBS 2006, 177-230). Während sich in den USA spezifische Eigenkapitalregeln für die Marktpreisrisiken der lizenzierten, von den Banken durch den Glass-Steagall-Act getrennten Wertpapierhändler institutionalisiert fanden (Dale 1996, 60-103), gewann das Marktrisiko mit der Angloamerikanisierung des Finanzwesens bilanzrechtlich und zum Zwecke des Eigenkapitalschutzes auch global an Aufmerksamkeit. In der EU war die bankregulatorische Anerkennung des sogenannten Handelsbuchs im Unterschied zum Bankbuch maßgeblich für die weitere Entwicklung. Sie entspricht der regulatorischen Trennung zwischen dem Bankgeschäft und dem Handelsgeschäft, wie sie in den USA zu dieser Zeit noch durch den Glass-Steagall Act wenngleich brüchige Gültigkeit beanspruchte.³⁴⁰ Das Handelsbuch ist die bankregulatorische Bilanz, in der nun auch die europäischen Universalbanken ihr Handelsgeschäft und seine vielfältigen, an Komplexität zunehmenden Instrumente der aktiven Finanzierungs- und Risikosteuerung (vgl. Abbildung 28), also insbesondere auch die Instrumente der aufsichtsrechtlich anerkannten Risikominderung, zu eigenen Konditionen mit Eigenkapital hinterlegen durften (Moerman 1993; Shirreff 1994; Schulte-Mattler und Traber 1995, 99-101; Dale 1996, 27).³⁴¹

Abbildung 28: Handelsbuchinstrumente einer fiktiven Dealer-Elitebank – ohne Repo-Finanzierungen

Aktien (Equity)	Wertpapiere/Währungen	Rohstoffe
Domestic cash equity	Domestic interest rates and derivatives	Landwirtschaft
Domestic equity derivatives	International interest rates and derivatives	Energie
Quantitative equity strategies	Spot FX	Metalle
Foreign equities	FX derivatives	
Emerging markets equities	Domestic structured products	
	Global structured products	
	Distress debt	
	High grade credit	
	High yield credit	
	Syndicated loans	
	Multi-Asset trading units	
	Special opportunities	
	Strategic capital	
	Quantitative strategies	

Quelle: BCBS 2012b, 33

³⁴⁰ Dieser Schritt dürfte auch zur Auflösung des Glass-Steagall-Act beigetragen haben.

³⁴¹ Moorad Choudhry (2007, 8) schreibt: „Wholesale market activity, including market making and proprietary trading, is recorded in the trading book.“ Er stützt damit die Bedeutung des Handelsbuchs für die Dealer-Elitebanken.

Die Einführung des Handelsbuchs hat das Marktrisiko in die bankregulatorische Risikogewichtung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes integriert. Neben dem Bankbuch-RWA müssen die Banken einen Handelsbuch-RWA berechnen. Insbesondere die Regeln zur Berechnung des Handelsbuch-RWA sind im Zuge der jüngsten Finanzkrise allerdings stark in die Kritik geraten. Die Kritik betrifft vier Kernpunkte: *Erstens*, die Schwächen des *mark-to-model* Bewertungsverfahrens für Finanzinstrumenten, die neu sind oder nur selten gehandelt werden, also einen weitgehend illiquiden Markt konstituieren. *Zweitens*, die unklare Trennung zwischen Bankbuch und Handelsbuchs, die den strategischen Wechsel zwischen den RWA-Berechnungs-Regimen anreizt. *Drittens*, die im IRB-Ansatz des Handelsbuchs im Vergleich zum Bankbuch freier und schwieriger, d.h. aufsichtsrechtlich weniger kontrollierbar zu berechnenden Handelsbuch-RWA. Und *viertens*, das den komplexen Produkten der Finanzierungs- und Risikosteuerung (insbesondere OTC Kreditderivate und Repo-Transaktionen) inhärente Kredit- und Gegenparteiisiko, dessen Beachtung im Handelsbuch unter Basel-II zwar angemahnt wurde, in der Praxis jedoch weitgehend unbeachtet die jüngste Finanzkrise verstärken durfte.³⁴²

Erstens: Für die Bewertung der Vermögensposten im Handelsbuch, die Ausgangspunkt jeder Marktrisikoberechnung sein muss, sind im Rahmen des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes zwei Verfahren anerkannt: (1) die sogenannte *Bewertung zu Marktpreisen (mark-to-market)* und (2) die sogenannte *Bewertung zu Modellpreisen (mark-to-model)*. Während das erste Verfahren die Bewertung anhand geltender, beispielsweise von Börsen ermittelter und dokumentierter Marktpreise darstellt, ist die zweite Bewertungsmethode dann anzuwenden, wenn keine Marktpreise zur Bewertung existieren, wenn beispielsweise neue oder komplexe Finanzinstrumente bewertet werden müssen (BCBS 2006, 181-182). Durch die Bewertung zu Modellpreisen genießen insbesondere die Dealer-Elitebanken weitreichende Freiheitsgrade, weil sie die innovativen und komplexen Finanzinstrumente handeln und ihre Preise nicht zuletzt durch ihre Funktion als Marktmacher bei weitgehender Illiquidität berechnen bzw. schätzen dürfen.

Zweitens: Das Nebeneinander zwischen Bankbuch und Handelsbuch macht die sogenannte Regulierungsarbitrage möglich. Die Ausweitung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes auf das Marktrisiko und die Berechnung des Handelsbuch-RWA ist für sich und mit Einschränkungen betrachtet zwar ein *Level-Playing-Field* der Marktrisikoregulierung. Im Verhältnis zum Kreditrisiko und den Anforderungen an die Berechnung des Bankbuch-RWA ist allerdings eine bankregulatorische Asymmetrie entstanden, die sich nur allzu einfach explorieren lässt, weil es keine oder nur rudimentäre regulatorischen Schranken zwischen den bankregulatorischen Komponenten des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes gibt. Zur Nutzung des Handelsbuchs definiert das BCBS (2006, 178) im Basel-II Rahmenwerk auf der Basis vielfacher unbestimmter Rechtsbegriffe: „Positionen, die zu Handelszwecken gehalten werden,

³⁴² Zur Behandlung des GegenparteiRisikos durch das BCBS Basel-II Eigenkapitalschutz-Regime, vgl. Jon Gregory (2012, 374-384) und Mika Viljanen (2013).

sind solche, bei denen ein Wiederverkauf binnen kurzer Frist beabsichtigt ist und/oder die Absicht besteht, aus tatsächlichen oder erwarteten kurzfristigen Preisschwankungen Nutzen zu ziehen oder Arbitragegewinne zu realisieren. Sie können beispielsweise Positionen des Eigenhandels, aus dem Kundengeschäft entstehende Positionen (z.B. *Matched Principal Broking*) und Marktmacherpositionen umfassen.“ Hervorzuheben ist das Wort der Absicht. Allein die Absicht der Banken reicht aus, einen Vermögenswert im Handelsbuch mit Eigenkapital zu hinterlegen. Über diese grundlegende Freiheit hinaus, lassen sich genauso absichtsvoll Vermögenswerte zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch verschieben (BCBS 2006, 178-179).

Drittens: Die Exploration der unklaren Trennung zwischen Bankbuch und Handelsbuch wird zusätzlich dadurch gefördert, dass die Mindesteigenkapitalforderungen für das Marktrisiko im Standard- und im IRB-Ansatz des Handelsbuch – wie angedeutet – niedriger sind als für das Kreditrisiko im Bankbuch (Dale 1996; Prato 2006, 56; Turner 2009, 19). Das Risikogewicht des Handelsbuchvermögens wird durch die Addition des generellen Marktrisikos (*General Market Risk*), das mit der allgemeinen Volatilität der Marktpreise gleichzusetzen ist, und des spezifischen Marktrisikos (*Specific Market Risk*)³⁴³ bestimmt (Hendricks und Hirtle 1997, 3; Prato 2006, 53). Im IRB-Ansatz, der hier im Vordergrund steht, wird das allgemeine Marktrisiko mit einem $\text{VaR}_{\frac{10 \text{ Tage}}{99 \text{ Prozent}}}$ berechnet. Diese Rechnung, die ebensolche Mängel und Freiheiten offenbart, wie die Anwendung des VaR im Bankbuch, gilt es um Schätzwerte zum spezifischen Marktrisiko zu ergänzen, mit dem sowohl dem spezifischen Ausfallrisiko als auch dem spezifischen Preisrisiko Rechnung getragen werden soll. Zur Berechnung des spezifischen Marktrisikos dürfen die IRB-Banken eigene Modelle anwenden, deren Parameter der Berechnung des Bankbuch-RWA ähneln, deren Parameterfreiheit jedoch über die der Bankbuch-RWA Berechnung hinausgeht (Prato 2006, 53). Die größte Freiheit besteht darin, dass es keine für Vermögens- bzw. Risikogruppen definierten Korrelationskoeffizienten³⁴⁴ gibt. Die Korrelationskoeffizienten sind bei der Berechnung des Bankbuch-RWA bankregulatorisch vorgegeben. Im Handelsbuch dürfen die Banken die Korrelationskoeffizienten selbst bestimmen, was bei der fehlenden Erfahrung mit einigen Instrumenten des Handelsbuchs mit Schwierigkeiten verbunden ist, gleichzeitig aber auch den Reiz des IRB-Ansatzes im Handelsbuchs ausmacht.³⁴⁵ Insgesamt ist im Rahmen der jüngsten Finanzkrise deutlich geworden, dass im Handelsbuch wenn überhaupt dem allgemeinen Marktpreisrisiko Rechnung getragen wird.

³⁴³ Die niedrigeren Mindesteigenkapitalforderungen im Standard-Ansatz der Berechnung des Handelsbuch-RWA lassen sich an den Bestimmungen zum spezifischen Marktrisiko ablesen (BCBS 2006). Der Kauf eines Finanzderivates, das einen Vermögenswert spiegelt, den es im Bankbuch mit 8 Prozent Eigenkapital zu hinterlegen gilt, und der den Inhaber dem gleichen Kreditrisiko aussetzt, muss im Handelsbuch nur mit 1,6 Prozent Eigenkapital hinterlegt werden (Prato 2006, 56).

³⁴⁴ Korrelationskoeffizienten bieten einen Orientierungswert bei der Schätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit im Kontext einzelner Produktklassen, beispielsweise für Anleihen. „Default correlation describes the relationship between default probabilities and joint default probabilities“, schreiben Krishan Nagpal und Reza Bahar (2001, 93). Die Berechnung vergleichbarer Korrelationskoeffizienten basiert auf langfristigen Datenreihen zu den jeweiligen Instrumenten und Sektoren.

³⁴⁵ Die Flexibilität der IRB-Banken hat zu einem schwer zu kontrollierenden Dickicht an Risikokategorien bzw. Risk-Buckets geführt. „For large and complex banks, the number of risk categories has exploded. To illustrate,

Viertens: Die im Handelsbuch bilanzierten Geschäfte sind nicht nur in Bezug auf das Marktrisiko relevant. Die unklare Grenzziehung zwischen den beiden Büchern, die niedrigeren Mindesteigenkapitalforderungen, aber auch die Natur der im Handelsbuch grundsätzlich bilanzierten Instrumente der Finanzierungs- und Risikosteuerung, deren Vertrieb und Konsum durch den Ausbau der Marktmachergeschäfte und der notwendigen Anwendung der Techniken des marktförmigen Risikomanagements, haben das Handelsbuch seit Ende der 1990er Jahre zu einem Hort der im Interbankenmarktsystem kursierenden Kreditausfall- und Gegenparteirisiken werden lassen, womit in vorerst ausreichender Weise auf die Nichtabgrenzbarkeit von Finanzrisiken hingewiesen sei. Ausschlaggebend für die Verlinkung von Finanzrisiken sind nicht zuletzt die Finanzinstrumente, die von den Dealer-Elitebanken in großer Menge über die bankeigenen OTC Trading Desks innoviert, strukturiert und gehandelt werden. Zu nennen sind Verbriefungsprodukte, Repo-Instrumente und natürlich die wachsende Welt der Finanzderivate (Prato 2006, 54-55). Die im Handelsbuch weitgehend ungesicherten Kreditausfall- und Gegenparteirisiken geben sich in zunehmenden, aus der Verflechtung im Interbankenmarktsystem resultierenden Strukturrisiken (Korrelationsrisiken) zu erkennen (Prato 2006, 56-57; Gregory 2010), die die mehrlagigen Forderungsketten, auf die sie Gründen, destabilisieren können. Wenngleich sie vom BCBS regelmäßig darauf aufmerksam gemacht wurden, haben die Dealer-Elitebanken, aber auch viele kleinere Großkunden (bspw. Hedge-Fonds aber auch Banken), die sich in den frühen 2000er Jahren die Nutzung des IRB-Ansatzes aufsichtsrechtlich genehmigen ließen, das Kredit- und Gegenparteirisiko in ihren Handelsbuchpositionen weitgehend ignoriert, weil sie bei der Berechnung des Handelsbuch-RWA im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime nicht explizit dazu verpflichtet waren, d. h. weil im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime keine adäquate Verpflichtung zur Eigenkapitalhinterlegung der vielfältigen Gegenparteirisiken existierte (Fares und Genest 2013). Dies erwies sich im Zuge der Volatilität der Primärwerte als besonders bilanzwirksam³⁴⁶ bzw. misstrauensfördernd.

5.1.9 SYNTHESE IV: REGULATORISCHE ÜBERFLEXIBILITÄT ALS ANREIZ SICH PROZYKLISCH ZU VERHALTEN

Neben dem Marktversagen im Interbankenmarktsystem lässt sich an dieser Stelle ein hohes Maß an Steuerungsversagen diagnostizieren. Das Steuerungsversagen resultiert aus der Implementationsstruktur der verwendeten Steuerungsinstrumente. Diese sind materiell-rechtliche Ge- und Verbote, die neben einer enormen Regelungsdichte eine weit reichende Flexibilisierung aufweisen. Die Flexibilisierung ist

consider the position of a large, representative bank using an advanced internal set of models to calibrate capital. Its number of risk buckets has increased from around seven under Basel I to, on a conservative estimate, over 200,000 under Basel II", schreibt Andrew G. Haldane (2011, 2).

³⁴⁶ Als bilanzwirksam erwies sich diese Volatilität auch wegen der 2005 erlassenen Pflicht, das Gegenparteirisiko nach *International Accounting Standards* (IAS 39) als volatilen Marktwert in die Fair-Value Bewertung von Finanzderivaten einfließen zu lassen (Schubert 2011). Mit dem Ansteigen der CDS-Spreads stiegen somit der Marktwert des Gegenparteirisikos und damit auch die Verluste der im Interbankenmarktsystem verflochtenen Dealer-Elitebanken.

derart fortgeschritten, dass sie nicht nur den Aufsichtsbehörden ein Ermessen, sondern auch den Normadressaten, d. h. den Banken, Handlungsfreiheiten einräumen, die ihnen auch gleichzeitig garantieren, dass Sanktionen nicht zu erwarten sind. Abschreckung existiert nicht. Die Staaten scheinen den Banken grundsätzlich zu vertrauen. Haftung gerät zur Nebensache. Mit dosiertem Zynismus könnte man behaupten, dass die jetzigen Eigenkapitalnormen normersetzende Absprachen im Kleid materiell-rechtlicher Ge- und Verbote sind.

Darüber hinaus ist in den vorangegangenen sechs Abschnitten deutlich geworden, dass die mit der Handlungsfreiheit einhergehende Verantwortungsüberantwortung an die Banken nicht die soziale, sondern allein die individuell-nutzenmaximierende Verantwortung der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden gestärkt hat. Die individuelle Handlungsfreiheit hat den auf mehreren Ebenen ruinös um Marktanteile konkurrierenden Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden neue Optionen für strategisches Verhalten geliefert, den diese vertrauensdestabilisierend erforschen. Bei gegebener Wettbewerbsintensität wurde prozyklisches Verhalten als ein systemweiter *unintendierter Nebeneffekt*³⁴⁷ einer eigentlich Vertrauen schützenden politischen Steuerung angereizt. Ein Verhalten, das den zeitunabhängigen und überindividuellen Vertrauensschutz ignoriert und die Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds fördert. Kurz gesagt: Mit Basel-II haben wir es in Bezug auf das Ziel der Stärkung des Vertrauensschutzes mit einer eklatanten *Fehlsteuerung* zu tun.

Die Wirkung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes, stabilitätsrelevante Risiken durch die Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds noch zu verstärken, wird auch als Prozyklizität bezeichnet. Sie wird als Ursache für die jüngste Finanzkrise anerkannt (BCBS 2011a, 2).

Dennis Utzerath (2010, 37) schreibt: „Eine Variable verhält sich genau dann prozyklisch, wenn sie sich gemeinsam mit dem Konjunkturzyklus bewegt, das heißt, in einer Phase starker Konjunktur wächst oder stärker wächst als im intertemporalen Durchschnitt [...]. Läuft dieser Zusammenhang umgekehrt, d.h. entgegengesetzt zur Konjunktur, so wird ihr Verhalten als antizyklisch beschrieben.“ Prozyklisches Verhalten muss also unmittelbar mit der Generierung von Wettbewerbsvorteilen zusammenhängen. Der Wille Wettbewerbsvorteile zu generieren, steigt mit der Wettbewerbsintensität, der diejenigen antreibt, die die Wettbewerbsvorteile suchen. Prozyklizität entsteht, wenn durch flexibilisierte Regeln Verhaltensanreize im Markt gesetzt sind, die Märkte entstehen lassen, sowohl als intendierte oder als unintendierte Effekte. Prozyklizität ist zu beobachten, wenn Steuerungsinstrumente Märkte entstehen oder prosperieren lassen. Prozyklizität ist dann das dynamische gewinnmaximierende Verhalten der Normadressaten oder anderer Akteure, die eine Möglichkeit sehen Geschäfte zu machen. Unintendiert ist dieses

³⁴⁷ Es gibt Prozyklizität auch als intendierten Effekt. Ein intendierter prozyklischer Effekt entsteht in der Folge der Implementation solcher Steuerungsprogramme, die das Entstehen eines Marktes anstreben. Ein Beispiel ist die garantierte Einspeisevergütung für Solarenergie. Überhaupt ist insbesondere das, was als deutscher Energiemarkt beschrieben wird, voller intendierter und unintendierter prozyklischer Effekte, die eine gesonderte Auseinandersetzung erforderlich machten.

durchaus auch wünschenswerte Verhalten erst dann, wenn der Effekt der Anwendungsintention des Steuerungsinstruments zuwiderläuft.

Das BCBS (2011a, 5) ist dieser Linie kürzlich erfrischend deutlich gefolgt. Es beschreibt Prozyklizität als „[d]ie Tendenz der Marktteilnehmer sich prozyklisch zu verhalten“. Eine Tendenz, so formuliert das BCBS weiter, die „über verschiedene Kanäle verstärkt“ (ebd.) werde.³⁴⁸ Kanäle, die das BCBS jedoch leider nicht eindeutig benennt. Kanäle, die als allgemeine und besondere Opportunismusgefahren in dieser Arbeit bereits ausgiebig beleuchtet wurden (vgl. 4.1.4). Kanäle, die die Überproduktion- und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds angeleitet haben. Kanäle, die durch die Flexibilisierung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regime entstanden sind, wie nachfolgend zu zeigen sein wird. Mögliche Kanäle sind: (1) die Mindesteigenkapitalanforderungen im Bank- und im Handelsbuch, (2) die Eigenkapitaldefinition, (3) die Vermögensbewertung, (4) die fehlende Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch und (5) die Risikogewichtung im Bank- und im Handelsbuch.

(1) Die achtprozentige Mindesteigenkapitalanforderung, die alle Banken unabhängig von der individuellen Berechnung auf die Risiken ihres Vermögens einhalten müssen, motiviert ganz grundsätzlich zu prozyklischem Verhalten. Mit ihr geht der Anreiz einher, sie mit den zur Verfügung stehenden Mitteln zu umgehen, ein Zusammenhang, den man auch als Regulatory Arbitrage bezeichnet. Regulatory Arbitrage hat in Bezug auf die Mindesteigenkapitalanforderungen dazu beigetragen, dass in einem Umfeld sich global ausweitender Möglichkeiten bei global steigendem bankindividuellen Wettbewerbsdruck die Finanzinstrumente des finanzwirtschaftlichen Innengelds erfunden, zunehmend produziert und konsumiert wurden. Die Mindesteigenkapitalforderungen im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime können als Katalysator der bis 2007 zu beobachtenden prozyklischen Entwicklung des Interbankenmarktsystems bezeichnet werden. Dies gilt in Bezug auf die frühen Jahre vor allem für den Boom der außerbilanziellen Verbriefungsprodukte, mit denen sich Vermögenswerte aus der aufsichtsrechtlich kontrollierten und mit BCBS Mindesteigenkapital zu hinterlegenden Bilanz lösen ließen. Mit der teilweisen Schließung dieser Lücke, d. h. der Integration der Verbriefungsprodukte in das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime, entstanden andere vertragliche und organisatorische Techniken die BCBS Mindesteigenkapitalstandards zu umgehen, beispielsweise in der Kombination mit Kreditausfallversicherungen. Aber auch die Einführung des Handelsbuchs bot bald eine weitere Option, Verbriefungsprodukte zumindest nicht mehr auf der Basis des Ausfallrisikos, sondern auf der Basis des Marktpreisrisikos mit BCBS Mindesteigenkapital zu hinterlegen. Alle im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime geltenden Regeln, die das Verhalten der Banken betreffen, haben zur prozyklischen Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirt-

³⁴⁸ Es soll kurz klargestellt werden, dass es immer wieder Arbeiten, vor allem aus steuerungspolitischer Perspektive gab (siehe insb. BCBS 1999a; Borio et al. 2001), die das Bankverhalten in den Vordergrund der Erklärung von dynamisch sich entwickelnden Phänomenen gestellt haben. Selten wurde jedoch in der heute zu beobachtenden Deutlichkeit ein Zusammenhang zwischen mikroökonomischem Bankverhalten und makroökonomischer Instabilitätskonsequenz in einem politischen Beschluss herausgestellt.

schaftlichen Innengelds beigetragen. Dies wird insbesondere deutlich, wenn man sich die konkretisierenden Klassifikationsstandards genauer anschaut. In ihnen verbergen sich die sekundären Elastizitäten, die unbestimmten Rechtsbegriffe und Ermessensspielräume, die die Verhaltensfreiheit der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden im Interbankenmarktsystem konstituieren und die von ihnen im eigenen Profitinteresse strategisch ausgelegt und exploriert werden können.

(2) Die Klassifikationsstandards zur BCBS Eigenkapitaldefinition motivieren zu prozyklischem Verhalten. Die Anerkennung von innovativen Tier-1 Kernkapitalinstrumenten, die damit einhergehende Betonung der Bedeutung der Tier-2 Ergänzungskapitalinstrumente und die grundsätzliche Anerkennung der sogenannten Tier-3 Drittrangmittel als anrechenbare Kapitalinstrumente, die alles andere als Eigenkapital im Sinne des bilanziellen und bilanzrechtlichen Eigenkapitalbegriffs sind, weil sie sich aus nicht realisierten Gewinnen zusammensetzen, verstärkt die Nachfrage nach ihnen. Sie sind die Finanzprodukte, die insbesondere im Interbankenmarktsystem, d. h. zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden produziert, konsumiert und nicht zuletzt zu diesem Zweck bewertet werden. Die Reduzierung des vorzuhaltenden Anteils des harten Tier-1 Going Concern-Kernkapitals bei gleichzeitiger Anerkennung von innovativen Gone Concern-Kapitalinstrumenten und kurzfristigen Verbindlichkeiten als Tier-2 Ergänzungskapital reizt ein prozyklisches Verhalten an, bei dem Regulierungsinteresse und Profitmaximierung zu einem gemeinsamen Zweck verschmelzen. Alle Instrumente können jederzeit gleichermaßen zu Finanzierungs- und zu Investitionszwecken eingesetzt werden. Die mangelhafte Unterscheidung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital gebiert die paradoxe Situation, in der Fremdkapitalinvestitionen zugleich Eigenkapitalcharakter im Gone Concern-Fall haben können.

(3) Die Vermögensbewertung ist eine sehr grundsätzliche Quelle der Prozyklizität im Interbankenmarktsystem aber auch in vielen anderen Sektoren, die staatliche Finanzpolitik eingeschlossen, die sich ebenfalls auf die Bewertung ihres Vermögens stützt. Für die Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem aber auch für ihre Großkunden sind die IFRS grundlegend.³⁴⁹ Das deutsche gläubigerschützende Vorsichtsprinzip, das seinen Ausdruck insbesondere im Realisations- und im Imparitätsprinzip findet, ist hier auf das Neutralitätsprinzip der Bewertung beschränkt, womit eine Pufferbildung im Sinne des Fortführungsprinzip (Going Concern) weitgehend ausgeschlossen ist. Vermögensbewertung soll so neutral wie möglich die Realität spiegeln, wobei die Realität allerdings insbesondere bei der Rechnungslegung als eine grundlegend subjektive Konstruktion verstanden werden muss, die im Kontext des Unternehmensgewinns und der Kompensation der Manager steht und entsprechende Wertexpansionen begünstigt. Am weitesten geht diese Konstruktion der Realität im Kontext der modellbasierten Vermögensbewertung im Handelsbuch, in dem die Vermögenswerte nicht auf der Basis der zur Verfügung stehenden

³⁴⁹ Die IFRS unterscheiden drei Instrumentenlevels, die für die Wertbestimmung ausschlaggebend sind. *Level 1* Instrumente lassen sich anhand von Marktpreisen bewerten. *Level 2* Instrumente lassen sich anhand von beobachtbaren Vergleichswerten bewerten. Und *Level 3* Instrumente müssen anhand von nicht beobachtbaren Schätzwerten bewertet werden. Insbesondere letztere lassen auf eine prozyklische Anreizstruktur schließen.

historischen Marktdaten, sondern aus den konstruierten Modellen der an der Markterzeugung interessierten Hersteller entstehen, den Dealer-Elitebanken. Die Individualisierung der Verantwortung durch die Überflexibilisierung der Eigenkapitalnormen macht insbesondere hier – dies sei betont – eine vorsichtige Bewertung im Interesse einer überindividuellen Gläubigerverantwortung nicht unmöglich. Sie macht sie allerdings unwahrscheinlich, weil sie im wettbewerbsbedingten Zweifelsfall hinter die individuelle Verantwortung zurücktritt und sich zu Gunsten der Gewinnmaximierung ergibt. Im prozyklischen Vorfeld des wettbewerbsbedingten Zweifelsfalls ist modellbasierte Vermögensbewertung, mehr als alles andere, die Anleitung zur Vermögenswertexpansion (*accounting for growth*), zur Blasenbildung und somit zur Stimulation des Zyklus der Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds (ähnlich Laux und Leuz 2010).

(4) Mit dem Handelsbuch, in dessen IRB-Ansatz das Marktpreisrisiko zu vergleichsweise niedrigeren Mindestkapitalforderungen mit Eigenkapital hinterlegt werden darf, ist eine prozyklische Anreizallianz entstanden, die viele Banken als Großkunden der Dealer-Elitebanken dazu angehalten hat, das Betreiben eines Handelsbuchs zu beantragen und als IRB-Banken ihr Geschäft in das Handelsbuch zu verlagern, beispielsweise um Eigenkapital zu sparen, aber auch um die spekulativen Gewinnoptionen explorieren zu können, die mit dem Betreiben eines Handelsbuchs einhergehen.³⁵⁰ Insbesondere auch die Freiheit, Vermögensposten zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch wandern zu lassen, wurde zu einem Werkzeug des bankindividuellen Kapital- und Liquiditätsmanagements, das verdeutlicht, warum 2007 übermäßig viele Vermögenswerte in den Handelsbüchern der Banken gehalten wurden. Dies gilt insbesondere für OTC Derivate, deren systemriskanten Gegenparteiisiken in den Risikomanagementmodellen insbesondere der Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden unterschätzt wurden und unter Basel-II keine Aufmerksamkeit erfuhren.³⁵¹

(5) Die klassifizierenden Normen der Risikogewichtung sind im Rahmen dieser Synthese, die die Prozyklizität der BCBS Eigenkapitalschutz-Regeln diskutiert, nicht außer Acht zu lassen. Ihre mit den BCBS Eigenkapitalschutz-Regime gewachsene Komplexität bringt vielfache Anwendungsspielräume mit sich, die von den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden in Eigenverantwortung angewendet werden. Maßgeblich ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Parameterschätzung, unabhängig ob diese durch externe Rating-Agenturen oder durch interne Modelle erfolgt. Sie ist maßgeblich dafür verantwortlich, dass die Dealer-Elitebanken parallel zur Ausweitung des finanzwirtschaftlichen Innengelds die geringsten effektiven bilanziellen Eigenkapitalquoten aufwiesen (Economist 2012a).

³⁵⁰ Ein Indiz in diesem Sinne sind die Zahlen die Hans Reckers (2009, 73), ehemaliges Vorstandsmitglied der *Deutschen Bank*, in einem darüber hinaus nicht im Sinne dieser Arbeit argumentierenden Aufsatz präsentiert. Er weist darauf, dass „[s]eit 1998 [...] der Kreis der Institute, die ein internes Marktrisikomodelle auch für aufsichtsrechtliche Zwecke verwenden dürfen, stetig gewachsen [ist]“.

³⁵¹ Zur Entschuldigung der Systemanwender sei jedoch gesagt, dass die CDS-Spread im Vorfeld der jüngsten Finanzkrise wegen fehlender Volatilität bei hoher Marktliquidität bzw. fehlenden Bewusstseins für das Liquiditätsrisiko nicht zwingend auf bestehende Gegenparteiisiken schließen ließen (vgl. dazu auch 6.1.4.2).

Die PD Schätzung der Rating Agenturen im Standard-Ansatz steht bereits seit langem im Verdacht, prozyklisch zu wirken (Ferri et al. 1999). Den Ratingagenturen wird vorgeworfen, die Ausfallrisiken der von ihnen zu bewertenden Unternehmen und Finanzinstrumente in Phasen eines konjunkturellen Aufschwungs geringer einzuschätzen als in Phasen eines konjunkturellen Abschwungs. Die Gründe dafür sind vielfach, können hier jedoch nicht hinreichend diskutiert werden (Dose und Buntrock 2010). Sie verweisen im Kern – wie bei der Rechnungslegung auch – auf die Schwierigkeiten einer interessenneutralen Konstruktion von Risikoschätzungen. Auch der Markt für Ratings ist oligopolistisch strukturiert. Eine konzentrierte Marktstruktur, in der sich einzelne Marktakteure in ruinöser Konkurrenz befinden, womit ihre Verantwortungsübernahme für das Gesamtsystem – so könnte man sagen – ebenso prozyklisch im Schwinden begriffen ist. Die Wirkung dieser Regime-Struktur allerdings schlägt sich unmittelbar auf die Produktion und die Konsumtion solcher Produkte nieder, für die die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden ein Rating anfordern. Beispielsweise auf komplexe Verbriefungen ganzer Kreditportfolios, deren zu positive Bonitätsbewertung nicht nur dazu führt, dass sie besser verkauft werden können, weil ihr Risiko geringer ist und deswegen mit weniger Eigenkapital hinterlegt werden muss, sondern auch weil die im Verbriefungsprozess entstehenden kurzfristigen Verbindlichkeiten auch als weiches Ergänzungskapital die Mindesteigenkapitalanforderungen nach Basel-II ausgleichen helfen können.

Selbiges gilt auch für die bankregulatorische VaR Berechnung sowie die bankregulatorische PD und LGD Schätzung im IRB-Ansatz des Bankbuch (*Unexpected* und *Expected Loss*) und des Handelsbuch (generelles und spezifisches Marktrisiko), die die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden auf der Basis von Risikomodellen betreiben, wenn sie die Nutzung des IRB-Ansatzes von ihren Aufsichtsbehörden genehmigt bekommen haben. Hervorzuheben ist jedoch insbesondere die LGD Schätzung, in die die effektive Fristigkeit sowie die jeweils in Verbindung mit dem bilanzierten Aktivposten verabschiedeten Risikominderungstechniken³⁵² einfließen. Die effektive Fristigkeit ist insofern als ein Kanal zu werten, der Prozyklizität überträgt, weil die Risikogewichtung nach Basel-II mit der Länge der effektiven Laufzeit steigt. Weil es im IRB-Ansatz jedoch möglich ist, anstatt der fixen alten zweidimensionalen Fristigkeitsparameter (Fristigkeit größer/kleiner 3 Jahre), jede Fristigkeit in die LGD Schätzung zu integrieren, wird die Produktion und die Konsumtion kurzfristiger Finanzinstrumente des Interbankenmarktsystems prozyklisch gefördert. Darüber hinaus wirkt die LGD Schätzung ebenso prozyklisch, weil mit der Anerkennung sämtlicher Risikominderungstechniken, der Anreiz besteht, Risikominderungstechniken zu erfinden, zur Marktreife zu bringen und zu verkaufen, auf der anderen Seite aber auch selbst zu kaufen bzw. zu konsumieren. Dabei wird allerdings nicht selten übersehen, dass die Produktion und die Konsumtion der Risikominderungstechniken vor allem das Marktrisiko ansteigen lässt. „Während mit Kreditrisikominderungstechniken das Kreditrisiko reduziert oder abgegeben wird, können gleichzeitig andere Risiken (Restrisiken) für die Bank zunehmen. Restrisiken umfassen rechtliche, operationelle,

³⁵² Vgl. Abschnitt 5.1.6 sowie die Abschnitte 3.2.2 und 3.2.4. Siehe auch FN 169.

Liquiditäts- und Marktrisiken“, liest man beispielsweise im Baseler Akkord (BCBS 2006, 37). Ein Prozess, der sich ins Unendliche fortsetzen lässt, weil die entstehenden Marktrisiken ebenfalls wieder durch Risikominderungstechniken gemindert werden müssen, wodurch die Nachfrage nach weiteren Risikominderungstechniken steigt, die die Dealer-Elitebanken befriedigen und bei deren Vermittlung sie nicht nur eine Vermittlungsgebühr erheben, sondern zusätzlich auch die Informationen nutzen, um mit den Risikominderungstechniken, die ebenso Spekulationstechniken sind, Gewinn zu machen. Dass sie gleichzeitig das Interbankenmarktsystem prozyklisch und ohne realwirtschaftlichen Gegenwert verflechten, wird erst zum Problem, wenn die Grenzstabilität des Interbankenmarktsystems erreicht ist, d. h. das notwendige überindividuelle Vertrauen sich nicht mehr aufrecht erhalten lässt.

Damit sind die wichtigsten Kanäle der Prozyklizität im Interbankenmarktsystem aufgezeigt worden. Prozyklizität ist dann beobachtbar, wenn flexibilisierte marktfördernde Steuerungskontexte Verhaltensfreiheiten begründen, die prozyklische Effekte auslösen, die langfristig marktdestabilisierend wirken. Im schlimmsten Fall beschreibt Prozyklizität einen Prozess bei dem die kompetitive Gewinnmaximierung der Aufsichtsunterworfenen den sozialen Geist der Gesetze verletzt und ruinöses Verhalten und ebensolche Effekte nach sich zieht. Hervorzuheben ist noch einmal, dass die flexibilisierten materiellrechtlichen Ge- und Verbote nur Kanäle der Prozyklizität sind. Die Bereitstellung solcher Kanäle kann zwar als Steuerungsversagen bezeichnet werden, die prozyklische Destabilisierung des Marktes ist allerdings weiterhin als Marktversagen infolge von Wettbewerbsintensität zu bezeichnen. „Numbers don't kill markets, people do“, schreibt Laurie Carver (2014, 34) in Bezug auf die wachsende Kritik an der bankregulatorischen Verwendung der VaR-Metrik und macht damit deutlich, dass es nicht zuerst die Regeln, sondern die Menschen sind, die diese anwenden, wenn es darum geht, die Prozyklizität und die ihr nachfolgenden Krisenereignisse der jüngsten Zeit zu verstehen.

5.2 ZWISCHENFAZIT: STEUERUNGSVERSAGEN DURCH ÜBERFLEXIBILITÄT DES BCBS EIGENKAPITALSCHUTZES

In den vorangegangenen drei Kapiteln wurden die komplexen Ursachen für die jüngste Finanzkrise ohne Anspruch auf Vollständigkeit im Rahmen einer Analyse des Markt- und Steuerungsversagens dargestellt. Bis hierhin lässt sich resümieren, dass die Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem durch ihr Verhalten das überindividuelle Gläubigervertrauen zu Gunsten ihrer individuellen Gewinnmaximierung verspielt und eine Vertrauenskrise ausgelöst haben. Die Wettbewerbsintensität im Interbankenmarktsystem hat die Regime-Anwender dazu verleitet, alle Verhaltensoptionen strategisch-professionell zu nutzen, die ihnen einen Wettbewerbsvorteil versprechen konnten. Dieses ruinöse Verhalten mit dem Effekt der Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds kann man als Marktversagen bezeichnen.

Dass diese Verhaltensfreiheiten auch aus der Steuerungspraxis resultieren, wurde in diesem fünften Kapitel herausgearbeitet. Die festgestellten Verhaltensfreiheiten betreffen die Normadressaten bzw. Aufsichtsunterworfenen. Die eingesetzten materiell-rechtlichen Ge- und Verbote sind nicht nur flexibilisiert in dem Sinne, dass sie weiträumiges Verwaltungsermessen erlauben, sie sind vielmehr überflexibilisiert, insofern sie die Selbstberechnung und damit das selbstregulative Einhalten der Eigenkapitalquoten akzeptieren, die nach der Berechnung veröffentlicht und von den nationalen Bankenaufsichtsbehörden kontrolliert werden. Bei Nichteinhalten der Eigenkapitalquoten, was im IRB-Ansatz ohne die Annahme ehrlich handelnder Normadressaten nicht möglich ist, müssten die Bankenaufsichtsbehörden eingreifen und bei Feststellen einer Gefährdung des öffentlichen Interesses der betroffenen Bank die Lizenz entziehen. Weil diese Sanktionierung auch aus einer Perspektive des Staatenwettbewerbs, in dem die nationalen Aufsichtsbehörden ihre nationalen Aufsichtsunterworfenen schützen dürften, wenig wahrscheinlich scheint, kann dem eingesetzten Instrumentarium jegliche Treffsicherheit abgesprochen werden.

Die Banken besitzen alle Freiheiten die bestehenden Regeln mit prozyklischem, das gegenseitige Vertrauen destabilisierenden Effekt gegeneinander auszuspielen. Das sie dies auch taten, wurde auf dem Höhepunkt der Finanzkrise deutlich, als beispielsweise die *Royal Bank of Scotland* (RBS) durch einen Verlust in der Höhe von 8 Milliarden Pfund bei einer Bilanzsumme von 2,4 Billionen Pfund Insolvenz anmelden und verstaatlicht werden musste. In Eigenkapital umgerechnet entspricht dies allenfalls einer Quote von 0,3 Prozent, wie der Economist (2012a) vorrechnet. Den Aufsichtsbehörden wurde allerdings kontinuierlich eine Mindesteigenkapitalquote von 8 Prozent berichtet.³⁵³

Aber nicht nur auf der Ebene der Regeln ist ein Vertrauen verschleißendes Gegeneinander auszumachen. Ebenso findet man ein solches Gegeneinander zwischen den Regelanwendern. Sie konkurrieren letztlich um die besseren Techniken der Berechnung von Risiken, d. h. um das bessere Risikomanagement. Sie erzeugen dadurch zwar auch Vertrauen zwischen den Experten, d. h. zu anderen Risikomanagern, die die Techniken und die Information, die sie erzeugen, zu verstehen glauben. Dieses auf wenige verteilte Vertrauen ist auch wegen der überaus schwierigen Ausgangslage der Risikoberechnung höchst prekär und ein zentraler Faktor für die zyklische Instabilität des Interbankenmarktsystems. Das Vertrauen leidet zudem unter der Dynamik der technischen Entwicklung, die das Regelwerk zwar fördert und somit dem Bewertungskriterium der dynamischen Effizienz entspricht, die den Vertrauensaufbau in eine Technik allerdings erschwert, weil man den erreichten State-of-the-Art bei aller Dynamik immer wieder in Frage stellen muss.

³⁵³ Die Freiheiten der Aufsichtsunterworfenen eine beliebige, normkonforme Mindesteigenkapitalquote zu berechnen hat das BCBS jüngst untersucht (BCBS 2013e; BCBS 2013f; BCBS 2013g). Im weiteren Verlauf werden insbesondere die Freiheiten diskutiert werden, die ein solches Verhalten ermöglichen.

Insgesamt muss festgestellt werden, dass das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime seine regulatorische, auf materiell-rechtlichen Ge- und Verboten gründende Vertrauensschutzfunktion im Vorfeld der Finanzkrise nicht erfüllen konnte. Somit ist neben der Rede vom Marktversagen auch die Rede vom Steuerungsversagen als Problemursache für die Finanzkrise vollauf berechtigt.

6. ANHALTENDES STEUERUNGSVERSAGEN I: WIRKUNGSANALYSE DES BASEL-III EIGENKAPITALSCHUTZ-REGIMES

Mit Basel-III versucht die internationale Gemeinschaft durch einen regulativen Eigenkapitalschutz das Vertrauen und somit die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte im Allgemeinen und des Interbankenmarktsystems im Besonderen zu stärken (vgl. BCBS 2011a). Im nachfolgenden fünften Kapitel soll nun analysiert werden, ob das durch Basel-III modifizierte BCBS Eigenkapitalschutz-Regime das Interbankenmarktsystem nachhaltig stabilisieren konnte.

- Es soll erstens untersucht werden, ob Basel-III einen systemweiten Vertrauensverlust zeitunabhängig und überindividuell vorbeugt.
- Es soll des Weiteren untersucht werden, ob die mit den Freiheitsgraden einhergehende prozyklische Wirkung des alten BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes beseitigt oder zumindest begrenzt wurde, sodass sich die Treffsicherheit des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes verbessert und eine Wiederholung der jüngsten Ereignisse im Interbankenmarktsystem und ihrer Rückkopplung an die nationalen realwirtschaftlichen Wirtschaftsprozesse wenigstens unwahrscheinlicher geworden ist.

Heuristische Grundlage der Untersuchung ist der problemorientierte Steuerungsansatz nach Nicolai Dose. In der oben beschriebenen Form wird mit ihm das einzelne Steuerungsinstrument und seine spezifischen Wirkungsketten im Lichte des Problems, der institutionellen Bedingungen, des instrumentenspezifischen Wissens, seiner Einigungskosten und einer Vielzahl von Bewertungskriterien analysiert.

6.1 MAßNAHMENKOMPLEX BASEL-III

Basel-III ist ein Maßnahmenkomplex, der sich aus zahlreichen Einzelmaßnahmen zusammensetzt, die in national geltendes Recht umgesetzt, von den nationalen Aufsichtsbehörden angewendet werden müssen (BCBS 2010a; BCBS 2011b; BCBS 2011a; BCBS 2012b; BCBS 2013a; BCBS 2013c; BCBS 2014a).³⁵⁴ Nachfolgend soll die Plausibilität der Wirkung der Basel-III Maßnahmen in Bezug auf die Verbesserung der Stabilität sichernden Vertrauensschutzes im Interbankenmarktsystem bewertet werden. Im Anschluss an die weitgehende Wiederholung der für die Problemlösung einzunehmenden Bewertungsperspektive (6.1.1) gilt es drei zentrale Basel-III Maßnahmenkomplexe und ihre Einzelinstrumente mit Blick auf den Regelungserfolg zu untersuchen: erstens (6.1.2) die Erhöhung, Definition und Ergänzung der Mindesteigenkapitalanforderungen, zweitens (6.1.3) die Revision der Bankbuch- und Handelsbuchrisikogewichtung zur Verbesserung der Glaubwürdigkeit insbesondere der Risikogewich-

³⁵⁴ Verhaltensstandards setzen den Normadressaten ein konkretes Ziel und Klassifikationsstandards konkretisieren den von den Normadressaten einzuhaltenden Prozess der Zielerreichung (vgl. auch 4.1.2.4).

tung der Aktiva (RWA) der Dealer-Elitebanken und drittens (6.1.4) die Integration der Gegenpartei- risiken in das Regelwerk der zeitunabhängigen und überindividuellen Vertrauensverstärkung im Interban- kenmarktsystem.

6.1.1 GRUNDLEGENDES ZUM PROBLEM UND SEINER REGULATORISCHEN LÖSUNG

In den vorangegangenen Kapiteln wurde festgestellt, dass der BCBS Eigenkapitalschutz dem Vertrau- ensschutz dienen muss, um der zentralen Problemkategorie der Wettbewerbsintensität zu begegnen und ihre Vertrauen destabilisierenden Folgen effektiv abzufedern. Dabei wurde herausgearbeitet, dass es nichts nutzt, wenn der Vertrauensschutz einen bankindividuellen Fokus hat. Ziel muss vielmehr ein banküberindividueller und zeitunabhängiger Eigenkapitalschutz sein. Das heißt, dass die eingesetzten Maßnahmen bewirken müssen, dass alle Marktteilnehmer einander in Bezug auf das regulatorische Bankeigenkapital und seiner Qualität auch im Zeitverlauf uneingeschränkt vertrauen. Das Bankeigen- kapital muss eine fixe Größe sein, mit der sich nicht gewinnmaximierend „spielen“ lässt. Sie muss eine Regel sein, die überindividuell und zeitunabhängig erwartbar eingehalten wird. Erst wenn das gewähr- leistet ist, dann ließe sich von einem relativ vertrauensstabilen und somit auch von einem effektiv gere- gelten Interbankenmarktsystem sprechen.

Die für diesen Zweck notwendigen Erfolgsfaktoren sind eindeutig zu benennen. Notwendig ist ein auf der Tatbestandseite relativ inflexibler und auf der Rechtsfolgenseite abschreckender Regelungsrahmen bestehend aus materiell-rechtlichen Ge- und Verboten. Sämtliche unbestimmte Rechtsbegriffe und Er- messensspielräume und insbesondere sämtliche Letztentscheidungskompetenzen auf Seiten der Norm- adressaten wirken sich zwangsläufig negativ auf die Qualität des Vertrauensschutzes aus. Denn jede Flexibilität, aber auch jede übertriebene Regelungsdichte, deren Kontrollanspruch und Kontrollwirk- lichkeit zwangsläufig weit auseinanderklaffen, macht eine individuelle und kreative Beschäftigung mit dem möglich, was im heutigen Sprachgebrauch auch *Compliance* genannt wird.

Daraus folgt, dass das Bewertungskriterium der Treffsicherheit zwangsläufig im Zentrum der Plausibi- litätsbewertung der Interventionshypothesen stehen muss. Insbesondere die Kosten, die für die Verwal- tung oder für die Unternehmen anfallen, dürften bei den Kosten, die der Zusammenbruch und die Ret- tung des Interbankenmarktsystems durch die Steuerzahler aufgewendet wurden, kein schlagkräftiges Argument sein. Was die Treffsicherheit angeht, wurde mit Basel-II und der Überflexibilisierung des Eigenkapitalschutzes die volle Überantwortung der Verantwortung für die Stabilität des Interban- kenmarktsystems in die Hände der Banken gelegt. Die Treffsicherheit des Instrumenteneinsatzes läuft somit gegen null. Im Gegensatz dazu findet sich unter anderem das Bewertungskriterium der dynamischen Effizienz soweit ausgeprägt, dass man im Ergebnis zwar eine dynamische Effizienz mit Blick auf den Umgang mit dem Regelungsrahmen aber gleichzeitig auch von einer dynamischen Ineffektivität für die Gesellschaft sprechen muss. Der flexible Regelungsrahmen ermöglicht die konkurrentielle Entwicklung des Risikomanagements, allerdings auf Kosten der Treffsicherheit des Ziels des Instrumenteneinsatzes: der nachhaltigen Finanzsystemstabilität.

Darüber hinaus muss vorweg angedeutet werden, dass alle Maßnahmen zwar den organisatorischen Status quo der Dealer-Elitebanken erhalten, ihre Folgen aber trotzdem redistributiver Art sind. Das heißt: sie wirken sich auf das Handeln der Dealer-Elitebanken aus, was mit Anpassungszwängen einhergeht, die wiederum von Kosten begleitet werden. In der Konsequenz führt das dazu, dass die Einigungskosten der eingesetzten Steuerungsinstrumente mit langfristigen Übergangsklauseln beschlossen werden, auf die es nachfolgend nur am Rande einzugehen gilt.

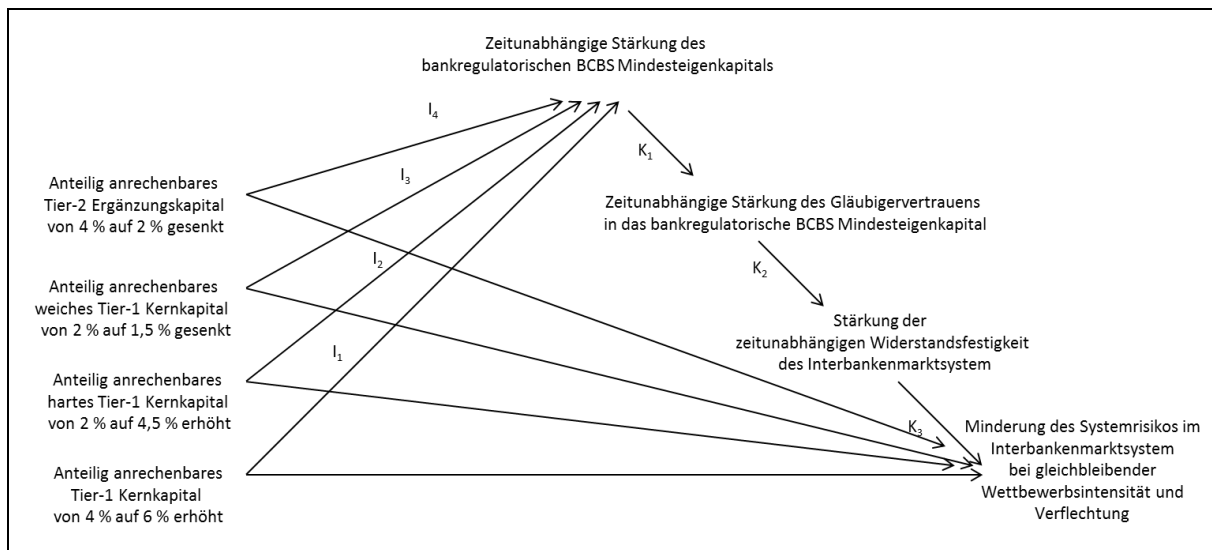
6.1.2 MAßNAHMEN: MINDESTEIGENKAPITAL, KAPITALPUFFER, EIGENKAPITALDEFINITION

Die Mindesteigenkapitalerhöhung im Bankbuch ist die öffentlich wohl am besten wahrgenommene Debatte des Basel-III Regelsetzungsprozesses gewesen. Faktisch ist die Mindesteigenkapitalerhöhung allerdings gar keine reale Mindesteigenkapitalerhöhung. Im Ergebnis wurde mit Basel-III beschlossen, die im Bankbuch jederzeit zu erzielende Mindesteigenkapitalquote bei acht Prozent zu belassen. Allerdings wurde der Anteil des vorzuhaltenden harten Tier-1-Kernkapitals an der Mindesteigenkapitalquote deutlich erhöht und der anrechenbare Anteil des Tier-2 Ergänzungskapitals und der Tier-3 Drittrangmittel deutlich gesenkt bzw. gestrichen (6.1.2.1). Zusätzlich wurde insbesondere die Definition dessen konkretisiert, was Banken als hartes Tier-1 Kernkapital anrechnen dürfen (6.1.2.2). Als weitere Maßnahmen, die die Eigenkapitalausstattung der Banken in Zukunft beeinflussen werden, sind die diversen Kapitalpuffer zu nennen, mit denen das BCBS die Mindesteigenkapitalquote ergänzt. Bis 2019 – so die verhandelten Übergangsfristen – müssen insbesondere die Dealer-Elitebanken ein aufsichtsrechtliches Eigenkapital von maximal 15,5 Prozent vorhalten (6.1.2.3). Der Abschnitt schließt mit einer umfassenden Plausibilitätsbewertung der beschlossenen und diskutierten Maßnahmen bzw. Steuerungskonzeptionen (6.1.2.4).

6.1.2.1 Mindesteigenkapitalzusammensetzung

Ab 2015 muss jede Bank für ihre risikogewichteten Vermögensposten im Bankbuch 4,5 Prozent anstatt zwei Prozent hartes Tier-1 Kernkapital vorweisen können. Das weiche Tier-1 Kernkapital darf sich dann nur noch auf 1,5 Prozent belaufen, was einer Tier-1-Kernkapitalquote von insgesamt sechs Prozent entspricht. Das anrechenbare Tier-2-Ergänzungskapital darf ab 2015 entsprechend nur noch maximal zwei Prozent der Mindesteigenkapitalquote ausmachen, das heißt: Es darf nur noch zu zwei Prozent auf die Mindesteigenkapitalanforderung von acht Prozent angerechnet werden. Das sogenannte Tier-3 Ergänzungskapital wurde gestrichen (BCBS 2011a, 13), womit weitreichende Anreize zur Exploration der Grenzen zwischen Eigen- und Fremdkapital und damit auch eine Quelle zunehmend komplexerer Vernetzung wegfallen (siehe Abschnitt 5.1.5 und Abbildung 29 – Teilkonzeptionen 1-4).

Abbildung 29: Teilkonzeptionen 1-4 – Maßnahmen zum Kern- und Ergänzungskapital



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Erhöhung des anrechenbaren Tier-1 Kernkapitals von 4 Prozent auf 6 Prozent der 8 prozentigen Mindesteigenkapitalquote verlangt von den Normadressaten ein Anpassungsverhalten, das zu einer zeitunabhängigen Stärkung des bankregulatorischen BCBS Mindesteigenkapitals führt.

Interventionshypothese I₂: Die Erhöhung des anrechenbaren harten Tier-1 Kernkapitals von 2 Prozent auf 4,5 Prozent der 8 prozentigen Mindesteigenkapitalquote verlangt von den Normadressaten ein Anpassungsverhalten, das zu einer zeitunabhängigen Stärkung des bankregulatorischen BCBS Mindesteigenkapitals führt.

Interventionshypothese I₃: Die Senkung des anrechenbaren weichen Tier-1 Kernkapitals von 2 Prozent auf 1,5 Prozent der 8 prozentigen Mindesteigenkapitalquote verlangt von den Normadressaten ein Anpassungsverhalten, das zu einer zeitunabhängigen Stärkung des bankregulatorischen BCBS Mindesteigenkapitals führt.

Interventionshypothese I₄: Die Senkung des anrechenbaren Tier-2 Ergänzungskapitals von 4 Prozent auf 2 Prozent der 8 prozentigen Mindesteigenkapitalquote verlangt von den Normadressaten ein Anpassungsverhalten, das zu einer zeitunabhängigen Stärkung des bankregulatorischen BCBS Mindesteigenkapitals führt.

Kausalhypothese K₁: Die zeitunabhängige Stärkung des bankregulatorischen BCBS Mindesteigenkapitals mindert das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Mindesteigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Die zeitunabhängige Minderung des strategischen Misstrauens der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Mindesteigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Gläubiger mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

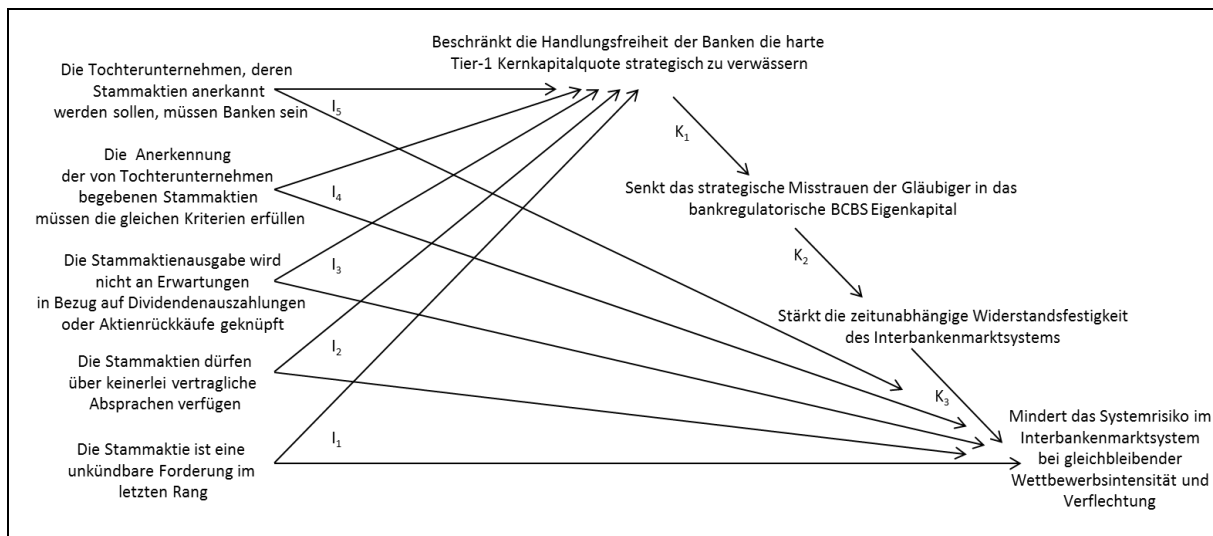
Die Interventions- und Kausalhypothesen der Teilkonzeptionen 1-4, die die zu kontrollierenden Maximalwerte der Mindesteigenkapitalanforderungen im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime neu justieren, sind zusammengenommen grundsätzlich als plausibel im Sinne des Ziels der Minderung des Systemrisikos bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung zu bezeichnen. Eine zeitunabhängige Stärkung der Eigenkapitalqualität muss die Wirkungskette der Kausalhypothesen bestätigen, wenngleich es hier nur um die Höhe der anrechenbaren Eigenkapitalinstrumente geht. Eine schlussendliche Plausibilitätsbewertung kann nur unter Rückgriff auf die genaue Definition und die Offenlegungsvorschriften insbesondere des harten Tier-1 Kernkapitals erfolgen. Sie steht speziell für das harte Tier-1 bzw. Going-Concern Kernkapital im nachfolgenden Abschnitt an.

Auf das weiche Tier-1 Kernkapital und das Tier-2 Eigenkapital soll hier nur mit wenigen Worten eingegangen werden. Die anteilige Senkung ihrer Anrechenbarkeit ist vollumfänglich zu begrüßen. Sie macht die Finanzierungsinstrumente allerdings nicht irrelevant. Die fortgesetzte Relevanz solcher in Bezug auf den Vertragsinhalt kontingenter Eigenkapitalinstrumente (vgl. Abschnitt 5.1.2) läuft anfänglichen Erwägungen des BCBS entgegen, hatte diese doch mit einer vollständigen Abschaffung des Eigenkapitals geliebäugelt (vgl. Wood 2009), das seine Eigenkapitalqualität über vertragliche Abreden definiert, die im Insolvenzfall des Emittenten Geltung erlangen (Gone-Concern Eigenkapital). Die Beibehaltung des kontingenten Eigenkapitals als teilweise anrechenbares Mindesteigenkapital im BCBS Regelanwendungs-Regime muss grundsätzlich auf die Differenzen zwischen den Steuerungsräumen zurückgeführt werden, in denen viele Kapitalinstrumente dieser Art regulatorisch anerkannt sind. Die Existenz dieser Instrumente, die durch die fortlaufende Verwendbarkeit als regulatorisches Eigenkapital gestärkt wird, sorgt nicht für überindividuelle und zeitunabhängige Lesbarkeit der Informationen, die vor allem Bankbilanzen ihren Lesern im Sinne der zeitunabhängigen Stabilität des Interbankenmarktsystems übermitteln sollten. Sie erhält allerdings die Motivation der Banken, an der Weiterentwicklung dieser Eigenkapitalklasse zu arbeiten. Das heißt: sie erhält dynamische Effizienz auf Kosten der Treffsicherheit. Denn jede Lockerung der Abgrenzung zwischen dem harten Tier-1 und den anderen Eigenkapitalinstrumenten führt unweigerlich zur fortschreitenden und unendlichen Komplexisierung der Erscheinungsformen des anrechenbaren Eigenkapitals (Clark 2010). Weil Basel-III allerdings den Einfluss des weichen Tier-1 Kernkapitals und des Tier-2 Ergänzungskapitals maßgeblich beschränkt, die durch Basel-II erfolgte Deregulierung also weitgehend zurücknimmt, soll nachfolgend ausschließlich die von der Definition abhängige Qualität des Tier-1 Kernkapitals diskutiert werden.

6.1.2.2 Eigenkapitaldefinition

Die Ausführungen zur Eigenkapitaldefinition finden sich auf den Seiten 14-16 des Basel-III Ausgangsdokuments (BCBS 2011a). In Basel-III wurde das harte Tier-1 Kernkapital als Going Concern Eigenkapital definiert. Hartes Tier-1 Kernkapital darf sich nach Basel-III nur aus einbehaltenen Gewinnen (Geld) und Stammaktien zusammensetzen. Insbesondere der in Basel-II noch sehr unbestimmt definierte Begriff „Aktien“, der auch die Anrechnung von nicht-kumulativen Vorzugsaktien, einem grundsätzlich eher dem Fremdkapital zuzurechnenden Finanzierungsinstrument, möglich machte, findet sich mit Basel-III konkretisiert. In Zukunft sind ausschließlich *Stammaktien* geeignet, um als Eigenkapital im Segment hartes Tier-1 Kernkapital angerechnet werden zu können. Es muss für alle sichtbar ausgewiesen werden (Abbildung 31 – Teilkonzeption 10). Die Klassifizierung der Eigenschaften der Stammaktien erfolgt über einen komplexen Kriterienkatalog. Auch das weiche Tier-1 Kernkapital und das Tier-2 Ergänzungskapital wurden konkretisiert (BCBS 2011a, 15-21). Die dazu veranlassten Maßnahmen sollen hier nicht weiter diskutiert werden. Die Feststellung, dass solche Finanzierungsinstrumente in Zukunft nur noch maximal 3,5 Prozent des regulatorischen Mindesteigenkapitals ausmachen dürfen, macht den Relevanzverlust dieser Instrumentenklasse deutlich genug (Abbildung 30 – Teilkonzeptionen 5-9).

Abbildung 30: Teilkonzeptionen 5-9 – Maßnahmen zur Eigenkapitaldefinition



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass die Stammaktien unkündbare Forderungen im letzten Rang sein sollen, beschränkt die Handlungsfreiheit der Banken, die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern.

Interventionshypothese I₂: Dass das harte Tier-1 Kernkapital aus Stammaktien bestehen muss, die über keinerlei vertragliche Abreden verfügen dürfen, beschränkt die Handlungsfreiheit der Banken, die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern.

Interventionshypothese I₃: Dass die Stammaktienausgabe nicht an Erwartungen seitens der Banken hinsichtlich zukünftiger Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufe geknüpft sein darf, beschränkt die Handlungsfreiheit der Banken, die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern.

Interventionshypothese I₄: Dass die Anerkennung von Stammaktien, die von Tochterunternehmen begeben wurden, die gleichen Kriterien erfüllen müssen, beschränkt die Handlungsfreiheit der Banken, die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern.

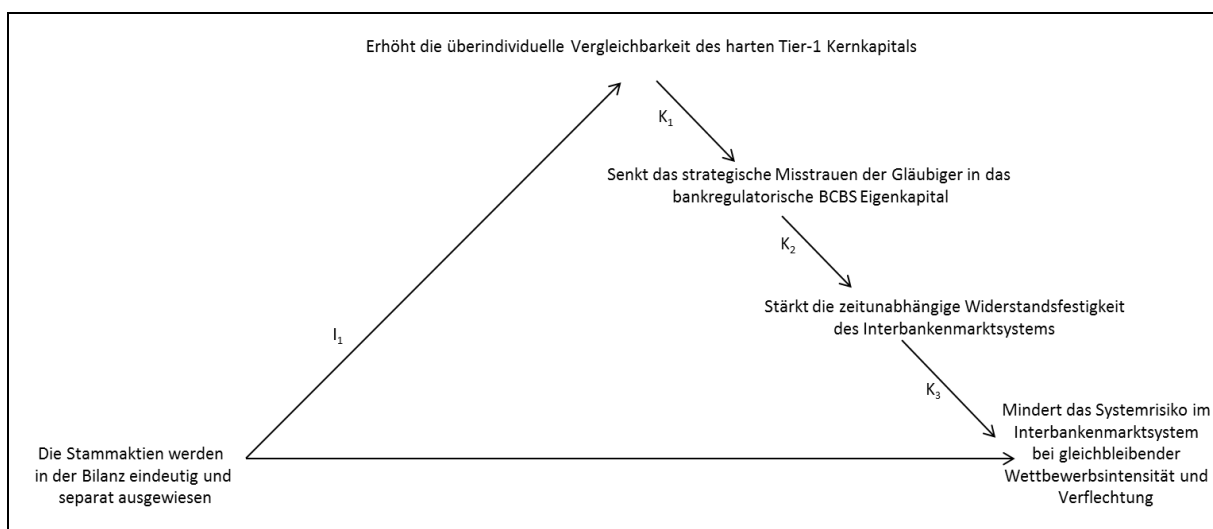
Interventionshypothese I₅: Dass die Tochterunternehmen, deren Stammaktien als hartes Tier-1 Kernkapital der Muttergesellschaft anerkannt werden sollen, lizenzierte Banken sein müssen, beschränkt die Handlungsfreiheit der Banken, die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern.

Kausalhypothese K₁: Die Beschränkung der Handlungsfreiheit der Banken die harte Tier-1 Kernkapitalquote strategisch zu verwässern, senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Mindesteigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Die Senkung des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der zeitunabhängigen Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Abbildung 31: Teilkonzeption 10 – Maßnahme zur Ausweisung der Stammaktien



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass die Stammaktien eindeutig und separat in der Bilanz ausgewiesen werden müssen, erhöht die überindividuelle und zeitunabhängige Vergleichbarkeit des harten Tier-1 Kernkapitals.

Kausalhypothese K₁: Die Erhöhung der überindividuellen und zeitunabhängigen Vergleichbarkeit des harten Tier-1 Kernkapitals senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Mindesteigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Die Senkung des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der zeitunabhängigen Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Interventions- und die Kausalhypothesen der Teilkonzeptionen 5-10, die die Definition des harten Tier-1 Kernkapitals als Stammaktien betreffen, plausibilisieren die Teilkonzeptionen 1-4 über das Gesagte hinaus. Die genaue Definition des harten Tier-1 Kernkapitals stärkt den Charakter des Tier-1 Kernkapitals als Stammaktien und nimmt den Banken die Handlungsoption, neben den Stammaktien beispielsweise auch sogenannte Vorzugsaktien als hartes Tier-1 Kernkapital auszuweisen.³⁵⁵ Da die meisten Banken als Aktienunternehmen geführt werden, sind die Stammaktien das weltweit anerkannte Eigenkapitalinstrument, womit ein hoher Grad an steuerungsraumübergreifender Vereinheitlichung und Vergleichbarkeit gegeben ist. Die Stammaktien der Banken sind registriert und an den Börsen frei handelbar. Sie befinden sich bestenfalls im Besitz langfristig an der Fortführung der Bank interessierter Shareholder, möglicherweise auch in den Händen einiger Bankmanager. Die darüber hinaus gehende Konkretisierung ihrer Eigenschaften im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime macht sie zu einem langfristig und überindividuell berechenbaren Eigenkapitalinstrument. Insbesondere ihre separate und eindeutige Ausweisung in der Bankbilanz stärkt diesen Zusammenhang zusätzlich (Teilkonzeption 10-I 1). Hervorzuheben ist auch die Regel, die den Banken Grenzen in Bezug auf die Anrechenbarkeit von Stammaktien setzt, die von ihren Tochterunternehmen begeben wurden (Teilkonzeption 9-I 5). Diese Regel betrifft vor allem die hier im Zentrum stehenden Dealer-Elitebanken, die ihr Stammaktienkapital ohne diese Regel für Außenstehende höchst intransparent zusammenlegen könnten, was die überindividuelle und zeitunabhängige Sichtbarkeit in der Bilanz gefährdet und somit die steuerungsraumübergreifende Aufgabe der Bilanzierung aushöhlen könnte.

Als Gegenargument erstens für die Erhöhung des harten Tier-1 Kernkapitals und zweitens die definitive Fixierung auf Rücklagen und Stammaktien wird von Seiten der Banken gerne betont, dass die

³⁵⁵ Vorzugsaktien sind Aktien ohne Stimmrechte. Sie sind Aktien, deren Transaktionskosten niedriger ausfallen. Sie dürfen nach Basel-III nur noch als weiches Tier-1 Kernkapital angerechnet werden.

Aktienmärkte nicht *tief* genug seien, um Stammaktien in den erforderlichen Mengen zu vermarkten. Es müsse demnach dem Tier-2 Ergänzungskapital zwangsläufig Raum bei der Komposition der Mindesteigenkapitalanrechnung eingeräumt werden (Wood 2009; Clark 2010). Dieses Gegenargument der fehlenden Markttiefe für Stammaktien ist wenig belastbar. Die Finanzierung mit Stammaktien in einer Höhe von maximal 4 Prozent plus der zusätzlichen 1,5 Prozent an Vorzugsaktien ist gegenüber anderen Branchen und nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Geschichte der Bankenfinanzierung verschwindend gering. Auch wegen des Vergleichs mit anderen Branchen und vor allem auch wegen der prinzipiell für Aktieninvestoren schätzenswerten Anreize ist es schwer anzunehmen, dass die Aktienmärkte der Finanzbranche schon an ihre Grenzen gestoßen sind. Vielmehr scheinen andere Argumente für das Bankeninteresse an einer möglichst geringen Finanzierung mit Aktien hervorstechen. Entscheidend ist das Erfolgsermittlungsverfahren, mit dem die Banken ihre Wettbewerbsfähigkeit vergleichen und auch auf der individuellen Mitarbeiterebene konkurrieren: Der sogenannte *Return on Equity* (RoE) bzw. Eigenkapitalrendite, mit der die Rendite allein am Aktien(eigen)kapital berechnet wird. Je höher also das Aktienkapital, desto niedriger falle auch die Eigenkapitalrendite aus, was die Banken zu der unbegründeten Argumentation verleitet, dass dies wiederum das Investitionsverhalten der Eigenkapitalgeber hemme (Admati et al. 2013; Economist 2013b).

6.1.2.3 Eigenkapitalpuffer

Dem regulatorischen Mindesteigenkapital wird unabhängig von den obigen Ausführungen vorgeworfen im Krisenfall nicht stabilisierend, sondern vielmehr destabilisierend zu wirken, weil eine verpflichtende Mindesteigenkapitalquote nicht aufgebraucht werden darf. Anstatt das bankregulatorische Eigenkapital zu verbrauchen, werden Vermögenswerte verkauft, was das Entstehen einer Abwärtsspirale begünstigt, so die plausible Kritik (siehe bspw. Hellwig 2009, 180). Auch als Antwort auf diese Kritik, aber auch zur Stärkung des Going Concern Eigenkapitals hat das BCBS Maßnahmen zur Stärkung des Eigenkapitalpuffers, das heißt der Eigenkapitalmenge, die über das Mindesteigenkapital hinausgeht, als ein zentrales Element von Basel-III eingeführt. Insgesamt finden sich in Basel-III drei Maßnahmen zur Stärkung des präventiven Eigenkapitalpuffers: Erstens (6.1.2.3.1) der Kapitalerhaltungspuffer, zweitens (6.1.2.3.2) der Liquiditätspuffer und drittens (6.1.2.3.3) der Eigenkapitalaufschlag für systemrelevante Dealer-Elitebanken. Hier sollen nur die Maßnahmen beschrieben werden. Ihre Plausibilität soll nicht im Detail geprüft werden, sondern mit Verweis auf die bereits diskutierten plausibilitätsbeschränkenden Argumente weitgehend als gegeben angenommen werden, weil sie das Going Concern Eigenkapital, d. h. das Tier-1 Aktieneigenkapital, stärken helfen.

6.1.2.3.1 Kapitalerhaltungspuffer und antizyklischer Risikopuffer

Beide Instrumente, das Kapitalerhaltungspolster und der antizyklische Kapitalpuffer, stellen miteinander und mit den Mindesteigenkapitalforderungen verwobene Steuerungskonzeptionen dar. Sie bilden

zusammen einen wichtigen Teil des Basel-III Eigenkapitalschutz-Regimes, insofern sie den Aufbau von über die regulatorische Mindestquote hinausgehenden Kapitalpostern fordern.

Der Kapitalerhaltungspolster verlangt von den Banken 2,5 Prozent Tier-1 Kernkapital zusätzlich zu den 4,5 Prozent Mindesteigenkapital vorzuhalten. Sinkt das Kernkapitalerhaltungspolster unter 2,5 bzw. die Tier-1 Kernkapitalquote unter 7 Prozent dann dürfen die nationalen Aufsichtsbehörden die jeweiligen Banken sanktionieren. Sie dürfen den Banken vorschreiben, nur noch eingeschränkt Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufe und Bonuszahlungen vorzunehmen (BCBS 2011a, 63-64). Den Banken werden somit Letztentscheidungskompetenzen genommen, die die Banken in den Jahren vor der jüngsten Finanzkrise auch benutzt hatten, um den Gläubigern ihr vermeintliches Wohlergehen durch üppige Dividenden an ihre Shareholder vorzugaukeln (ebd., 62). Die Ausschüttungsbeschränkungen folgen einer metrischen Staffelung (0 Prozent, 40 Prozent, 60 Prozent, 80 Prozent, 100 Prozent). „Die Ausschüttungsbeschränkung [...] wird umso strenger, je näher eine Bank an den Mindestkapitalquoten liegt“, liest man in der Basel-III Rahmenregelung (ebd.). Liegt die harte Tier-1-Kernkapitalquote bei 7 Prozent, dann muss die Bank keine Ausschüttungsbeschränkungen für das nachfolgende Geschäftsjahr fürchten. Liegt sie bei 4,5 Prozent bis 5,125 Prozent, dann wird der Bank die Letztentscheidungskompetenz zu den Gewinnausschüttungen für einen zu bestimmenden Zeitraum aufsichtsrechtlich entzogen (ebd., 63).

Der antizyklische Kapitalpuffer von zusätzlich maximal 2,5 Prozent knüpft an diese Regelung und ihre Metrik an (BCBS 2011a, 67-68). Mit ihm erhöht sich die maximale harte Tier-1 Kernkapitalquote von sieben Prozent auf 9,5 Prozent. Die genaue Höhe des aufzubauenden Tier-1 Kernkapitalpuffers bestimmt die zuständige Aufsichtsbehörde in Verbindung mit den Banken. Die Banken haben ein Jahr Zeit, den aufsichtsrechtlich erlassenen Auflagen Folge zu leisten. Steigt das Systemrisiko im Bankensystem also, dann werden die Banken aufgefordert ihr hartes Tier-1 Kernkapital innerhalb des nächsten Jahres auszubauen. Sinkt das Systemrisiko, dann dürfen die Banken den Puffer unverzüglich wieder abbauen (BCBS 2010b, 2). Die Aufsichtsbehörde bestimmt die Höhe des Kapitalpuffers unter anderem auf der Basis des Verhältnisses von Kreditwachstums und BIP, einem anerkannten Risikoindikator für Systemrisiken (ebd., 2-3).³⁵⁶ Es gilt ein weiter Begriff des Kreditwachstums, der richtigerweise nahezu alle von den Banken bilanzierten Vermögenswerte einschließt (ebd., 10-11). Darüber hinaus ist die einzelne Bank auch selbst gefordert, insbesondere das Länderrisiko ihrer grenzüberschreitenden Kredite zu bemessen und in die Pufferbildung zu integrieren. Die Verknüpfung mit dem Kapitalerhaltungspolster kann als Anreiz zur Compliance verstanden werden (BCBS 2011a, 66-67).

Der Kapitalerhaltungspolster und der antizyklische Kapitalpuffer sind zwei Maßnahmen, mit denen versucht wird, dem prozyklischen Verhalten der Dealer-Elitebanken ein antizyklisches Verhalten entgegenzusetzen. Beide Maßnahmen versuchen das Verhalten der Banken dahingehend zu steuern, dass

³⁵⁶ Grundlegend für die Orientierung des BCBS an dem Verhältnis von Kredit- und BIP-Wachstum ist unter anderem die Arbeit von Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff (2009).

diese außerhalb von Stressphasen ihr Tier-1 Kernkapital erhöhen, um in sich ankündigenden Stresszeiten eine von den Gläubigern zu erwartende höhere Menge Eigenkapital vorweisen zu können. Eine erwartbare zusätzliche Menge an Eigenkapital in sich ankündigenden Stressphasen könnte wirksam das Vertrauen der Gläubiger und damit die Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems fördern. Während das Kapitalerhaltungspolster auf klassischen Maßnahmen der gesetzlichen Kapitalerhaltung aufbaut, wird mit dem antizyklischen Eigenkapitalpuffer der Aufbau eines zusätzlichen Kapitalpuffers bestehend aus Stammaktien gefordert. Grundsätzlich ist die präventive Bildung von Kapitalpuffern im Sinne der Regulierungsstrategie den zeitunabhängigen Vertrauensschutz zu fördern, in jedem Fall plausibel. Auch die gesteckten Anreize und Sanktionsmittel scheinen dazu grundsätzlich in der Lage zu sein, vorausgesetzt die nationalen Aufsichtsbehörden nehmen ihre Aufgabe ernst. In der policy-analytischen Literatur wird in Bezug auf den antizyklischen Kapitalpuffer allerdings zunehmend Kritik laut (vgl. Repullo und Saurino 2011; Ludwig 2012).

6.1.2.3.2 Liquiditätspuffer – Mindestliquiditäts- und strukturelle Liquiditätsquote

Die Mindestliquiditätsquote (*Liquidity Coverage Ratio*) und die strukturelle Liquiditätsquote (*Net Stable Funding Ratio, NSFR*) sind zwei weitere Verhaltensstandards, die das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime ergänzen. Sie gilt es zusammen als Maßnahmen der Liquiditätsrisikoprävention zu betrachten (erstmal erwähnt BCBS 2010a). Während die Mindestliquiditätsquote mittlerweile konkretisiert und beschlossen ist (BCBS 2013a), befindet sich die strukturelle Liquiditätsquote noch in der Konsultationsphase. Für sie existiert ein Konsultationsdokument, das die Grundlage für die weitere Auseinandersetzung an dieser Stelle bildet (BCBS 2014a).

Nachdem die jüngste Finanzkrise gezeigt hat, dass scheinbar hochwertige liquide Vermögenswerte, die man auch als Rücklageneigenkapital bezeichnen kann, sich im Stressfall nur schwer zu verlustabsorbierenden Barmitteln wandeln ließen, weil ihre Qualität nicht sicher bewertet werden konnte, muss die Mindestliquiditätsquote als ein Versuch beschrieben werden, mit dem die Widerstandsfähigkeit international agierender Dealer-Elitebanken gegenüber Liquiditätsstörungen in einem übersichtlichen 30-Tage-Zeitraum verbessert werden soll. Kern der Maßnahme ist das Anlegen eines Vorrats sogenannter *High Quality Liquid Assets* (HQLA). Diese „erstklassigen liquiden Aktiva“, die auch „in Stresszeiten marktlíquide und im Idealfall notenbankfähig sein“ sollen (BCBS 2011a, 11), das heißt, von einer Notenbank als Sicherheit für die Inanspruchnahme von sogenannten Refinanzierungsfazilitäten anerkannt sind, gilt es durch die auf der Basis von „erheblichem Stress“ (ebd., 10) und nicht von worst-case-Annahmen geschätzten potenziellen Nettoabflüsse an Barmitteln (*Total net cash outflows*) zu teilen. Im Ergebnis muss die betroffene Bank die potenziellen Nettoabflüsse an Barmitteln mindestens zu hundert Prozent mit HQLA abdecken können, um einer kurzfristigen Zahlungsunfähigkeit gegensteuern zu können. Sowohl die Charakteristika der zugelassenen HQLA als auch die Schätzung der potenziellen Nettoabflüsse bzw. des sogenannten „Liquiditäts-, Deckungsgrads“ (BCBS 2010a, 4) finden sich in umfas-

sender Weise auf der Basis von Klassifikationsstandards konkretisiert. Gleiches gilt für das bankregulatorische Kontrollverfahren der Bestimmungen, auf deren Einzelbestimmungen hier allerdings nicht im Detail eingegangen werden soll. „Aktiva gelten als erstklassige Aktiva, wenn sie ohne Weiteres flüssig gemacht werden können, und zwar ohne oder mit nur geringer Werteinbusse (sic!)“, steht in einem dem Baseler Akkord zugehörigen Papier (BCBS 2010a, 5). Grundlegende Merkmale einer solchen Qualität sind: ein nachweisbar geringes Kredit- und Marktrisiko, die Leichtigkeit und Sicherheit der Bewertung, geringe Korrelation mit risikobehafteten Aktiva und die Notierung an einer anerkannten Börse. Weitere marktbezogene Merkmale sind die Präsenz eines aktiven und bedeutenden Marktes, die Präsenz engagierter Marktmacher, eine geringe Marktkonzentration und historisch erwiesene Tendenz zu den qualitativ hochwertigen Vermögenswerten zu gehören, die in Krisen besonders nachgefragt sind (ebd., 6).

$$\frac{\text{Vorrat an HQLA}}{\text{potenzielle Nettoabflüsse an Barmitteln in 30 Geschäftstagen}} \geq 100 \text{ Prozent}$$

Die strukturelle Liquiditätsquote ist ein Versuch, die Dealer-Elitebanken für einen längerfristigen Zeitraum von existenzgefährdenden Liquiditätsrisiken abzugrenzen. Grundlage der Maßnahme ist die Feststellung des Gesamtwertes der Finanzierungsinstrumente, die als strukturell bzw. langfristig stabil bezeichnet werden können, für die also in Stresszeiten unter dann hohen Ersatzkosten nicht nach Alternativen gesucht werden muss. Zur Feststellung des Wertes werden sämtliche Finanzierungsquellen der Risikogewichtung gleich mit einem Anrechnungsfaktor versehen, gemäß dem sie in die Formel einfließen. Alle Finanzierungsinstrumente, die gemäß der geltenden BCBS Eigenkapitaldefinition als Tier-1 oder Tier-2 Eigenkapital gewertet werden dürfen, fließen zu hundert Prozent in den Zähler ein. Kurzfristige Verbindlichkeiten von unter einem Jahr Restlaufzeit werden abhängig von ihrer Herkunft mit 90 Prozent oder 80 Prozent angerechnet. Ungesicherte Interbankenmarktfinanzierungen, Repo-Finanzierungen zum heutigen Stand inklusive, dürfen nur zu 50 Prozent angerechnet werden, sogenannte Reverse Repo-Finanzierung fallen in die nicht anrechenbare Kategorie. Die verfügbare Menge stabiler Verbindlichkeiten wird durch die erforderliche Menge strukturell stabiler Verbindlichkeiten geteilt. Ein Wert, der sich an dem Wert der Vermögensposten orientiert, der durch einen plötzlichen Liquiditätsschock in einem Jahr erwartbar verloren gehen könnte. Ein Wert, der ebenfalls auf der Basis von Anrechnungsfaktoren berechnet wird, die von null Prozent, im Falle von höchst liquiden Aktivvermögensposten bis hin zu 100 Prozent im Falle von höchst illiquiden Aktivvermögensposten reichen.

$$\frac{\text{Verfügbare Menge stabiler Verbindlichkeiten}}{\text{Erforderliche Menge stabiler Verbindlichkeiten}} \geq 100 \text{ Prozent}$$

6.1.2.3.3 Systemrelevanzabhängiger Kapitalpuffer

Neben der Erhöhung der Mindesteigenkapitalforderungen im Bankbuch, die faktisch nicht mehr als eine Verlagerung der Forderungen in substanzvollere Kapitalklassen (hartes Tier-1-Kernkapital) bedeuten, ist neben dem Kapitalerhaltungspuffer und dem antizyklischen Risikopuffer insbesondere die Erhöhung der Mindesteigenkapitalforderung für systemrelevante Banken hervorzuheben (BCBS 2011b; BCBS

2012b). Das BCBS geht mit diesem Beschluss davon aus, dass insbesondere die in dieser Arbeit Dealer-Elitebanken genannten systemrelevanten Großbanken eine besondere Gefahr für die Widerstandsfähigkeit des Gläubigervertrauens sind. Das heißt, die Banken, die als quasi-Börsen die Zirkulation des finanzwirtschaftlichen Innengelds erzeugen und im wettbewerbsintensiven Marktumfeld solange aufrechterhalten, bis der Zyklus seine Grenzstabilität erreicht hat und zusammenbricht. Erkennt man die Aufgabe der Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem als notwendig an, was im Rahmen der Regulierungsstrategie eindeutig mit Ja beantwortet werden muss, dann erfordert die Verantwortung, die diese Aufgabe mit sich bringt, den Aufbau eines zusätzlichen Verlustabsorptionspuffers. Das BCBS sieht einen Verlustabsorptionspuffer von maximal 3,5 Prozent zusätzlichem Mindesteigenkapital vor, der aus hartem Tier-1 Kernkapital bestehen muss (BCBS 2011b, 22-23). Die Berechnung der Höhe des zusätzlichen Verlustabsorptionspuffers ergibt sich aus der indikatorbasierten Bewertung der Systemrelevanz der Banken, mit deren Hilfe sich die Systemrelevanzstufe der Banken ermitteln lässt. Relevante Indikatoren sind (1) die grenzüberschreitenden Tätigkeiten, (2) die Größe, (3) die Verflechtung im Interbankenmarktsystem, (4) die Ersetzbarkeit der Bank in der nationalen Finanzinfrastruktur und (5) die Komplexität der Bank (BCBS 2011b, 5), die dann am größten ist, wenn von einer Dealer-Elitebank im oben beschriebenen Sinne gesprochen werden kann (vgl. Abschnitte 3.1.5 und 3.2.5). Das BCBS unterscheidet fünf Systemrelevanzstufen mit spezifischem Verlustabsorptionspuffer: Stufe 1 – 1 Prozent, Stufe 2 – 1,5 Prozent, Stufe 3 – 2 Prozent, Stufe 4 – 2,5 Prozent und Stufe 5 – 3,5 Prozent (BCBS 2011b, 17). Ohne weiter auf Teilkonzeptionen zu rekurrieren, kann diese Maßnahme als plausibel bezeichnet werden. Sie ist geeignet, um das Stammaktien-Tier-1 Kernkapital der Dealer-Elitebanken zu erhöhen, was im oben beschriebenen Sinne das gegenseitige Misstrauen der Gläubiger mindert und die Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems erhöht. Plausibilitätsbeschränkend wirken insbesondere die Anforderungen, die diese Regel an die Letztentscheidungskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden delegiert. Ihre Aufgabe ist es, die bei weitem komplexesten aller Wirtschaftsorganisationen gemäß der Vorgaben zu beleuchten, wobei sie nicht nur von den Informationen der Dealer-Elitebanken selbst, sondern auch von Informationen der Aufsichtsbehörden in anderen Steuerungsräumen angewiesen sein werden.

6.1.2.4 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes

Im Sinne eines umfassenden Vertrauensschutzes durch eine zeitunabhängig und überindividuell verbesserte Mindesteigenkapitalausstattung sind die Teilkonzeptionen in der Kombination nicht nur als plausibel zu bewerten. Die grundsätzliche Plausibilität der höheren Mindesteigenkapitalforderungen ist insbesondere in Bezug auf die maßgebliche Erhöhung und Konkretisierung des vorzuhaltenden und anrechenbaren Tier-1 Kernkapitals, d. h. des Going Concern Kernkapitals, zurückzuführen, dass zudem nicht nur ausschließlich aus Stammaktien bestehen darf, sondern auch für alle in der Bilanz sichtbar ausgewiesen werden muss. Tier-1 Stammaktienkapital erfüllt eine präventive Vertrauensfunktion und seine systematische Stärkung im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime von zwei auf 4,5 bzw. zwölf Prozent, die

im Rahmen der Kapitalpuffer zu ergänzenden Mittel eingeschlossen, verweist auf die zunehmende Einsicht des BCBS, dass überindividuelle und zeitunabhängige Vergleichbarkeit das gegenseitige strategische Misstrauen der Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem vorbeugen hilft und deswegen von elementarer Bedeutung für seine treffsichere Stabilisierung ist.

Grundsätzlich ist es allerdings fraglich, ob die Erhöhung des Anteils des Tier-1 Kernkapitals auf maximal zwölf Prozent inklusive der Kapitalpuffermittel ausreicht, um das in der dynamischen Aufbauphase eines finanzwirtschaftlichen Innengeldzyklus zwischen den Gläubigern zunehmende gegenseitige strategische Misstrauen abzubauen. Davon ist nur bedingt auszugehen, haben doch einige nationale Regulierungsbehörden bereits angemerkt, dass die in Basel-III beschlossenen Mindesteigenkapitalforderungen zu gering seien.³⁵⁷ Während insbesondere die Dealer-Elitebanken die Erhöhung wegen der Kosten und aus den angedeuteten Gründen der Vergütungsberechnung kritisieren, fordern Wissenschaftler wie Anat R. Admati und Martin Hellwig (2013) eine risikoungewichtete, quasi bilanzrechtliche Aktieneigenkapitalquote (*Book Equity*) von 25 Prozent pro Bank. Sie argumentieren, dass der aktuell zu beobachtende Fremdkapitalanteil von zumeist über 90 Prozent mit branchenspezifischen Eigenheiten nicht zu erklären sei.³⁵⁸ Die Notwendigkeit zur Erhöhung des Aktieneigenkapitals in dieser Höhe wird auch in der Wissenschaft nicht ausnahmslos geteilt. Charles C. Calomiris (2013) hält die Forderung in dieser Höhe für unbegründet. Er verweist in seiner Gegenrede insbesondere darauf, dass sich das Bankgeschäft verändert habe, und dass das Aktieneigenkapital keineswegs kostenfrei zu erhöhen sei. Letzteres scheint mir ein Missverständnis zu sein, denn auch Anat R. Admati, Peter M. DeMarzo, Martin Hellwig und Paul C. Pfleiderer (2013) halten die Aktieneigenkapitalerhöhung nicht für eine bankindividuell kostenfreie Lösung, sondern sehen sie im Vergleich zu den sozialen Kosten einer vergleichbaren Finanzkrise als bankindividuell hinnehmbare Kosten an. Sie verweisen darauf, dass die Argumente der Banken, Staaten und der Wissenschaft weitgehend auf *Mythen* und *irrelevanten Fakten* basieren.

Welche bankregulatorisch geforderte Eigenkapitalausstattung ein in welchem Grad sicheres und sozial angemessenes Wirtschaften der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden unter den Bedingungen des herrschenden Status quo im Interbankenmarktsystem möglich macht, bleibt ein im weiteren Verlauf dieser Arbeit und auch darüber hinaus ungelöstes Problem. Dieser Einwand schwächt die Plausibilität der hier diskutierten Maßnahmen und Steuerungskonzeptionen allerdings keineswegs. Denn die Maßnahmen zielen in der Logik der Regulierungsstrategie auf eine Minderung und nicht auf eine Abschaffung des Systemrisikos. Dieser Unterschied sei an dieser Stelle noch einmal betont, bevor wir uns im

³⁵⁷ Kritisch beurteilen dies insbesondere die Volkswirtschaften, deren Dealer-Elitebanken über mehr Schulden verfügen als durch das nationale Bruttoinlandsprodukt gedeckt werden kann – beispielsweise die Schweiz. Jüngst empfahl eine australische Untersuchungskommission in einem Report eine drastische Erhöhung des Eigenkapitals auf 25-30 Prozent für die Immobilienengagements der australischen Großbanken (Smyth 2014).

³⁵⁸ Eine Forderung, die dem von Paul Krugman (2009) geprägten und bereits zitierten Kommentar zur Finanzkrise entspräche, wonach es das Bankgeschäft wieder *langweilig* zu machen gelte.

weiteren Verlauf insbesondere der Revision der Maßnahmen zur Risikogewichtung im BCBS Eigenkapitalerschutz-Regime widmen, die eine ganz besondere Bedeutung für die Treffsicherheit des gesamten Instrumentenbündels besitzt.

6.1.3 MAßNAHMEN: HANDELSBUCHABGRENZUNG, HANDELSBUCH-RWA UND BANKBUCH-RWA

Alles vorzuhaltende bankregulatorische Eigenkapital, sowohl das Mindesteigenkapital als auch die Kapitalpuffer werden auf der Basis der Bestimmung der risikogewichteten Aktiva (RWA) wahlweise für das Bankbuch oder das Handelsbuch berechnet. Die gegebene Wahlfreiheit zwischen dem Handelsbuch und dem Bankbuch, die im Kern eine Wahlfreiheit zwischen Rahmenmodellen der Risikogewichtung darstellen, die wiederum die Höhe der einzusetzenden RWA beeinflussen, wurde bereits kritisiert, nicht zuletzt weil sich das resultierende Ergebnis der aufsichtsrechtlichen Kontrolle entzieht (siehe Abschnitte 5.1.8 und 5.1.9). Im Zuge der Debatte um die Überarbeitung der Regeln zur Risikogewichtung stand kurzzeitig sogar die Abschaffung des Handelsbuchs und seiner konkurrierenden RWA-Berechnung zur Debatte (vgl. Pengelly 2012, 20). Im Ergebnis hat man allerdings an der aufsichtsrechtlichen Existenz zweier Rahmenmodelle der aufsichtsrechtlichen Risikogewichtung festgehalten. Man hat sich allerdings zum Ziel gesetzt die Prozedur der aufsichtsrechtlichen Risikogewichtung und ihre Ergebnisse vergleichbarer und glaubwürdiger zu machen (BCBS 2013c). Im Kern ist die Umsetzung dieses Ziels auf die allgemeine Erhöhung der Regelungs- und Kontrolldichte insbesondere im Handelsbuch hinausgelaufen. Die größere Regelungsdichte soll die überindividuelle Glaubwürdigkeit der RWA fördern, indem sie den nationalen Aufsichtsbehörden einheitliche Maßstäbe für eine hinreichend objektive Kontrolle gewährt. Eine Kontrolle, die gegenseitiges Misstrauen reduziert.

Nachfolgend gilt es erstens (6.1.3.1) mit den Regeln zur Handelsbuchabgrenzung zu beginnen, die das BCBS im Rahmen einer umfassenden Handelsbuchrevision vorgeschlagen hat. Regeln, die das BCBS der Abschaffung des Handelsbuchs vorzieht und mit der sie nicht zuletzt auch die Durchlässigkeit zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch kontrollieren will, die im Vorfeld der Krise genutzt wurde, um die im Vergleich unterschiedlich hohen Risikogewichte im Sinne des individuellen Kapitalmanagements zu nutzen. Zweitens (6.1.3.2) gilt es dann, die zahlreichen im Rahmen der umfassenden Handelsbuchrevision vorgeschlagenen Maßnahmen zur Berechnung des Handelsbuch-RWA zu bewerten. Hier sollen insbesondere die Maßnahmen für die Risikomodelgestaltung im IRB-Ansatz im Zentrum stehen. In der Öffentlichkeit findet diese Debatte nur wenig Widerhall, was insbesondere auf die technische Komplexität der in diesem Zusammenhang diskutierten Veränderungen zurückgeführt werden kann. Insbesondere mit den Maßnahmen zum Handelsbuch befinden wir uns allerdings in einem Bereich des Bankgeschäfts, das maßgeblich die Dealer-Elitebanken und ihre Verantwortung für die Finanzkrise betrifft. Zuletzt (6.1.3.3) gilt es aus Gründen der Vollständigkeit noch auf die Maßnahmen zur Veränderung der Grundlagen für die Berechnung des Bankbuch-RWA einzugehen.

6.1.3.1 Handelsbuchabgrenzung

Beginnen wir – wie angedeutet – mit den Maßnahmen zur Handelsbuchabgrenzung. Grundlegend für die Wahlfreiheit der Banken und damit für die Unglaubwürdigkeit bzw. die mangelnde Treffsicherheit des vorgehaltenen Mindesteigenkapitals nicht zuletzt der Dealer-Elitebanken, im Prinzip allerdings aller Banken, die sich die Techniken der Dealer-Elitebanken aus Wettbewerbsgründen zum Vorbild nehmen, ist die von der aufsichtsrechtlichen Kontrolle weitgehend unbeeinflusste Durchlässigkeit zwischen Bankbuch und Handelsbuch gewesen (vgl. Abschnitt 5.1.8).

Die unkontrollierte Freiheit machte es möglich, dass die Banken sich ein Regime der Risikogewichtung unabhängig von ihren Geschäften quasi aussuchen konnten. Dies führte nicht nur dazu, dass die aufsichtsrechtliche Anmeldung der Handelsbuchzulassung boomte. Es führte auch dazu, dass die angegebenen Eigenkapitalausstattungen, die sich ja alle auf acht Prozent der risikogewichteten Aktiva belaufen sollten, überindividuell unglaubwürdig waren, weil die Berechnungsgrundlagen für den RWA für die Außenstehenden nicht mehr eindeutig zu erkennen waren. Darüber hinaus führte die boomartige Nutzung des Handelsbuchs auch dazu, dass eine immer größere Menge an Vermögensposten, die durchaus auch im Zeitwertverfahren hätten bewertet werden können, nach dem Fair-Value- oder Marktwertverfahren alles andere als vorsichtig und täglich wertberichtet werden mussten. Eine Entwicklung, die den Risikomanagements-Ressourcen der Banken deutlich mehr abverlangte, als die Regeln des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes überindividuell glaubhaft abzusichern vermochten. Mit dem Vertrauen verflüchtigten sich die ehemals geringen Eigenkapitalausstattungen der Banken durch den rapiden Marktpreisverfall einzelner Vermögensklassen, der ebenso von einer sogenannten Ratingklassenmigration begleitet wurde, rasch.

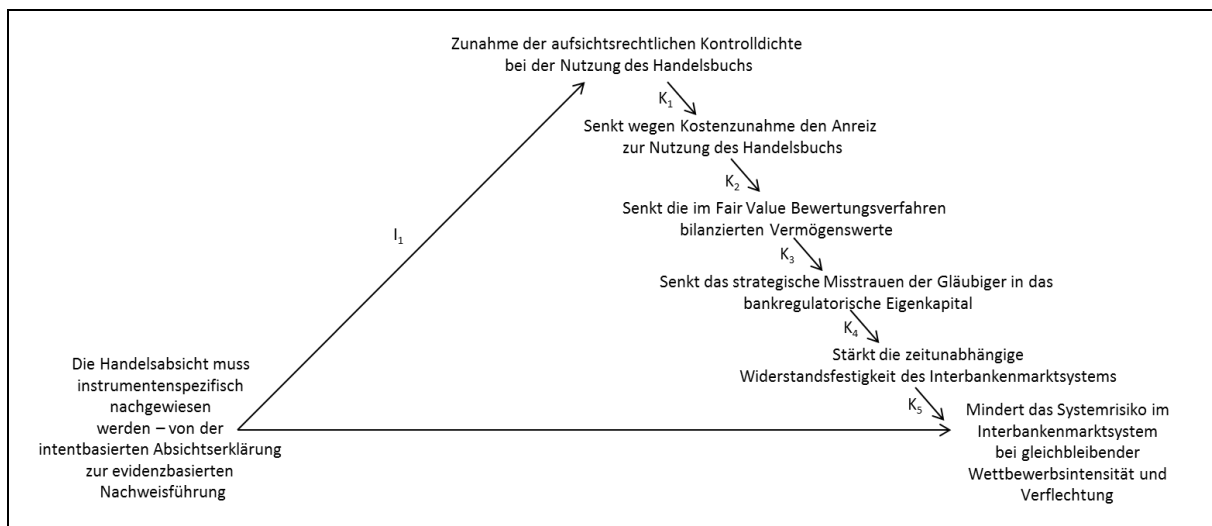
Das Handelsbuch und seine aufsichtsrechtlichen Rahmenregeln erzeugen einen mehrdimensionalen Problemzusammenhang, den das BCBS mit Basel-III durch eine Erhöhung der Regelungsdichte zuerst in Bezug auf die Abgrenzung des Handelsbuch vom Bankbuch zu lösen versucht (BCBS 2013c). Die überindividuelle und durchschnittliche Glaubwürdigkeit der Eigenkapitalausstattungen aller Banken kann dabei – wie zu zeigen sein wird – vor allem in Bezug auf die kleinen Bankorganisationen gesteigert werden, während die bedeutendere Glaubwürdigkeit der Eigenkapitalausstattungen der Dealer-Elitebanken in Bezug auf das Marktpreisrisiko nicht verbessert wird, weil die regelbasierte Grenzziehung zur objektiven Erfassung ihrer Handelstechniken, die eine aufsichtsrechtliche Kontrolle der risikoadäquaten Risikogewichtung bedingt, in vielfacher Hinsicht zu unkonkret bleibt.

6.1.3.1.1 Genehmigung der instrumentenspezifischen Handelsabsicht

Die weitere Auseinandersetzung beginnt mit den neuen Regeln zur Genehmigung der instrumentenspezifischen Handelsabsicht. Unter Basel-II musste die Eignung eines Vermögenswerts für das Handelsbuch und ihre spezifischen Regeln der Risikogewichtung – wie gezeigt (vgl. Abschnitt 5.1.8) – nicht aufsichtsrechtlich genehmigt werden. Grundsätzlich galten die Regeln des Bankbuchs, und wenn eine

Bank das Handelsbuch nutzen wollte, reichte eine recht formlose Absichtserklärung, um die Rechtsgrundlagen der Bankbuch-Risikogewichtung zu verlassen. Die Absichtserklärung der Banken war in Bezug auf die Intention der Nutzung des Handelsbuchs anstelle des Bankbuchs aufsichtsrechtlicher Vertrauensbeweis genug, ein strategisches, das aufsichtsrechtliche Mindesteigenkapital reduzierende und damit ein potentiell gegenseitiges Misstrauen förderndes Verhalten der Banken aufsichtsrechtlich auszuschließen. In dieser Beziehung zwischen Regulierer und Reguliertem besaßen die Banken nicht weniger als eine unkontrollierte Handlungsfreiheit. Diese unkontrollierte Handlungsfreiheit versucht das BCBS durch die Einführung einer Berichtspflicht zur instrumentenspezifischen Handelsabsicht einzudämmen (Abbildung 32 – Teilkonzeption 11). Dies gilt vor allem auch für den aktiven Wechsel zwischen den beiden Regimen der Risikogewichtung (BCBS 2013c). Im Ergebnis steigt durch den Wechsel von der intentbasierten zur evidenzbasierten instrumentenspezifischen Abgrenzung der Handelsbuchnutzung von der Bankbuchnutzung die aufsichtsrechtliche Kontrolldichte.

Abbildung 32: Teilkonzeption 11 – Maßnahme zum instrumentenspezifischen Nachweis der Handelsabsicht



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Ergänzung der Erklärung der Handelsabsicht um ihren Nachweis steigert die aufsichtsrechtliche Kontrolldichte bei der Nutzung des Handelsbuchs

Kausalhypothese K₁: Die Steigerung der aufsichtsrechtlichen Kontrolldichte bei der Nutzung des Handelsbuchs senkt wegen der Kostenzunahme den Anreiz zur Nutzung des Handelsbuchs.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des Anreizes zur Nutzung des Handelsbuchs durch Kostenzunahme senkt die im Marktwertverfahren bilanzierten Vermögenswerte.

Kausalhypothese K₃: Das Senken der im Marktwertverfahren bilanzierten Vermögenswerte senkt im Umkehrschluss das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₄: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₅: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktssystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Kausalhypthesen der Teilkonzeption 11 sind grundsätzlich plausibel. Sie bedürfen allerdings weiterer Erläuterungen. Zuerst einmal sei Folgendes kommentiert: Die kombinierte Erhöhung der Regelungs- und Kontrolldichte bei der Nutzung des Handelsbuchs senkt den Anreiz zur Nutzung des Handelsbuchs (K 1), senkt die Anzahl der Vermögenswerte, die nach dem Marktwertverfahren bilanziert werden (K 2), senkt das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern (K 3), stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems (K 4) und mindert damit das Systemrisiko bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung (K 5).

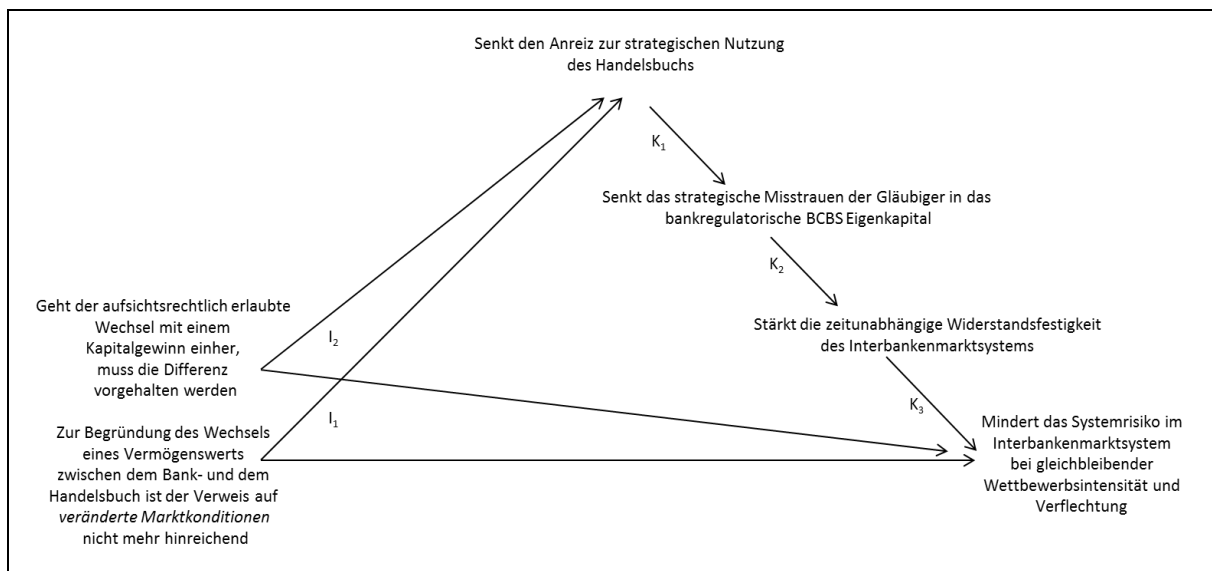
In der Kausalkette sind vor allem die Kausalhypthesen 1, 2 und 3 hervorzuheben, weil sie nicht unmittelbar den eigentlichen Zweck einer Erhöhung der Kontrolldichte erfüllen. Mit der Erhöhung der Kontrolldichte, die durch umfassende Berichts- und Genehmigungspflichten ausgestaltet ist, kann eine Senkung des strategischen Misstrauens nur herbeigeführt werden, wenn alle zuständigen Aufsichtsbehörden die Informationen gleichermaßen verarbeiten und ebenso gleichermaßen Entscheidungen bezüglich der Nutzung des Handelsbuchs treffen. Dies ist pauschal auch wegen der Menge der möglichen aufsichtsrechtlichen Verfahren nicht anzunehmen (vgl. Davidson 2012b). Jede Erhöhung der aufsichtsrechtlichen Kontrolldichte – darauf wird zurückzukommen sein – ist in einem so dynamischen Geschäft wie dem Bankgeschäft als Grundlage zur Minderung des wechselseitigen strategischen Misstrauens nicht zu leisten. Stattdessen müssen die eingeführten Genehmigungs- und Berichtspflichten hauptsächlich als eine Informationsquelle verstanden werden, mit deren Hilfe die nationalen Aufsichtsbehörden lernen, das Handelsgeschäft der Banken zu verstehen. Darauf verweist ein Zitat von Raimund Röseler (2013, 11), Exekutivdirektor der BaFin: „Um es ganz klar zu sagen: Bessere Regulierung allein macht das Bankensystem noch nicht widerstandsfähiger. Mindestens genauso wichtig ist, dass wir unsere Aufsichtspraxis anpassen. Die Bankenaufsicht muss sich künftig stärker mit der Analyse der Geschäftsmodelle, mit der Beurteilung der Risikomanagementsysteme und den Kontrollmechanismen in den Banken befassen. Diese qualitativen Aspekte werden für die Bankenaufsicht immer wichtiger. Hier sind wir sicher auf einem guten Weg, aber sicher auch noch nicht da angekommen, wo wir letztlich hingelangen wollen“.

Darüber hinaus ergibt sich mit der Erhöhung der Regelungs- und Kontrolldichte bei der Abgrenzung des Handelsbuchs vom Bankbuch allerdings der durchaus kalkulierte Nebeneffekt der administrativen Verteuerung der Nutzung des Handelsbuchs.³⁵⁹ Ein kalkulierter Nebeneffekt, der vielen Banken den

³⁵⁹ In einem Beitrag in Euromoney (2013) wird diese kalkulierte Nebeneffekt wie folgt zusammengefasst: „However, these proposals aren't an attempt to correlate with reality, but rather they seek to build a driver into the system – a disincentive to hold trading assets.“

Anreiz nehmen dürfte, das Handelsbuch aus strategischen Gründen zu unterhalten. Diese Anreizsteuerung kann im Verhältnis deutlich effektiver das strategische Misstrauen senken als die Erhöhung der Kontrolldichte, zumal die zur Verfügung stehenden Sanktionsmittel, die bis zur Entziehung der Banklizenz reichen können, de facto allerdings eher Geldstrafen umfassen, nicht zuletzt wegen des geringen Entdeckungsrisikos weiterhin keine merkliche Abschreckungsqualität besitzen. In Bezug auf das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern im Interbankenmarktsystem ist die effektive Verminderung der systemweit erwartbar das Handelsbuch nutzenden Banken und somit der erwartbar nach dem Marktwertverfahren bewerteten Vermögenswerte durch administrative Kostensteigerung ein probates aufsichtsrechtliches Ziel. Denn ein Großteil des strategischen Misstrauens zwischen den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden rührte wohl auch daher, dass alle und umso mehr die Dealer-Elitebanken die Möglichkeiten des Handelsbuchs und die überbewertete Qualität bzw. die Fehlschätzung und damit einhergehende Unterkapitalisierung der Risiken der Vermögenswerte erkannten, das ganze Ausmaß der Nutzung allerdings nicht abzuschätzen wussten. Sie konnten nicht überindividuell vertrauensstügend abschätzen, wie viele Aktiva nach der Marktwertverfahren bilanziert und im Handelsbuch mit vergleichsweise wenig Eigenkapital hinterlegt waren. Eine allgemeine Anreizminderung der Nutzung des Handelsbuchs durch administrative Verteuerung ist somit ein probates Mittel der Systemstabilisierung, wie insbesondere auch die nachfolgenden beiden Teilkonzeptionen 12 und 13 erkennbar machen (Abbildung 33), die die Ausgestaltung des kalkulierten Nebeneffekts darüber hinaus zum Zweck haben.

Abbildung 33: Teilkonzeptionen 12-13 – Maßnahmen zur Begrenzung des Verschiebens von Finanzinstrumenten zwischen dem Bank- und dem Handelsbuch



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I_1 : Dass der einfache Verweis auf veränderte Marktbedingungen für den Wechsel von Vermögensposten zwischen den Bilanzen unzureichend ist, senkt den Anreiz zur strategischen Nutzung des Handelsbuchs insbesondere für Dealer-Elitebanken.

Interventionshypothese I₂: Dass der durch einen aufsichtsrechtlich gewährten Wechsel eines Vermögenspostens zwischen den Bilanzen erzielte Kapitalgewinn berechnet und vorgehalten werden muss, senkt den Anreiz zur strategischen Nutzung des Handelsbuchs insbesondere für Dealer-Elitebanken.

Kausalhypothese K₁: Das Senken des Anreizes zur strategischen Nutzung des Handelsbuchs senkt im Umkehrschluss das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital, stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Das BCBS versucht mit den Maßnahmen zur Genehmigung der Handelsbuchnutzung – wie bereits angedeutet – zwar grundsätzlich die Abgrenzung zwischen den RWA-Regimen zu objektivieren und damit die aufsichtsrechtliche Kontrolle der Machenschaften der Banken zu fördern. Im Kern des kalkulierten Interesses steht allerdings – wie oben dargestellt – das Ziel, den Gebrauch des Handelsbuchs, dessen Karriere sich insbesondere auf die aufsichtsrechtliche Offenheit zur allgemeinen Explorierung kompetitiver Wettbewerbsvorteile stützte, insgesamt uninteressanter zu machen. Zu den Maßnahmen, die in diesem Sinne darüber hinaus als plausibel und angemessen bezeichnet werden müssen, zählen erstens der in Bezug auf einen strategischen Wechsel des RWA-Regimes aufsichtsrechtlich nicht mehr anzuerkennenden Verweis auf „veränderte Marktkonditionen“ (Teilkonzeption 12), der es den Banken früher ermöglichte, Vermögenswerte zwischen dem Handels- und dem Bankbuch-RWA-Regime zu bewegen. Und zweitens die Pflicht, einen in Folge eines aufsichtsrechtlich gestatteten Transfers zwischen den RWA-Regimen möglicherweise doch noch auftretender Kapitalgewinn zu berechnen und finanziell so ausgleichen zu müssen, dass Kapitalgewinne, wenn sie aufsichtsrechtlich erkannt werden, unmöglich sind (Teilkonzeption 13). Insbesondere die letzte Maßnahme zeigt, dass das BCBS davon ausgeht, dass Kapitalgewinne, also der Anreiz zur Kapitalarbitrage, trotz der gesteigerten Kontrolldichte potentiell weiterhin möglich sind.

Die weitgehende Austrocknung des Handelsbuchs für die lizenzierten Banken, so könnte man die Intention des BCBS auch nennen,³⁶⁰ ist im Rahmen der betriebenen Regulierungsstrategie (Vertrauensschutz) eine plausible und in Grenzen auch angemessene Regulierungsstrategie, um die Widerstandsfestigkeit

³⁶⁰ Dass die Austrocknung dieses Anreizes insbesondere die kleinen Banken tangiert, geht indirekt auch aus der Stellungnahme des Verbandes *Die Deutsche Kreditwirtschaft* (2014, 5-7) hervor, in der insbesondere solche Maßnahmen kritisiert werden, die den Wechsel zwischen den Bilanzen beschränken und den Banken den Anreiz nehmen, überhaupt ein Handelsbuch zu unterhalten.

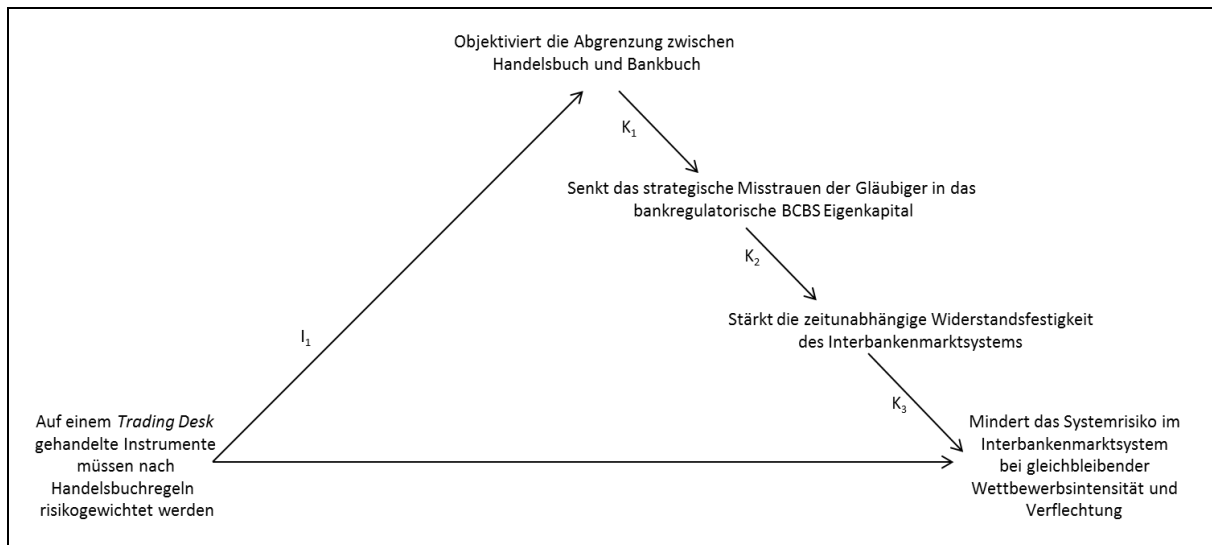
des Interbankenmarktsystems zu stärken und damit das Systemrisiko bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung zu mindern. Es ist davon auszugehen, dass insbesondere die kleinen Banken sich die strategische Nutzung des Handelsbuchs in Zukunft nicht mehr leisten können.³⁶¹ Für alle anderen Banken, maßgeblich die Dealer-Elitebanken, wird das Handelsbuch in jedweder Hinsicht grundsätzlich weiterhin von großer Bedeutung bleiben. Einerseits ist nicht anzunehmen. Es ist anzunehmen, dass insbesondere die Dealer-Elitebanken von den Maßnahmen wirtschaftlich profitieren werden. Denn die Nachfrage nach Dienstleistungen des Instrumentenhandelns wird steigen. Sie werden sich mehr denn je als Treuhänder ihrer Großkunden verdingen. Es ist also anzunehmen, dass die Komplexität der Dealer-Elitebanken zunimmt und ihre aufsichtsrechtliche Kontrolle sich damit weiter erschwert. Dem versucht das BCBS entgegenzusteuern, indem es neben der Austrocknung der Handelsbuchnutzung für kleine Banken auch die Objektivierung der Grenzziehung anstrebt, um den Gläubigern im Interbankenmarktsystem darüber hinaus einen besseren Blick auf die mögliche Eigenkapitalausstattung ihrer Gegenparteien zu ermöglichen.

6.1.3.1.2 *Trading Desk Abgrenzung*

Die in Teilkonzeption 14 präsentierte Maßnahme dient dem Zweck der Abgrenzung des Handelsbuchs bzw. der überindividuellen Objektivierung des Handelns insbesondere der Dealer-Elitebanken (Abbildung 34), deren innerorganisationale Opazität dem BCBS zusehends missfällt (BCBS 2013c). Das BCBS versucht, eine aufsichtsrechtlich einzufordernde Trennung zu konstruieren, durch die die Dealer-Elitebanken zur ausschließlichen Nutzung der Handelsbuchregeln gezwungen werden. Ein quasi-Trennbankensystem das für unterschiedliche Tätigkeiten die Verwendung unterschiedlicher Regelungsrahmen vorsieht. Dazu verlangt das BCBS zuerst einmal, dass alle auf einem sogenannten *Trading Desk* (Handelstisch) gehandelten Instrumente nach den Handelsbuchregeln risikogewichtet werden müssen.

³⁶¹ Eine Prognose darüber abzugeben, welche Banken von der administrativen Verteuerung der Nutzung des Handelsbuchs betroffen sein werden, ist nicht zu leisten. Hier kann nur eine allgemeine Tendenz ausgemacht werden. Eine Tendenz, die sich auf das Verhalten aller Banken bezieht.

Abbildung 34: Teilkonzeption 14 – Maßnahmen zum Handeln von Finanzinstrumenten über Trading Desks



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass die über ein Trading-Desk gehandelten Finanzinstrumente im Handelsbuch bilanziert werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Handelsbuch und Bankbuch.

Kausalhypothese K₁: Die Objektivierung zwischen Bankbuch und Handelsbuch senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital, stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Gläubiger der Banken, die über ein Bank- und ein Handelsbuch verfügen, mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Setzen wir die Plausibilitätsprüfung dieser Maßnahme ebenso bei den Kausalhypothesen an. Die Kausalhypothesen dieser Maßnahme suggerieren, dass die Objektivierung der Abgrenzung zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern, d. h. den Dealer-Elitebanken und ihren Großkunden (inkl. den Dealer-Elitebanken) senkt (K1), die Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems stärkt (K2) und das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung reduziert (K3). Bedingt plausibel ist Kausalhypothese 1. Denn die Objektivierung der Abgrenzung zwischen dem Handelsbuch und dem Bankbuch überträgt sich nur in eine Reduktion des gegenseitigen Misstrauens, wenn die Kontrolle der Nutzung des Handelsbuchs auf der Trading Desk-Ebene intersubjektiv erwartbar hinreichend vertrauensvoll ist.

Dies kann für alle Einzelfälle jedoch nicht angenommen werden, was allerdings weniger an der Maßnahme als an der Beschaffenheit des Regelungsgegenstands und seinem Verhältnis zu den Aufsichtsbehörden liegt.

Beginnen wir die Plausibilitätsprüfung der Interventionshypothese mit der vom BCBS vorgesehenen Definition der Trading Desk. Das BCBS (2013c, 98) definiert die Organisationsebene Trading Desk im Anhang der Handelsbuchrevision als „group of traders or trading accounts [...] that implements a well defined business strategy [...], operating within a clear risk management structure [...], defined by the bank but with the definition approved by supervisors for capital purposes [...]“. Die Definition ist sicherlich geeignet, den Aufsichtsbehörden einen sinnvollen Maßstab zur kontrollierten Objektivierung der Handelsbuchabgrenzung an die Hand zu geben. Die Frage allerdings bleibt, ob sich mit diesem Kontrollmaßstab aufsichtsrechtlich arbeiten lässt und ob die Banken der Maßnahme Folge leisten oder ob sie die Komplexität des Regelungsgegenstandes nutzen werden, um ihre offensichtlichen Informationsvorteile gegenüber den Aufsichtsbehörden weiterhin auszuspielen, d. h. neue Wege suchen werden die Versuche der Objektivierung der Abgrenzung zu umgehen?

Grundsätzlich muss festgestellt werden, dass insbesondere die als Marktmacher agierenden Dealer-Elitebanken in der Vergangenheit von bis zu 1000 Trading Desk berichteten (Madigan 2014, 22). Zu den bekanntesten Trading Desk in der komplexen Organisationsstruktur einer Dealer-Elitebank, also zu denen, deren Zweck der Öffentlichkeit meist durch ein Fehlverhalten bekannt geworden ist, gehören unter anderem: die sogenannten *FX Trading* und *Swap Trading Desk*, die in jeder global agierenden Bank existieren, um beispielsweise Währungs- oder Zinsänderungsrisiken abzusichern, die sogenannten *Repo Trading Desk*, an denen Repo-Finanzierungen inklusive Haircuts zur eigenen und zur Finanzierung Dritter vermittelt werden, die sogenannten *Makro Trading Desk*, die als Handelsplätze für den Eigenhandel (*Prop Trading Desk*) bekannt geworden sind, die sogenannten *Delta One Trading Desk*, an denen vor allem Finanzderivate für Kunden (*Flow Trading Desk*) oder für den Eigenhandel der Bank selbst gehandelt werden.³⁶² Alle weiteren potentiell als Trading Desk agierenden Organisationseinheiten sind der Öffentlichkeit weitgehend unbekannt und sollten durch eine regulierungspolitische Definition nicht unmittelbar bekannter werden, sondern eher weiter im Inneren der Bankorganisationen verschwinden.

Die darüber hinaus gehenden Zweifel an der Plausibilität der Interventionshypothese bestehen nicht zuletzt deswegen, weil es überaus schwierig ist, sämtliches Handeln einer börsenartig agierenden Dealer-Elitebank auf die Organisationseinheit Trading Desk zu reduzieren und hier zu kontrollieren. Die Dealer-Elitebanken verfügen beispielsweise über Organisationseinheiten, die definitionsgemäß nur schwer als Trading Desk zu bezeichnen sind, sich auch nicht ausschließlich wie solche verhalten, son-

³⁶² Die Unterscheidung zwischen Flow und Prop Trading ist kaum zu erkennen und lässt sich durch die Existenz des Hedging und des Market-Making als Geschäfte zwischen Flow und Prop Trading zusätzlich verschleiern (vgl. Madigan 2014, 23).

dern mitunter nur sehr eng mit ihnen zusammenarbeiten. Beispielhaft sei die sogenannte *Special Situation Group*³⁶³, eine Tochtergesellschaft der US-amerikanischen Dealer-Elitebank *Goldman Sachs* genannt. Aber auch die sogenannten *Funding Desk* für Repo-Finanzierungen sind zu nennen, insofern Banken argumentieren können, dass *Funding Desk* keine *Trading Desk* sind. Zwar muss angenommen werden, dass mit der Implementation der Maßnahme die Anzahl der von den Dealer-Elitebanken berichteten *Trading Desk* in den nächsten Jahren abnehmen wird. Jedoch ist nicht anzunehmen, dass mit der Maßnahme die Handelspraktiken und ihre Risiken geschweige denn ihre Übersetzung in die Risikogewichtung transparenter werden, was somit auch die Plausibilität der Kausalhypothesen der Teilkonzeption 14 hinfällig machen sollte. Es werden also weiterhin Händler Wertpapiere handeln und für ihre Eigenkapitalhinterlegung einen kompetitiven Vorteil suchen, den sie auch durch die Nichtbenutzung der Bezeichnung *Trading Desk* erreichen können (Khalique 2012), womit die Objektivierung der Abgrenzung zwischen dem Handelsbuch und dem Bankbuch weitgehend hinfällig wird.

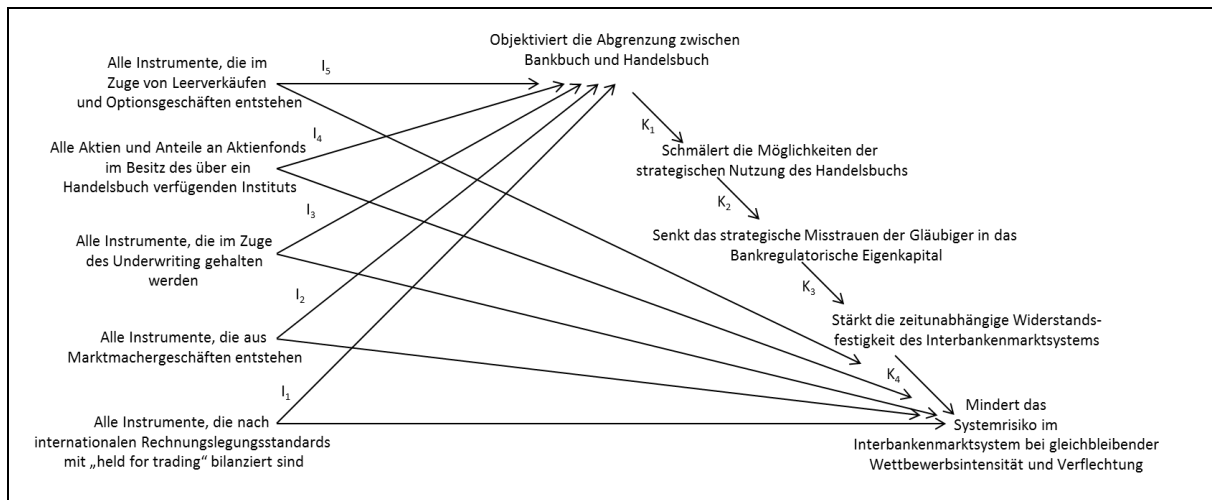
6.1.3.1.3 Instrumentendefinitive Abgrenzung

Die Komplexität des von den Aufsichtsbehörden zu erfassenden Tatbestands und der daraus resultierenden Schwierigkeiten für die Rechtsfolgenseite wird weiter greifbar, weitet man den Blick über die interne Organisationen auf die Techniken der Finanzierungs- und Risikosteuerung im Interbankenmarktssystem aus. Mit den Klassifikationsstandards zur Differenzierung von im Handelsbuch angewandten Techniken und Instrumenten (Abbildung 35 – Teilkonzeptionen 15-19; Abbildung 36 – Teilkonzeptionen 20-24) geht ebenfalls das Ziel einher, das Handeln der Dealer-Elitebanken und ihrer Organisationseinheiten zu objektivieren. Es soll die Trennung zwischen dem Bank- und dem Handelsbuch auch auf der Ebene der Handelstechniken und der Handelsinstrumente zusätzlich objektiviert werden, indem einzelne Handelstechniken und Instrumente als *eligible* oder *ineligible*³⁶⁴ für die Eigenkapitalhinterlegung im Handelsbuch definiert werden (BCBS 2013c).

³⁶³ Um die *GS Special Situation Group* ranken sich viele Gerüchte. Richtig ist, dass es kaum Informationen zu ihrem Geschäftsstrategien und Transaktionen gibt. Die Bank gibt vor, dass es sich bei ihrer Tochtergesellschaft um einen Unternehmensteil handelt, der Finanzierungen fördert, also auf dem Primärmarkt tätig wird. Es gibt allerdings Hinweise, die eindeutig auf Mehrheitsbeteiligungen an sogenannten *Distressed Corporations* verweisen, die an den Sekundärmärkten gewonnen wurden, was auf Handelsaktivitäten verweist (Harper 2011).

³⁶⁴ *Eligible/ineligible* kann einfach als geeignet/ungeeignet übersetzt werden. Im Finanzjargon findet man allerdings in etwas anderen Zusammenhängen auf die Übersetzung der Bank-, Diskont- bzw. Zentralbankfähigkeit.

Abbildung 35: Teilkonzeptionen 15-19 – Maßnahmen zur Differenzierung von Handelstechniken und Handelsinstrumenten



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass alle nach den internationalen Rechnungslegungsstandards mit „held for trading“ bilanzierten Geschäfte nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₂: Dass alle aus Marktmachergeschäften entstehenden Positionen nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₃: Dass alle im Zuge des Underwriting in der Bilanz gehaltenen Instrumente nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₄: Dass alle Aktien und Anteile an Aktienfonds nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₅: Dass alle im Zuge von Leerverkäufen und Optionsgeschäften entstehenden Positionen nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden müssen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

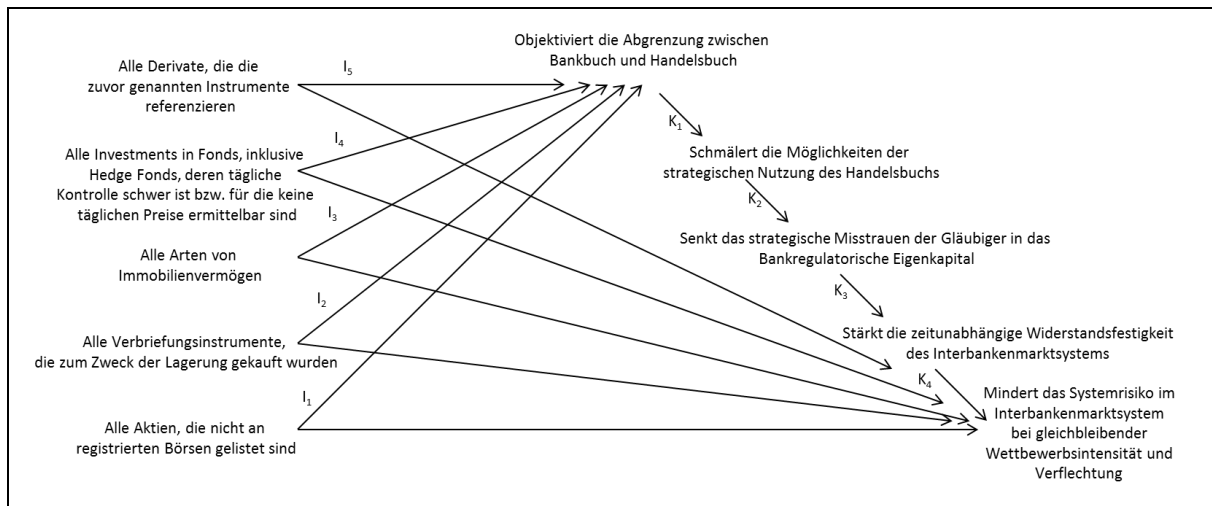
Kausalhypothese K₁: Die Objektivierung der Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch schmälert die Möglichkeiten der strategischen Nutzung des Handelsbuchs.

Kausalhypothese K₂: Das Schmäleren der Möglichkeiten der strategischen Nutzung des Handelsbuchs lässt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische Eigenkapital sinken.

Kausalhypothese K₃: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₄: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktssystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Abbildung 36: Teilkonzeptionen 20-24 – Maßnahmen zur Differenzierung von Handelstechniken und Handelsinstrumenten



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass alle Aktien, die nicht an registrierten Börsen gelistet sind, nicht nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden dürfen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₂: Dass alle Verbriefungsinstrumente, die zum Zweck der Lagerung gekauft werden, nicht nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden dürfen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₃: Dass alle Arten von Immobilienvermögen nicht nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden dürfen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₄: Dass alle Investments in Fonds, inklusive Hedge Fonds, deren tägliche Kontrolle schwer ist bzw. für die keine täglichen Preise ermittelbar sind, nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden dürfen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Interventionshypothese I₅: Dass alle Derivateinstrumente, die die zuvor genannten Instrumente referenzieren, nicht nach den Marktrisikoregeln mit Eigenkapital hinterlegt werden dürfen, objektiviert die Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch.

Kausalhypothese K₁: Die Objektivierung der Abgrenzung zwischen Bankbuch und Handelsbuch schmälert die Möglichkeiten der strategischen Nutzung des Handelsbuchs.

Kausalhypothese K₂: Das Schmäleren der Möglichkeiten der strategischen Nutzung des Handelsbuchs, lässt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische Eigenkapital sinken.

Kausalhypothese K₃: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital, stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₄: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Objektivierung der Handelsbuchabgrenzung durch die genaue Definition der geeigneten und nicht-geeigneten Handelsbuchinstrumente ist eine im Rahmen der Regulierungsstrategie, die die Erhöhung der Regelungsdichte mit der Erhöhung der kontrolldichte vorsieht, grundsätzlich plausible Maßnahme. Auch hier sind insbesondere die Kausalhypthesen auf den ersten Blick plausibel, denn eine effektive Objektivierung der Handelsbuchabgrenzung sollte grundsätzlich die Möglichkeiten einer strategischen Exploration der gegebenen Freiheiten (K 1) schmälern, das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern im Interbankenmarktsystem (K 2) mindern, die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems (K 3) stärken und das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung (K 4) senken.

In Bezug auf die Interventionshypothesen (I 1 – I 10) muss man darüber hinaus feststellen, dass die klassifizierenden Handelstechniken und Handelsinstrumente, die in Zukunft nur im Handelsbuch oder nur im Bankbuch mit Eigenkapital hinterlegt werden sollen, aus Gründen der aufsichtsrechtlichen Kontrolle gut gewählt sind. Sie sind hinreichend grobkörnig, um zumindest in der Theorie aufsichtsrechtlich routiniert kontrolliert werden zu können. Eine solche routinierte Kontrolle sollte den Gläubigern versichern können, dass die übermittelten Eigenkapitalquoten unter Anwendung der zur Trennung zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch gesetzten Regeln berechnet werden.

Dies funktioniert aber eben nur in der Theorie. In der Praxis sind mindesten zwei Wege denkbar, die die Plausibilität der Teilkonzeptionen erschüttern. Die beiden Wege stützen sich gerade darauf, dass die Grenzziehung zu wenig differenziert ist. In ihren Kommentaren zu den vorgeschlagenen Maßnahmen der instrumenten- und technikspezifischen Abgrenzung haben die Industrieverbände verlauten lassen, dass einzelne Abgrenzungen – auch wenn man wollte – nur schwer in die Praxis zu übertragen seien (vgl. bspw. ISDA et al. 2014). Für die von den Banken dominierte Praxis ergibt sich erstens, dass die im Umgang mit den Instrumenten und Techniken den zuständigen Aufsichtsbehörden weit überlegenen Banken lernen werden, alle regulatorischen Grenzen spielerisch zu umschiffen. Und zweitens, dass in

den Bereichen, in denen die spielerische Umschiffung nicht unmittelbar erreicht werden kann, die Möglichkeit bestehen bleibt, die nationalen Aufsichtsbehörden von der Geeignetheit/Ungeeignetheit einzelner Transaktionen (Techniken und/oder Instrumente) zu überzeugen. Bei aller vordergründigen Plausibilität der Teilkonzeptionen ist folglich anzunehmen, dass insbesondere in Bezug auf Kausalhypothese 1 ein Bruch der Teilkonzeption zu erkennen ist. Es ist nicht anzunehmen, dass die Ausweitung der Regelungs- und Kontrolldichte in der beschriebenen Form eine maßgebliche Freiheitsbeschränkung insbesondere für die Dealer-Elitebanken darstellt, auf deren Basis der aufsichtsrechtliche Objektivierungsanspruch mit dem Ziel der Misstrauenssenkung erzielt werden kann.

Um diesen Kritikpunkt weiter zu exemplifizieren, wollen wir uns dem Market-Making widmen. Einer Technik, die man als Einfalltor für jegliche Verhaltensfreiheit insbesondere für die Dealer-Elitebanken verstehen kann. Denn es sind insbesondere die Dealer-Elitebanken, die diesen Dienst leisten, welcher im Kern als das Lebenselixier des Interbankenmarktsystems bezeichnet werden muss. Market-Making dient der privat organisierten Gewährleistung liquider Märkte. In diesem Sinne ist dem Market-Making heute nahezu jede Tätigkeit zuzuordnen, die eine Dealer-Elitebank im eigenen Interesse und treuhänderisch für Dritte anbietet. Das Market-Making ist vor allem aber das Geschäft mit den Finanzderivaten, das das BCBS abhängig von der Liquidität der unterliegenden Instrumente im Handelsbuch- oder im Bankbuch-Regime verortet (Teilkonzeption 16). Das BCBS verlangt aber ebenso, dass das Market-Making, d. h. alle Transaktionen (Instrumente und Techniken), die zu seinem Zweck durchgeführt werden, zukünftig nach den Regeln des Handelsbuchs mit Eigenkapital hinterlegt werden sollen. Es produziert somit einen zentralen Widerspruch, der der Komplexität des Regelungsgegenstands geschuldet ist.

Ein Teil des Problems ist, dass das BCBS für das Market-Making keine Legaldefinition vorsieht. Das BCBS tut dies wohl aus gutem Grund. Denn ein konkreter Definitionsversuch dessen, was man aus Sicht einer Dealer-Elitebank als Market-Making verstehen kann, zöge wohl ungeahnte Komplexität in der Regelungsdichte und somit auch in der Kontrolldichte nach sich.³⁶⁵ Regulierungspolitisch ist eine solche Detailsteuerung, die die Konfrontation mit den marktmächtigen und einflussreichen Dealer-Elitebanken voraussetzte, im BCBS nicht durchzusetzen. Im Ergebnis bleibt zu diagnostizieren, dass das Market-Making – wie die Organisationsebene des Trading Desk – nicht auf einen einfachen Rechtsbegriff zu reduzieren ist, was insbesondere den Dealer-Elitebanken zum Vorteil gereicht. Insbesondere für sie ist das Market-Making heute ein Multiinstrumentengeschäft, das zwar mit hohen Risiken einhergeht und

³⁶⁵ Dies lässt sich sehr schön am Entstehungsprozess der US-amerikanischen Volcker Rule beobachten. Im Zuge der Konkretisierungsbemühungen ist die zu anfangs auf drei Seiten konzipierte Regel bis heute auf knapp 1000 Seiten angewachsen (Coy 2013). Der instrumentelle Kern der Volcker Rule ist das Verbot des Eigenhandels (Prop Trading). Weil Prop Trading allerdings im Kern kaum von anderen Techniken, die man vereinfacht auch Flow Trading nennt, zu unterscheiden ist, gewährte man den Banken weitreichende Ausnahmereiche. Beispielsweise sind das Underwriting und das Market-Making von der Volcker Rule ausgenommen. Insbesondere in Bezug auf das Market-Making ist es den Industrievertretern gelungen ist, über die Vermittlung der Nützlichkeit des Market-Making für die Funktionsfähigkeit des modernen Investmentbankgeschäfts, komplexe Ausnahmeregelungen zu erstreiten. Die Volcker Rule ist als Teil des Dodd-Frank Act (§ 619) beschlossen worden. Vgl. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, H. R. 4173.

selbst im Innern der Dealer-Elitebanken, d. h. zwischen den einzelnen Unternehmensteilen und ihren Produkten, strategisch eingesetzt wird. Es ist ein Multiinstrumentengeschäft, das Handlungsfreiheit zum Kern weitreichender Profitoptionen verknüpft.

Um diese Problematik für den vorliegenden Zusammenhang, also mit Bezug zur Implausibilität der Erhöhung der Regelungs- und Kontrollichte von Dealer-Elitebanken, weiter zu verdeutlichen, widmen wir uns den raren und für den Laien nur schwer zu verstehenden Informationen, die im Kontext der Handelsstrategien sogenannter *Delta One Trading Desk* kursieren. Diese Handelseinheiten und ihre Techniken der Profitmaximierung haben sich im Anschluss an die Krise zu den zentralen Profitmaschinen der Dealer-Elitebanken entwickelt (Craig und Ahmed 2011).³⁶⁶ Im Kern können die *Delta One Trading Desk* außenstehenden als Marktmachereinheiten beschrieben werden, weil sie ihren Kunden den Dienst anbieten, jedes gewünschte Risiko treuhänderisch einzugehen, womit ihre Transaktionen grundlegend für die Liquidität des Interbankenmarktsystems sind. *Delta One Desk* sind Marktmachereinheiten, die auf eine Dealer-Elitebank angewiesen sind. Sie sind an den Dealer-Elitebanken angesiedelt, weil sie große Kapitalmengen und voraussetzungsvolle Computertechnik erforderlich machen (O'Hara 2012).

Für ihre Kunden gehen die *Delta One Trading Desk* vorwiegend synthetische Derivatepositionen auf OTC Märkten ein, d. h. sie reproduzieren eine Risikoposition im Interbankenmarktsystem. Die *Delta One Desk* erzeugen eine Risikoposition, ohne den gewünschten Vermögenswert (Aktien, Anleihen) unmittelbar zu kaufen. Sie vermitteln Finanzderivate, die zunehmend die Basis der Bemessung der Liquidität im Interbankenmarktsystem darstellen. Die Geschichte der *Delta One Trading Desk* beginnt mit Aktienderivaten und scheint über die Indexderivate den Weg in alle handelbaren Produktklassen zu finden (Tagliani 2012). Ein klassisches *Delta One* Produkt sind sogenannte *Equity Swaps*,³⁶⁷ in jüngerer Zeit boomen sogenannte *Indexfonds* bzw. *Exchange Traded Funds* (ETF), d.h. Wertpapiere, die einen Wertpapierindex abbilden.³⁶⁸ Entscheidend ist, dass es nicht dabei bleibt, dem Kunden das Eingehen

³⁶⁶ Das durch *Delta One Trading Desk* erzielte Einkommen wurde für das Jahr 2011 auf 11 Milliarden Dollar geschätzt. Für das laufende Jahr 2011 (sechs Monate) wird für Goldman Sachs ein Gewinn von 1,2 Milliarden Dollar zitiert. Der Return on Equity liegt für einzelne Banken bei 100 Prozent (Société Générale) und 52 Prozent (Goldman Sachs) und 72 Prozent (UBS).

³⁶⁷ Vgl. hierzu Javin Josen (2011): „A client who wants returns from a specific group of assets could enter into a swap arrangement with the *Delta One desk*. For instance, if the chosen assets are Indonesian banking stocks, the client enters into an *Equity Swap* with the desk. The client pays a fixed fee to the *Delta One desks*. In return, he will get all the returns (dividends and capital gains) – positive or negative, from the selected equities. [...] The *Delta One desk*, which is now synthetically short the equities, will want to hedge its position by going long those equities. The trader could buy the equities outright or he could just go long swaps or options to gain a synthetic long exposure. Again, the desk will cleverly find ways to enter the most cost-effective hedge to make the highest spread possible from the whole deal.”

³⁶⁸ Vgl. hierzu Javin Josen (2011): „The *Delta One desk* in an investment bank functions as a market maker for ETFs. When clients want to buy ETF from the desk, the desk must take the other side of the trade. Keeping in mind that the *Delta One desk* strives to be “covered”, the traders have a few options in fulfilling this obligation. [...] Let us say for example, there is an ETF providing returns on a basket of food commodities (rice, sugar, etc), defined as predetermined index, which is usually created by the ETF Provider. The ETF value should go up and down with the prices of the commodities that are defined in the index. The ETF Provider who sold the ETF to the

eines Risikos mit Gewinnaussicht zu verkaufen, sondern dass der Delta One Trading Desk andere Handels- und Finanzierungstechniken nutzt, um die verkauften Positionen, die auch für die Delta One Trading Desk offene Risikopositionen darstellen, zu decken und die dabei gewonnenen Informationen in einen eigenen Gewinn umzuwandeln, der möglichst weit über die dem Kunden zugesicherte Rendite hinausgeht. Dazu kombiniert und optimiert ein Delta One Händler auch im Interesse seiner eigenen Vergütung sämtliche ihm zur Verfügung stehenden Techniken und Instrumente, unabhängig von jeder regulatorischen Kategorisierung.³⁶⁹ Dies alles erfolgt millionenfach, in zumeist kurzen nahezu unkontrollierbaren Zeiträumen, die zudem noch durch die globale Ortsungebundenheit zusätzlich geschwächt wird.

Die Bewertung und Bilanzierung dieser Techniken und Positionen inklusive ihrer Risiken ist zeitunabhängig und überindividuell betrachtet, eine aufsichtsrechtlich kaum durchschaubare Blackbox. Sie wird selbst von den verantwortlichen CEO der Banken nicht hinreichend verstanden, wie Terry Smith, Chef eines Interdealer Brokers, in der Financial Times zitiert wird (Murphy et al. 2011).³⁷⁰ Die Unberechenbarkeit der Risiken ist in jüngster Zeit mehrmals deutlich geworden, als jeweils bekannt wurde, dass einzelne Delta One Händler für Milliardenverluste in Dealer-Elitebanken wie Société Générale (2008) und UBS (2011) gesorgt haben (Mathiason 2011; Murphy et al. 2011; O'Hara 2012). In Zukunft ist davon auszugehen, dass die Delta One Handelstechniken auch in anderen Geschäftsteilen der Dealer-Elitebanken zu finden sind. Jüngst machte diesbezüglich J.P. Morgan auf sich aufmerksam. J.P. Morgan hatte im Anschluss an die jüngste Finanzkrise kurzerhand das Chief Investment Office (CIO) zu einem Trading Desk umgewandelt und dort Handelstechniken angewendet, die auch in Delta One Trading Desk zur Gewinnmaximierung benutzt werden.³⁷¹ Im Risk Magazine spricht Laurie Carver (2013d) in

market must cover his position. He could achieve this by entering into a Total Return Swap (TRS) with another counterparty (often in the same banking group). The ETF provider will invest the cash received for the ETF, in some liquid assets (and call this collateral). Returns from the collateral basket are swapped with the Counterparty in exchange for the total return of the commodities in the ETF. The connection between the ETF Provider and the Delta one desk here is questionable and open to interpretation."

³⁶⁹ In einem Beitrag in einem Forum (vgl. <http://www.quora.com/Why-are-delta-one-trading-Desk-considered-so-trendy-as-of-recent-times-What-work-is-actually-entailed>) findet sich folgender Eintrag, der den Reiz der Delta One Trading Desk beschreibt: „If a Delta One desk sells 10 million SPX long on a swap it needs to hedge itself. Traditionally this would be done by buying 10 million dollars of SPX stocks (or the SPY ETF). But smarties figured out that there is a little bit of alpha in the mis-pricing between the different delta one instruments. Smarter smarties started building quant ETF, dividend, index, and other relatively benign but strangely profitable strategies on the hedge portfolio. The end of it is that Delta One is a low-risk, low-skill profit centre that gives a bank a cheap way to trade for alpha. It also gives the bank a tremendous amount of the market's volume which is valuable intel for other Desk at the firm.“

³⁷⁰ Originalzitat: „Management doesn't understand what's going on in the Delta One Desk [...]. If you sat down with a CEO and asked them to please explain what happens they would try but they couldn't give you an accurate answer because they don't understand.“ Für die allseits herrschende Unsicherheit im Fall der ETF, deren Preis zum Erstaunen aller am 24.8.2015 an der New Yorker Börse trotz angenommener fixer Bindung an den Basiswert unter den Basiswert fielen, vgl. Katharina Wetzel (2015).

³⁷¹ Dieser Versuch ist als *London Whale Trade* in die Geschichte gegangen (Watt 2012b; Wood 2013). Die Risiken die im Zuge dieses Versuchs des Risikomanagements eingegangen wurden, musste J.P. Morgan mit einem Verlust von 5,8 Milliarden Dollar bezahlen. Ähnlich in der Entstehung, allerdings im Ergebnis moderater, auch die Deutsche Bank (Carver 2013b).

Bezug auf diese Entwicklung bereits von einer sogenannten „Grand Centralisation“, d. h. einem weiteren Konzentrationsvorgang im Zentrum des Interbankenmarktsystems, bei dem sich die Verwendung sämtlicher Techniken des Handelns auf eine Organisationseinheit auf einer höheren Organisationsebene verlagert. Eine Organisationseinheit, die früher die Kontrolle der Risiken verantwortete, geht heute als sogenannter *CVA-Desk* Risiken im Dienste der Gesamtorganisation ein. Das CIO wird als *CVA-Desk* zum Market-Maker für die Finanzierungs- und Risikosteuerung der unteren Organisationsebenen einer Bank (siehe auch 6.1.4).

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass den Dealer-Elitebanken Handlungsfreiheiten entstehen, weil man den Dienst des Market-Makings kaum von anderen Motivationen des Handelns unterscheiden kann und weil die lückenlose Kontrolle der Menge an Transaktionen, die von den Dealer-Elitebanken begleitet wird, aufsichtsrechtlich nicht zu leisten ist. Die Abgrenzung des Handelsbuchs ist also für die Dealer-Elitebanken nicht handlungsbeschränkend. Mit jeder zusätzlichen Regelungsebene flüchten die Dealer-Elitebanken vielmehr in komplexere Arrangements, deren aufsichtsrechtliche und vor allem auch unternehmensinterne Risikokontrolle schwerer fällt. „The more you layer rules upon rules, the more arcane and crazy the trading strategies become to try to find gaps in them“, zitiert Michael Watt (2012b, 26) einen Angestellten der Dealer-Elitebank *Barclays*. Die Abgrenzung zwischen dem Handelsbuch- und dem Bankbuch-Regime kann somit als gescheitert beurteilt werden.

6.1.3.2 Handelsbuch-RWA

Auch die Risikogewichtung im Handelsbuch hat in der Vergangenheit nicht dazu beigetragen, die überindividuelle und zeitunabhängige Vergleichbarkeit und Glaubwürdigkeit der Eigenkapitalausstattungen insbesondere für die oben beschriebenen Tätigkeiten zu fördern, die die Dealer-Elitebanken und das Interbankenmarktsystem betreffen. Mit einer ersten, bereits vor und während der Finanzkrise geplanten Anpassung des seit 1996 existierenden Handelsbuch-Regelrahmens (BCBS 2009c; BCBS 2009b), die man auch Basell 2.5 nennt und auf die hier nicht explizit eingegangen wird, wurden die Mindesteigenkapitalanforderungen bereits erhöht (Standard&Poors 2012; Pengelly 2013). Die jüngste Handelsbuchrevision (BCBS 2013c) schließt hieran an und versucht darüber hinaus auf vielfache Weise die aufsichtsrechtliche Kontrolle und damit die Glaubwürdigkeit der Eigenkapitalausstattungen durch eine höhere Regelungsdichte, d. h. durch eine genauere Programmierung der intern von den Banken zu entwickelnden Risikomodelle, zu verbessern.

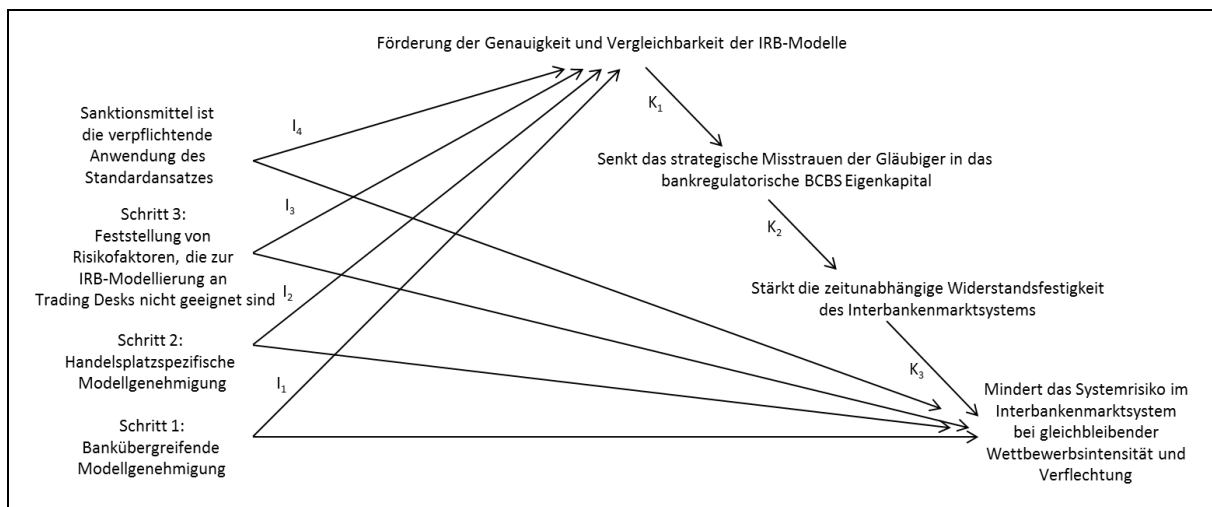
Nachfolgend gilt es vier diesbezüglich zentrale Maßnahmen zu analysieren: erstens (6.1.3.2.1) die Einführung eines mehrstufigen Genehmigungsverfahrens von IRB-Modellen, das mehrere Organisationsebenen des Bankgeschäfts überspannt, zweitens (6.1.3.2.2) die Ersetzung der VaR-Metrik durch die *Expected Shortfall* (ES) Metrik als Grundlage der aufsichtsrechtlich vorgegebenen Modellierungsrahmen, drittens (6.1.3.2.3) die Integration eines sogenannten *stressed ES* sowie einer sogenannten *Incre-*

mental Risk Charge (ICR) in die Berechnung des Handelsbuch-RWA und viertens (6.1.3.2.4) die verpflichtenden Einführung des Standardansatzes als Modellreferenz der IRB Handelsbuch-RWA Berechnung.

6.1.3.2.1 Mehrstufige Genehmigungsverfahren von IRB-Modellen

Die Revision der Berechnung des Handelsbuch-RWA findet sich in die Maßnahmen zur Einführung eines mehrstufigen Genehmigungsverfahrens von IRB-Modellen eingebettet (BCBS 2013c, 23-28). Das mehrstufige Genehmigungsverfahren muss als Vorbereitung für die Anwendung der internen Modelle verstanden werden. Das Ziel ist die Objektivierung aber auch die Förderung der Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle zur aufsichtsrechtlichen RWA-Berechnung im Sinne des überindividuellen Vertrauensschutzes. Dabei sind drei Schritte zu unterscheiden, denen es unter Androhung aufsichtsrechtlicher Sanktionen Folge zu leisten gilt: erstens die Genehmigung bankübergreifender Risikomodelle, zweitens die Genehmigung aller handelsplatzspezifischen Risikomodelle und drittens die Genehmigung der Modellierbarkeit von handelsplatzspezifischen Risiken. Sanktionsmittel ist die verpflichtende Anwendung des Standardansatzes, der im Vergleich zu Basel-II deutlich komplexer ausgestaltet wurde (Abbildung 37 – Teilkonzeptionen 25-28).

Abbildung 37: Teilkonzeption 25-28 – Maßnahmen zur Genehmigung von IRB-Modellen



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Schritt 1 – Die Modellgenehmigung für die bankübergreifende Risikogewichtung fördert die Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle.

Interventionshypothese I₂: Schritt 2 – Die Modellgenehmigung für die handelsplatzspezifische Risikogewichtung fördert die Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle.

Interventionshypothese I₃: Schritt 3 – Ein Trading Desk-Test zur Feststellung von Risikofaktoren, die für die IRB-Modellierung nicht geeignet sind, fördert die Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle.

Interventionshypothese I₄: Das Sanktionsmittel der verpflichtenden Anwendung des Standardsatzes fördert die Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle.

Kausalhypothese K₁: Die auf einheitlichen Verfahren basierende Objektivierung und Genauigkeitsförderung der IRB-Modelle senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Kausalhypothesen zum dreistufigen Genehmigungsverfahren der Anwendung von IRB-Modellen zur Risikogewichtung im Handelsbuch sind grundsätzlich als plausibel zu bezeichnen. Die Förderung der Genauigkeit und Vergleichbarkeit der IRB-Modelle zur Berechnung des Handelsbuch-RWA ist mit einer Einhegung von Handlungsfreiheit gleichzusetzen, die das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern mindert (K 1), die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems erhöht (K 2) und damit das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung senkt (K 3). Die grundsätzlich feststellbare Plausibilität der Kausalhypothesen ist allerdings wenig wert, solange nicht auch die Plausibilität und Geeignetheit der einzelnen Interventionshypothesen in Bezug zum Impact und in direktem Bezug zum Regulierungsziel dem Outcome geprüft wurde. Wir beginnen mit der Prüfung der Interventionshypothesen. Um die mit den Interventionshypothesen einhergehenden Schwierigkeiten, die an die Schwierigkeiten bei der Abgrenzung des Handelsbuchs anknüpfen, besser zu verstehen, muss das dreistufige Genehmigungsverfahren zuerst etwas genauer erläutert werden.

Schritt 1 (Interventionshypothese 1): Nach den Vorstellungen des BCBS soll jede Bank über ein bankinternes Risikomodell verfügen, das auf einer globalen Organisationsebene in der Bank für die gesamte Bankorganisation gilt. Dieses Risikomodell muss von den Banken selbst auf Grundlage komplexer qualitativer und quantitativer Standards geprüft werden (bspw. *Profit & Loss (P & L) Attribution Test, Modell-Backtesting*, etc.). Die Prüfergebnisse gilt es an die Aufsichtsinstanzen zu übermitteln. Erteilt die Aufsicht keine Genehmigung für das globalorganisatorische Risikomodell, dann muss die Bank das Standardverfahren anwenden (BCBS 2013: D.5.182(a)).

Schritt 2 (Interventionshypothese 2): Nach den Vorstellungen des BCBS soll jede Bank die Trading Desk benennen, die IRB-Modelle nutzen (*in scope*) bzw. nicht benutzen (*out of scope*). Das Genehmigungsverfahren wird also auf einzelne Organisationsteile ausgedehnt. Die IRB-Modelle der *in scope Trading Desk* werden – wie das globale Risikomodell – in einem wiederum mehrdimensionalen Verfahren durch die Bank selbst auf ihre Geeignetheit geprüft (bspw. *Profit & Loss (P & L) Attribution*

Test, Modell-Backtesting, etc.). Die Prüfergebnisse müssen ebenso an die Aufsichtsinstanzen übermittelt werden. Erteilt die Aufsichtsbehörde keine Genehmigung für das Risikomodell eines in scope Trading Desk, dann muss auch hier der Standardansatz angewendet werden (BCBS 2013: D.5.183(b)).

Schritt 3 (Interventionshypothese 3): Nach den Vorstellungen des BCBS soll sowohl die globale Organisationsebene als auch jeder Trading Desk darüber hinaus die Geeignetheit seiner individuellen Risiken zur Modellierbarkeit testen. Zentrales Kriterium des Modellierbarkeitstests ist der Preis eines durch den Trading Desk gehandelten bzw. dort sich befindenden Instruments bzw. Vermögenspostens. Nur wenn dieser Preis „real“ im Sinne weiterer Kriterien ist, dann darf das Modell zur Modellierung der Risikogewichtung eines Trading Desk als im aufsichtsrechtlichen Sinne geeignet gelten (BCBS 2013: D.5.182(c)). Dem kommt zu pass, dass das BCBS einige Instrumente der internen Modellierung des Risikogewichts entzogen hat. So zum Beispiel Verbriefungen. Für Verbriefungen hat das BCBS beschlossen, dass ihre Risiken nicht geeignet sind, sie auf der Basis von internen Risikomodellen zu modellieren. Sie dürfen nur noch nach dem Standardansatz risikogewichtet werden. Auch hier finden wir allerdings das Problem der aufsichtsrechtlichen Abgrenzung einerseits und andererseits das Problem der Organisationsmacht der Banken.

Die mehrstufige aufsichtsrechtliche Prüfung der IRB-Modelle sollte theoretisch geeignet sein, den anvisierten Outcome einer verbesserten Vergleichbarkeit der bankinternen Risikomodelle nach sich zu ziehen. Eine Erhöhung der Regelungsdichte soll die Kontrollmöglichkeiten verbessern. Insbesondere die aufsichtsrechtliche Orientierung an den Organisationsebenen der Banken ist diesbezüglich hervorzuheben. Sie sollte den Aufsichtsbehörden einen besseren Blick in die Bankenorganisationen und ihren Umgang mit den Risiken des Bankgeschäfts gewähren. Soweit die Theorie. Schwierig in Bezug auf eine positive Plausibilitätsbewertung der Interventionshypothesen gestaltet sich jedoch die Praxis der Regelanwendung, die von weitreichenden Letztentscheidungskompetenzen der nationalen Aufsichtsbehörden und der Banken geprägt ist.

Für eine erste Verdeutlichung der Schwierigkeit des Vorhabens eine (Schritt 1) unternehmensübergreifende, (Schritt 2) auf Handelsplatz-Ebene und (Schritt 3) für einzelne Risikofaktoren erfolgende, konsistente aufsichtsrechtliche Risikomodellegenehmigung bzw. aufsichtsrechtliche Risikomodellekontrolle zu etablieren, sei noch einmal erstens auf die im Handelsbuch miteinander kombiniert auftretenden Risikofaktoren (Marktpreisrisiko, Ausfallrisiko, Gegenparteiisiko, Modellrisiko), zweitens auf die mit der Größe der Bankenorganisationen zunehmenden Anzahl der aufsichtsrechtlich zu kontrollierenden Trading Desk (ca. 1000 pro Dealer-Elitebank) und drittens auf die von den Trading Desk zur eigenen Erfassung gebildeten Risiko-Körbe (geschätzte 200.000 pro Dealer-Elitebank) verwiesen. Alle drei Komponenten verweisen auf die Komplexität des Unterfangens, dem sich die nationalen Aufsichtsbehörden aber auch die Banken selbst hingeben.

Selbst bei gesteigerter Regelungsdichte und bei Betonung eines Sanktionsmechanismus, der die Banken teuer zu stehen kommen kann – im vorliegenden Fall ist es die verpflichtende Anwendung des Standardsatzes bei Nichtgenehmigung eines IRB-Modells, bleibt grundsätzlich fraglich, dass die in den nationalen Steuerungsräumen zuständigen Aufsichtsbehörden die überindividuell homogen verteilten Ressourcen besitzen, um alle Daten systemverantwortlich auszuwerten. Und es ist ebenso fraglich, dass die nationalen Aufsichtsbehörden die nötigen überindividuell homogenen Interessen besitzen, um die komplexen Modellrechnungen insbesondere der Dealer-Elitebanken gesamtsystemverantwortlich zu kontrollieren (Brunsdon 2013).

Fraglich ist darüber hinaus auch – analog zu den bereits vorgetragenen Schwierigkeiten mit Basel-II –, dass die Banken überhaupt die realen Risiken ihres Geschäfts an die Aufsichtsbehörden übermitteln. Diesbezüglich gilt es zuerst einmal festzustellen, dass den Banken de facto nicht die Freiheit genommen wurde, auf eine gewisse Art und Weise zu wirtschaften. Ihnen wurde vielmehr die aufsichtsrechtliche Pflicht erteilt, die nationalen Aufsichtsbehörden über die Art und Weise der in Verbindung mit dem Wirtschaften verwendeten Risikomodelle anhand standardisierter Datenerhebungsverfahren zu informieren. Die diesbezüglich relevanten Informationen, die aufsichtsrechtlich geprüft und verglichen werden sollen, dürfen sie selber in Verbindung mit einer unabhängigen Abteilung für das bankinterne Risikomanagement erheben. Die Banken stützen sich also auf weitgehende Letztentscheidungskompetenzen bei der Anwendung des mehrstufigen Genehmigungsverfahrens. Dies hat den Effekt, dass die bankinterne Datenerhebung zum eigentlichen bankregulatorischen Compliance-Spiel wird. Inwiefern die erhobenen Daten die realen Risikolagen der einzelnen Trading Desk und Banken repräsentieren, ist darüber hinaus schwer abzuschätzen. Einige Hinweise in der Literatur lassen allerdings darauf schließen, dass insbesondere die Dealer-Elitebanken und ihre Abteilungen für das Risikomanagement mitunter selbst nicht in der Lage sind, die Gefahren, denen sie sich in manchen Unternehmensteilen im Wettbewerb aussetzen, in ihren Modellen zu berechnen.

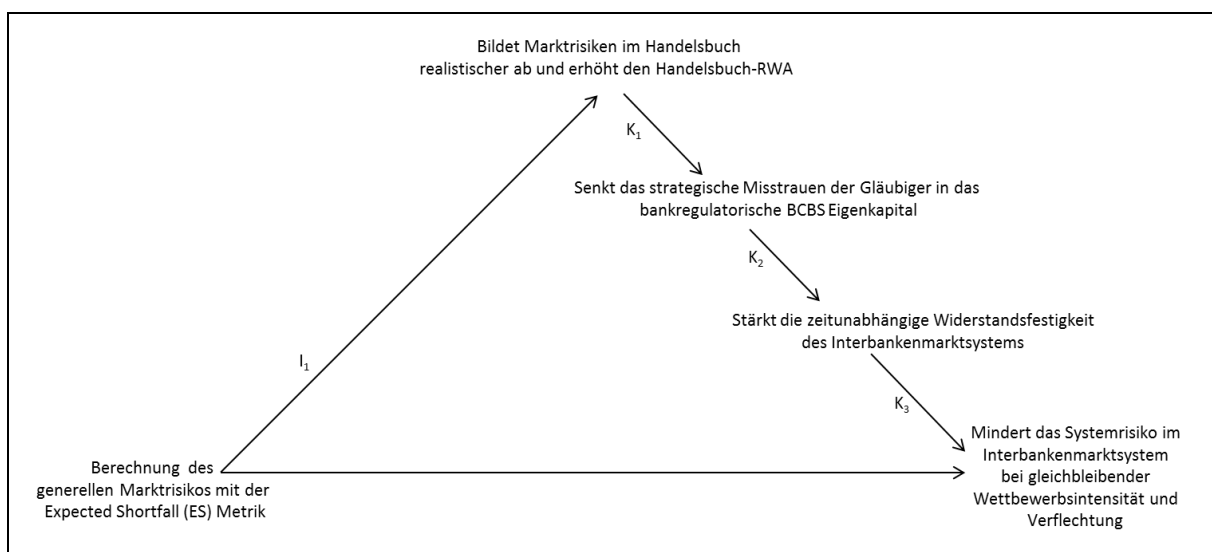
Rachel Wolcott (2011) weist in einem journalistischen Beitrag sehr schön auf die mehrfachen Schwierigkeiten hin, die unabhängige bankinterne Risikomanager und somit auch Aufsichtsbehörden haben, die komplexen Risiken zu verstehen, die nicht zuletzt in Geschäftsbereichen wie dem Delta One Trading in den Dealer-Elitebanken eingegangen werden. Von zentraler Bedeutung für die sich in der Praxis darstellenden Schwierigkeiten ist in erster Linie die Komplexität der im Einzelnen gehandelten Finanzproduktkonstruktionen. Damit einher geht die Schwierigkeit, dass die unabhängigen Stellen im Risikomanagement in Bezug auf die Daten, die sie zur Ausführung ihrer Aufgabe brauchen, von den Händlern abhängig sind. Der Fall liegt faktisch derart, dass nur die Händler selbst die Risiken nachvollziehen können. Die Modellierung der Risiken obliegt in erster Linie den Händlern selbst. Sie benutzen dazu – und dies erschwert das weitere unabhängige Risikomanagement – weiterhin rege sogenannte Spreadsheets. Der Spreadsheet ist nicht mehr als ein Arbeitspapier, eine Excel-Tabelle, auf der die Händler die Kombination ihrer kurzfristig ersonnenen komplexen Handelskonstruktionen bestehend aus einer Viel-

zahl unterschiedlicher Transaktionen zeichnen, und mögliche Gewinne und insbesondere Verluste modellieren. Spreadsheets sind das Gegenteil von elektronischer Dokumentation und somit kein Maß überindividueller Vergleichbarkeit und Glaubwürdigkeit. „You can do anything on a spreadsheet. You can change the way calculations are done in cells and it’s just not auditable“, zitiert Rachel Wolcott (2011) Daren Fox, Vorsitzender und Gründer der Beratungsgesellschaft *Project Brokers*. Lance Smith meint an selber Stelle (Wolcott 2011), dass „[i]f you are trading off a home-grown system it’s hard to enforce rules. Spreadsheets are such a free-for-all. They open up all kinds of possibilities for fraudulent behaviour. Firms need to have systems in place so they can lock down certain functions appropriately“.

6.1.3.2.2 Expected Shortfall (ES)

Das BCBS (2013c, 18-19) schlägt in seiner Handelsbuchrevision vor, die Minimalstandards der internen Modellgestaltung zu verändern. Die VaR-Metrik, die bei der Berechnung des generellen und des speziellen Marktrisikos traditionell und in unterschiedlicher Ausgestaltung Verwendung findet, soll durch eine sogenannte *Expected Shortfall-Metrik* (ES-Metrik) ersetzt werden (Abbildung 38 – Teilkonzeption 29). Die ES-Metrik ist nicht unbekannt. Sie wurde bereits Ende der 1990er Jahre entwickelt und wird seither als umfassenderes Risikomaß geschätzt, musste sich aber in der industriellen und bankregulatorischen Anwendung bis heute der praktischen Einfachheit des VaR unterordnen. Der Unterschied liegt darin, dass mit der ES-Metrik die über das festgelegte Konfidenzniveau hinausgehenden Verluste und mit der VaR-Metrik die Verluste für ein Konfidenzniveau geschätzt werden. „VAR [...] is the biggest loss that can be suffered at a given confidence level. Expected shortfall is, roughly speaking, the average of the distribution’s potential loss above the VAR level“, schreibt Laurie Carver (2014, 32). Das BCBS hat für die Anwendung im Handelsbuch eine Berechnungsrahmenformel vorgeschlagen, die für alle IRB-Modelle gilt und somit Grundlage des mehrstufigen Genehmigungsverfahrens ist.

Abbildung 38: Teilkonzeption 29 – Maßnahme zur Marktrisikoberechnung mit der Expected Shortfall Metrik



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Berechnung der Expected Shortfall (ES) Metrik bei der Schätzung des generellen Marktrisikos führt zu einer realistischeren Abbildung der Marktrisiken und erhöht den Handelsbuch-RWA.

Kausalhypothese K₁: Eine realistischere Abbildung des generellen Marktrisikos inklusive der damit einhergehenden Erhöhung des Handelsbuch-RWA senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische BCBS Mindesteigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der zeitunabhängigen Widerstandsfestigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Wirkungsketten der Teilkonzeptionen 31 und der Teilkonzeption 32 sind auf den ersten Blick im Sinne des Ziels der Minderung des Systemrisikos bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung plausibel. Die Erhöhung des Handelsbuch-RWA und die Reduzierung der Mängel sowie die Beschränkung der Möglichkeiten über die Mängel der Modellierungs-Metrik das Ergebnis zu manipulieren, mindert das strategische Misstrauen der Gläubiger (K 1) und stärkt darüber die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems (K 2). Diese Plausibilität findet bei genauerer Betrachtung allerdings Grenzen.

Die analytische tiefere Bewertung der Plausibilität der Interventionshypothese im Sinne ihres Potenzials für die Glaubwürdigkeitsstärkung der Eigenkapitalquoten insbesondere der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden muss mit einer Einschätzung der Qualität der ES-Metrik beginnen. Grundsätzlich sei mit den Worten Imre Kondors (2014, 1) angemerkt: „[A]ny risk measure will always be an easy target for criticism. One has to weigh several contradictory requirements and find a meaningful and practical compromise.“ Imre Kondor (ebd.) glaubt allerdings, dass das BCBS mit dem Vorschlag die Anwendung der ES-Metrik regulatorisch vorzuschreiben, grundsätzlich eine gute Wahl getroffen hat. Der einschlägigen Fachliteratur ist die Diskussion einiger Vorteile zu entnehmen, die die ES-Metrik gegenüber der VaR-Metrik mitbringt. Aus mathematisch-technischer Sicht ist wohl zuallererst die Kohärenz der Metrik zu nennen. Die ES-Metrik ist anders als die VaR-Metrik kohärent, weil sie die Bedingung der Subadditivität erfüllt.³⁷² Das heißt, die ES-Metrik lässt eine subadditive Modellierung der Marktrisiken mehrerer Portfolios zu, ohne die Existenz von Konzentrationsrisiken zu unterschlagen (Chen 2014, 196; Kondor 2014, 2). Darüber hinaus sind u.a. mit Imre Kondor (2014, 1) drei weitere Vorzüge der ES-Metrik zu nennen: erstens der Hinweis, dass die ES-Metrik nicht schwieriger anzuwenden ist als die VaR-Metrik, zweitens der Hinweis, dass die Tail-Risiken, die Risiken, die über das Konfidenzniveau

³⁷² Vgl. FN 332.

hinausgehen, in der ES-Metrik allgemein verbesserte Beachtung finden und drittens der Hinweis, dass die ES-Metrik allgemein weniger leicht zu manipulieren ist.

Unabhängig von der mathematisch-technischen Besserstellung der ES-Metrik muss jedoch auch die Erwartung an die praktische Anwendung diskutiert werden. Laurie Carver (2012a) zitiert in einem im Risk magazine erschienen Artikel Bruno de Cleen von der niederländischen Rabobank mit den Worten: „Expected shortfall is mathematically superior to VAR – it’s a coherent risk measure, and gives you at least a theoretical benefit. But I don’t know how much better it will prove in practice“. Fragen wir uns also, um die Plausibilität der Interventionshypothese weiter zu analysieren, welche praktischen Folgen mit der ES-Metrik einhergehen könnten.

Nehmen wir zum Beispiel die prognostizierte geringere Manipulierbarkeit der ES-Metrik. Sollte diese wirklich eine Folge der Umstellung sein, dann wäre eine nachhaltige Vertrauensstärkung in das bankregulatorische Eigenkapital möglich. Ein Erklärungsansatz für eine beschränkte Manipulierbarkeit folgt dem Argument, dass mit der Umstellung auf die ES-Metrik gängige Manipulationstechniken obsolet werden. Dies ist plausibel. Eine dem gesunden Menschenverstand folgende Bewertung dieser Annahme rät allerdings auch weiterhin zur Vorsicht. Die empfohlene Vorsicht rührt daher, dass es sich auch bei der ES-Metrik ebenso um ein Werkzeug handelt, das von den Banken angewendet werden muss. Es ist ein Werkzeug, dessen Anwendung im Detail mit weitreichenden Letztentscheidungskompetenzen für die Banken einhergeht. Letztentscheidungskompetenzen, die nicht zuletzt bei der Bestimmung der Risikofaktoren (Bestimmung der Tiefstelle R und F) zum Tragen kommen. Ihre Exploration erfordert allerdings Erfahrung im Umgang mit der ES-Metrik. Insbesondere die ressourcenstarken Dealer-Elitebanken wenden die ES-Metrik bereits seit längerer Zeit an und haben dabei bereits weit reichende Erfahrungen gemacht (Carver 2014). Und weil niemand genau einzuschätzen vermag, welche Möglichkeiten die professionelle Anwendung der ES-Metrik birgt und noch hervorbringen wird, muss der Verweis auf eine *mögliche* Minderung der Manipulierbarkeit der ES-Metrik zur RWA-Berechnung im IRB-Ansatz des Handelsbuchs genügen. Diesbezüglich muss die Plausibilität der Interventionshypothese also eingeschränkt werden.

Gleiches gilt für die allgemeine Qualität der mit der ES-Metrik durchgeführten Schätzungen. Imre Kondor (2014) betont, dass mit der Umstellung auf die ES-Metrik sich Fehlschätzungen weiterhin nicht ausschließen lassen. Die Wahrscheinlichkeit von Fehleinschätzungen steigt ihm zufolge mit der Größe der Portfolios und in Abhängigkeit der für die Risikomodellierung zur Verfügung stehenden Daten. Entsprechend wird mehrfach darauf verwiesen, dass der Wechsel der Modellierungsmetrik das grundsätzliche Datenproblem nicht löst. Die Anforderungen an die Daten zur Berechnung des ES sind weitaus größer als die Anforderungen an die Daten für die Berechnung des VaR, denn mit dem ES muss der potentielle Verlust berechnet werden, der über das aufsichtsrechtlich veranschlagte Konfidenzniveau hinausgeht. Es soll also der Wert bestimmt werden, der für die VaR-Metrik einen blinden Fleck darstellt. Die Anforderung an die Datenqualität muss zwangsläufig gewaltig sein, je kleiner dieser blinde Fleck

ist (Carver 2014). In dieser Hinsicht sei das Ergebnis einer VaR-Rechnung eine plausible Schätzung, während das Ergebnis einer ES-Schätzung nicht mehr als eine nahezu willkürliche *Meinung* sei, die die vorgehaltenen Eigenkapitalquoten nicht vergleichbarer, sondern im Kern schwammiger werden ließen (Carver 2012a).

Um sich diesem Problem zu entledigen bzw. es zu entschärfen, haben Industrievertreter die Reduzierung des Konfidenzniveaus auf 94 Prozent gefordert. Eine solche Reduzierung des Konfidenzniveaus wäre insofern begrüßenswert, weil die Anwendung der ES-Metrik nicht mehr solche Daten erforderlich machte, die genau das eine Prozent über dem Konfidenzniveau von 99 Prozent repräsentieren. Die Anwendung der ES-Metrik würde die Berechnung des potentiellen Verlustes ermöglichen, der schlicht über dem 94prozentigen Konfidenzniveau liegt. Dies entspräche einer quasi-Verlängerung der sogenannten Tail der Gauss'schen Normalverteilungskurve von einem auf sechs Prozentpunkte. In der Konsequenz würde man zwar das Datenproblem lösen, den Anwendern der ES-Metrik aber auch die Freiheit übertragen, einen Risikowert zu berechnen, der ein gutes Stück unterhalb der gültigen und als betriebsblind gebrandmarkten VaR-Metrik liegt. Das BCBS hat sich nicht den Forderungen der Industrie gebeugt, ist mit der Festsetzung des Konfidenzniveaus bei 97,5 Prozent allerdings einen Kompromiss eingegangen, mit dem sich laut Jon Danniellsson (2013) die diesbezüglich zu erwartenden Ergebnisse bei der Verwendung bereinigter Daten nicht von einer 99 Prozent VaR Metrik unterscheiden.

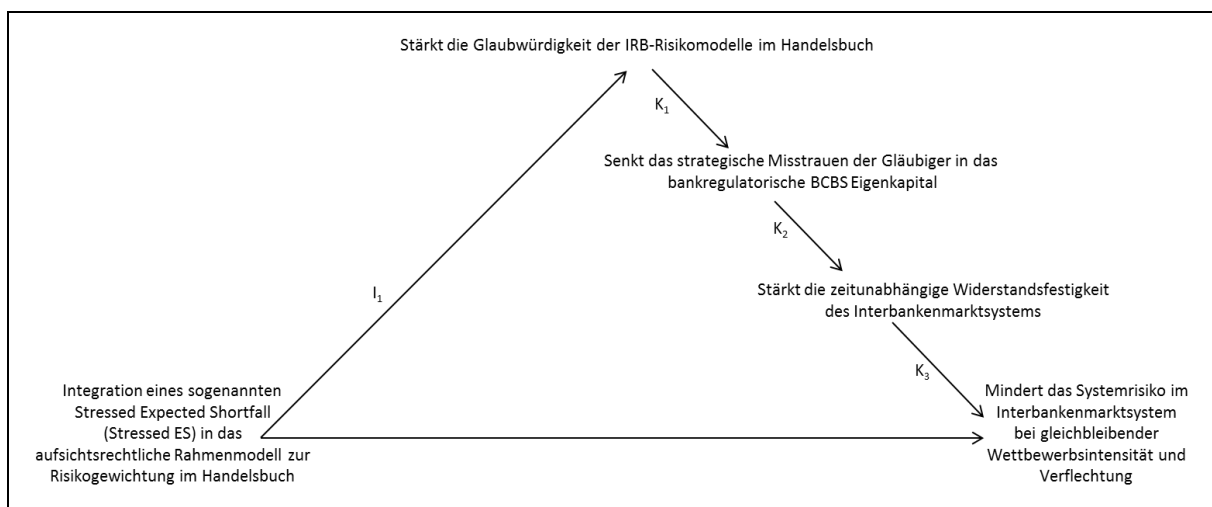
6.1.3.2.3 Stressed ES, Incremental Default Risk Charge (IDRC)

Im Rahmen der Handelsbuch-Revision soll allerdings auch die Rahmenformel für die bankinterne Konstruktion der Risikomodelle zur Berechnung des Handelsbuch-RWA überarbeitet werden. Die bankregulatorischen Vorgaben für die Modellkonstruktion erschöpfte sich weitgehend in einer Bestimmung des *allgemeinen Marktrisikos*, für dessen Berechnung der VaR $\frac{10}{99}$ maßgeblich war (vgl. Abschnitt 5.1.7). Die Baseler Handelsbuchrevision sieht vor, die Banken in ihren Modellen zur Berechnung des Handelsbuch-RWA einen deutlich integrativeren Modellrahmen anwenden zu lassen. Die Integration bezieht sich diesbezüglich insbesondere auf die aufsichtsrechtliche Kenntnisnahme vielfacher modellierbarer und nicht-modellierbarer Risikofaktoren, wie zum Beispiel das Kreditrisiko oder auch das Liquiditätsrisiko eines Kreditderivats. Diese Risikofaktoren gilt es auf vielfachen Organisationsebenen (*portfolio-wide* und *desk-level*) im Innern einer Bank Rechnung zu tragen und nicht nur pauschal für alle Organisationsebenen zu berechnen. Für alle Risikofaktoren und Organisationsebenen muss der Handelsbuch-RWA einzeln berechnet werden (Abbildung 39 – Teilkonzeption 30, Abbildung 40 – Teilkonzeption 31). Der sogenannte aggregierte Handelsbuch-RWA (ACC) für das Marktrisiko soll zukünftig als Summe von drei Einzelkomponenten gebildet werden (BCBS 2013c, D.9.194.):

$$ACC = C_A + IDRC + C_U$$

Nachfolgend stehen insbesondere die ersten beiden Komponenten des aufsichtsrechtlichen Rahmenmodells im Zentrum der weiteren Auseinandersetzung (C_A und $IDRC$).³⁷³ C_A ist die Komponente zur Berechnung des Handelsbuch-RWA für genehmigte portfolioweite bzw. Trading Desk spezifische Risikomodelle und $IDRC$ ist die Komponente zur Berechnung des Handelsbuch-RWA-Aufschlags für das Kreditrisiko, die sogenannte *Incremental Default Risk Charge* ($IDRC$). Während wir letztere hier relativ umfassend diskutieren, was insbesondere die Einfachheit der Komponente und ihre Anwendung möglich macht, soll erstere wiederum nur in Bezug auf eine Einzelkomponente der komplexen Rahmenformel diskutiert werden, die sich in Gänze auf die oben diskutierte ES-Metrik stützt. Die hier zu diskutierende Einzelkomponente ist der in die Rahmenformel integrierte sogenannte *stressed Expected Shortfall* (ES). Mit dem stressed ES wollen die Regulierer die Verwendung der Datensätze zur Berechnung der RWA auf der Portfolio- und Trading Desk-Ebene beeinflussen. Die Datensätze, die in der Vergangenheit insbesondere in Bezug auf die volatilen und somit für die korrekte Risikogewichtung notwendigen Zeiträume nicht verpflichtend vorgegeben waren und die für die risikogerechte Kalibrierung der Modelle genauso ausschlaggebend sind, wie die Bestimmung der Korrelationskoeffizienten. Insbesondere diese Freiheit – so muss man ergänzen – bleibt den Banken bei der Berechnung des Handelsbuch-RWA erhalten.

Abbildung 39: Teilkonzeption 30 – Maßnahme zur Einführung des Stressed Expected Shortfall



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Integration eines sogenannten Stressed Expected Shortfall (Stressed ES) in das aufsichtsrechtliche Rahmendmodell zur IRB-Risikogewichtung, stärkt die intersubjektive Glaubwürdigkeit der IRB-Risikomodelle im Handelsbuch.

³⁷³ C_U ist die Komponente zur Berechnung der Marktpreisrisiken, die für nicht genehmigte (*unapproved*) Trading Desk anzuwenden sind.

Kausalhypothese K₁: Die Stärkung der intersubjektiven Glaubwürdigkeit der IRB-Risikomodelle im Handelsbuch senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der zeitunabhängigen Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Die Kausalhypothesen der Teilkonzeption 30 sind grundsätzlich als plausibel zu bezeichnen. Die Stärkung der intersubjektiven Glaubwürdigkeit der IRB-Modelle mindert das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern (K1), erhöht die Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems (K2) und senkt das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung (K3). Ob die Intervention (I 1), d. h. die Anpassung der Regelungsstruktur durch die Integration einer Stressed ES Berechnung, als Teilkomponente der RWA-Bestimmung im Handelsbuch allerdings geeignet ist, das regulatorisch anvisierte Ergebnis herbeizuführen, d. h. die Minderung des Systemrisikos herbeizuführen, muss genauer untersucht werden. Schauen wir uns dazu zuerst einmal genau an, was das BCBS unter der Berechnung eines Stressed ES versteht und wie es diese Komponente im Kontext der Vorgaben für die Verwendung von IRB-Modellen institutionalisieren will. Zu diesem Zweck ist es sinnvoll, das von der ES-Metrik geprägte aufsichtsrechtliche Rahmenmodell in Gänze zu präsentieren. Demnach berechnet sich der portfolioweite bzw. der handelstischspezifische Wert C , der einen zentralen Teil der Nennerberechnung einnimmt, aus zwei Termen, die miteinander multipliziert werden:

$$C = ES_{R,S} \times \frac{ES_{F,C}}{ES_{R,C}}$$

Zur Erklärung der Rahmenformel sei angemerkt, dass die Tiefstellen die zu integrierenden Risikofaktoren (R und F) und den Datensatz (S und C) spezifizieren. Die Tiefstelle R verweist auf eine reduzierte Auswahl von Risikofaktoren (*reduced set of risk factors*), während die Tiefstelle F auf die vollständige Auswahl von Risikofaktoren (*full set of risk factors*) verweist.³⁷⁴ Die Tiefstelle C macht die Kalibrierung der ES-Metrik anhand eines Datensatzes notwendig, der die jüngste Zeit (*current* oder *most recent period*) repräsentiert, während das S auf einen Datensatz verweist, der die zwölf schlechtesten Monate (*period of stress*) der Risikofaktoren repräsentiert (BCBS 2013c, D.3.181.(d)). Wir werden uns nachfolgend insbesondere dem ersten Term ($ES_{R,S}$) widmen, der für einen reduzierten Satz an Risikofaktoren die Kalibrierung mit einem Datensatz fordert,

³⁷⁴ Das BCBS unterscheidet folgende Risikofaktoren: *Interest Rate Risk, Equity Risk, FX Risk, Commodity Risk, Credit Risk* und Risiken aus dem Handel mit Optionen.

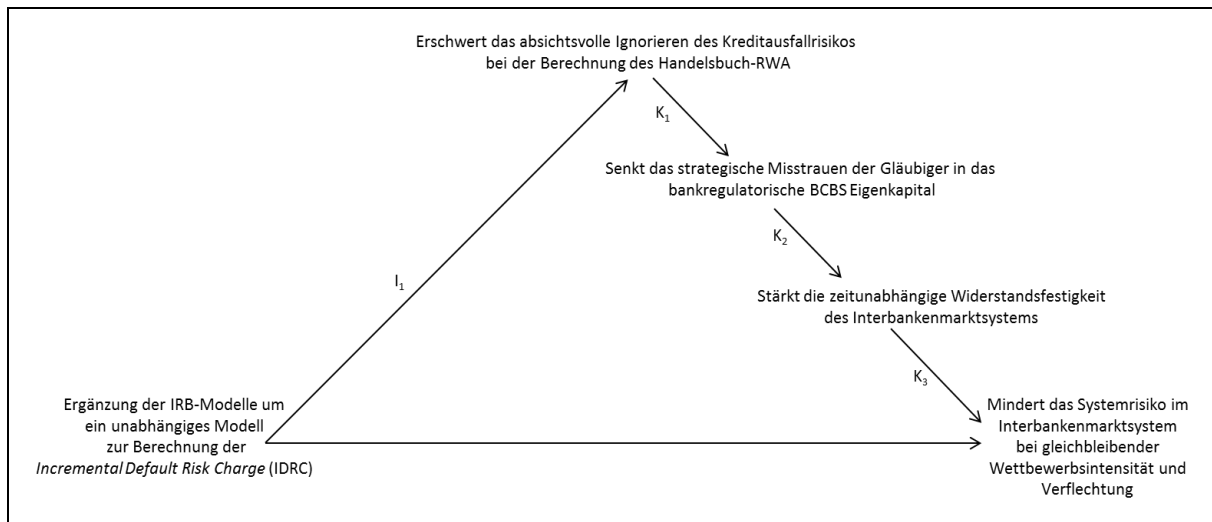
Grundsätzlich muss die Interventionshypothese 1 der Teilkonzeption 30 als plausibel bezeichnet werden. Der Stressed ES integriert einen zeitlichen Rahmen in die Modelle zur RWA-Berechnung im Handelsbuch, von dem sich die Banken in den meisten Fällen im Rahmen ihrer Letztentscheidungskompetenzen und damit aus Gründen der Wettbewerbsfähigkeit bereits verabschieden konnten.³⁷⁵ „Forgetting Lehman“, ein Artikel von Tom Osborn (2013), greift diesen Sachverhalt auf und verweist darauf, dass es die Aufgabe der Regulierer sein muss, die Erinnerung an den Lehman-Kollaps in den Modellen der Risikogewichtung aufrecht zu erhalten (vgl. auch Pengelly 2013). Grundsätzlich ist dies auch in Bezug auf die Ausgestaltung der Maßnahme gelungen, insofern den Banken viele Freiheiten genommen wurden, die der Berechnung zu Grunde liegenden Datensätze im Eigeninteresse zu gestalten. Beispielsweise müssen die verwendeten Daten die zwölf stressreichsten Monate in der Geschichte der sich im Portfolio befindenden Vermögensposten im Zeitraum ab 2005 repräsentieren. Womit eine fixe Mindestzeitgrenze institutionalisiert ist. Darüber hinaus müssen die Datensätze monatlich und/oder mit Veränderung der herrschenden Risikofaktoren angepasst werden (BCBS 2013c, D.3.181.(f)).

Wenngleich die Anforderungen an die Banken zum Umgang mit den Datensätzen nicht zuletzt, weil sie für jedes Modell, auf jeder Organisationsebene und für jeden Risikofaktor aufgearbeitet werden müssen, höchst aufwendig sind, verfügen die Banken doch weiterhin über weit reichende Freiheiten, die eine Wirkung beschränken, die die überindividuelle Vergleichbarkeit der Handelsbuch-RWA unterminiert (Rowe 2014b).³⁷⁶ Dazu gehört nicht zuletzt die Freiheit der Banken, sich auf ein reduziertes Set an Risikofaktoren zu stützen. Die Banken bestimmen praktisch selbst, natürlich aufsichtsrechtlich kontrolliert und damit der nationalen bzw. steuerungsraumspezifischen Ressourcen- und Meinungsunterschiede überlassen, welche Risikofaktoren für ihr Handelsbuch und für die Stressed ES Berechnung relevant sind. Darauf verweisen selbst Branchenvertreter wie die *European Banking Federation* (EBF 2014, 8). Vor allem aber auch die konkrete Genehmigung, die empirischen Korrelationskoeffizienten zwischen den Risikofaktoren selbst zu bestimmen, muss in diesem Zusammenhang genannt werden (BCBS 2013c, D.5.181.(h)). Darüber hinaus gilt auch für diese aufsichtsrechtliche Konkretisierung, dass insbesondere die Dealer-Elitebanken in der Lage sind, die mit dem Berechnungsaufwand entstehenden Kosten einerseits an ihre Kunden weiterzuleiten und darüber hinaus die relevanten Risikofaktoren durch die Verwendung von Handelstechniken zu entschärfen bzw. ihre Entschärfung den Aufsichtsbehörden zu suggerieren (Pengelly 2013), die eine lückenlose und vollumfassende Kontrolle voraussichtlich nicht zu leisten imstande sein werden. Letzteres wird vor allem vor dem Hintergrund deutlich, dass man auf der Leitungsebene der BaFin zugibt, noch Probleme hat, die Modelle für sich genommen zu erfassen (Röseler 2013).

³⁷⁵ So zum Beispiel bei der Berechnung des Bankbuch-RWA.

³⁷⁶ Wenngleich das BCBS (2013d) das Problem erkannt hat und durch den Beschluss eines Prinzipienkatalogs zur Datenaufbereitung begegnen will, bleiben die Verhaltensfreiheiten in diesem Teil der RWA-Berechnung insgesamt doch weitgehend erhalten.

Abbildung 40: Teilkonzeption 31 – Maßnahme zur Einführung einer Incremental Default Risk Charge



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Ergänzung der IRB-Rahmendmodells um eine sogenannte Incremental Default Risk Charge (IDRC) erschwert das absichtsvolle Ignorieren des Kreditausfallrisikos bei der Berechnung des Handelsbuch-RWA.

Kausalhypothese K₁: Die Erschwerung des Ignorierens des Kreditausfallrisikos bei der Berechnung des Handelsbuch-RWA senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die Stärkung der zeitunabhängigen Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Auch die Kausalhypothese der Teilkonzeption 31 ist grundsätzlich als plausibel zu bezeichnen. Das Erschweren des absichtsvollen Ignorierens des Kreditausfallrisikos bei der Berechnung des Handelsbuch-RWA mindert das strategische Misstrauen zwischen den Gläubigern (K₁), erhöht die Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems (K₂) und senkt das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung (K₃). Aber auch hier müssen wiederum Einschränkungen der Plausibilität angenommen werden, die insbesondere die Umsetzung der Maßnahme, d. h. die Interventionshypothese betreffen.

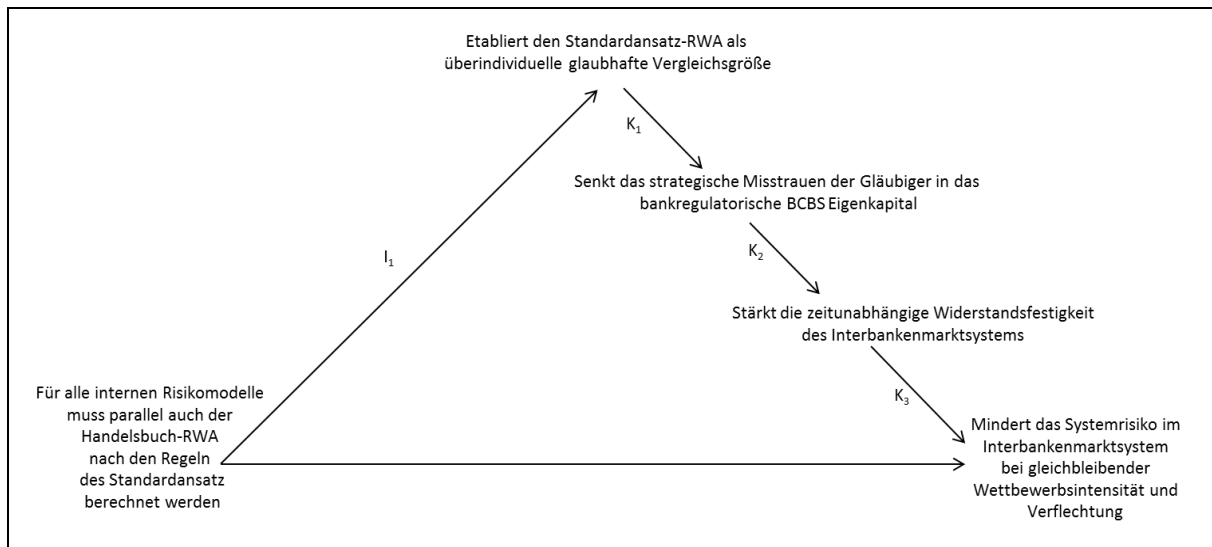
Die Interventionshypothese, die ergänzende Berechnung eines IDRC auf der Basis eines aufsichtsrechtlich zu prüfenden und unabhängigen Modells, erhöht zuerst einmal den Handelsbuch-RWA bzw. erschwert das strategische Kleinrechnen des Handelsbuch-RWA. Mit dem IDRC werden Risiken in die

Berechnung des Handelsbuch-RWA integriert, die bis hierhin keine Berücksichtigung gefunden haben: das Kreditrisiko und das Liquiditätsrisiko. Die Ausgestaltung der Modelle für die Berechnung des IDRC wird den Banken überlassen. Grundlage ist ein VaR, der von seiner Ausgestaltung dem zur Berechnung des Bankbuch-RWA ähnelt ($\text{VaR}_{99,9}^{250}$) und für dessen Anwendung darüber hinaus das BCBS enge Liquiditätshorizonte liefert, die es für einzelne Risikogruppen aufsichtsrechtlich vorbestimmt anzuwenden gilt. Über die Möglichkeiten der weiteren Entwicklung der Modellierungsfreiheiten herrscht allerdings weitgehende Unklarheit, die es hier nicht weiter abzubilden gilt (vgl. dazu Freiling et al. 2010). Dass die IDRC den Handelsbuch-RWA empfindlich erhöhen kann, dessen ist man sich allerdings weitgehend einig. Ob dies angesichts der wegen ihrer konkurrentiellen Entwicklung nur schwer zu vergleichenden Risikomodellierungsergebnisse allerdings die Vergleichbarkeit und damit die Glaubwürdigkeit und Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems fördert, das muss höchst fraglich bleiben. Im Zweifelsfall wird auch diese RWA-Aufstockung eine Unsicherheits- bzw. Misstrauensquelle zwischen den Gläubigern darstellen, weil sie den Interessenkonflikt zwischen Gewinnmaximierung und Stabilität nicht zu lösen vermag.

6.1.3.2.4 Standard-Ansatz als Modellreferenz

Der Standard-Ansatz ist nicht nur als aufsichtsrechtliches Sanktionsmittel im Rahmen der Genehmigung von internen Risikomodellen vorgesehen. Vielmehr plant das BCBS ihn auch als Modellreferenz berechnen zu lassen (Abbildung 41 – Teilkonzeption 32; Abbildung 42 – Teilkonzeption 33). Die Banken sollen auf der Basis seiner aufsichtsrechtlichen Vorgaben den RWA quasi als Referenz zum RWA ihrer internen Modelle berechnen. Der Standardansatz ist grundsätzlich ein Regelrahmen zur Berechnung des Handelsbuch-RWA, der den Banken deutlich weniger unkontrollierten Gestaltungsspielraum lässt, als diese bei der Verwendung interner Modelle besitzen. Folglich ist davon auszugehen, dass der Handelsbuch-RWA auf Basis des Standard-Ansatzes höher ausfällt, was eine höhere Mindesteigenkapitalquote verursacht. Der Standardansatz zur Berechnung des Handelsbuch-RWA ist im Zuge der umfassenden Handelsbuchrevision deutlich ergänzt worden. Die darüber hinausgehenden Maßnahmen der Modifikation des Standardansatzes, die hier nicht weiter besprochen werden, versuchen insgesamt einen zugleich vergleichbareren und risikosensitiveren Ansatz zu schaffen (BCBS 2013c, 31-41).

Abbildung 41: Teilkonzeption 32 – Maßnahme zur parallelen Berechnung des Standardansatzes



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Dass alle IRB-Banken trotz Genehmigung zur Anwendung des IRB-Ansatzes die Risikogewichtung für den Standardansatz parallel mitrechnen müssen, etabliert den Standardansatz als überindividuell glaubhafte Vergleichsgröße.

Kausalhypothese K₁: Die Etablierung des Standardansatzes als überindividuell glaubhafte Vergleichsgröße senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital insbesondere der Anwender des IRB-Ansatzes im Handelsbuch.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital insbesondere der Anwender des IRB-Ansatzes im Handelsbuch, stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Beginnen wir bei der Plausibilitätsprüfung der Steuerungskonzeption 32 ebenso bei den Kausalhypothesen. Wenn der Steuerungsimpuls die Vergleichbarkeit der Handelsbuch-RWA fördert, dann hätte dies eine Minderung des strategischen Misstrauens zwischen den Gläubigern im Interbankenmarktsystem (K 1), die Zunahme der zeitunabhängigen Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems (K 2) und die Verringerung des Systemrisikos im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung (K 3) zur Folge. Für die präsentierte Wirkungskette der Kausalhypothesen ist Plausibilität anzunehmen.

Der Steuerungsimpuls (I 1), bestehend aus der Forderung, dass die Banken, die ihren Handelsbuch-RWA auf der Basis interner Modelle berechnen, verpflichtet sind, den handelsbuch-RWA auch auf der

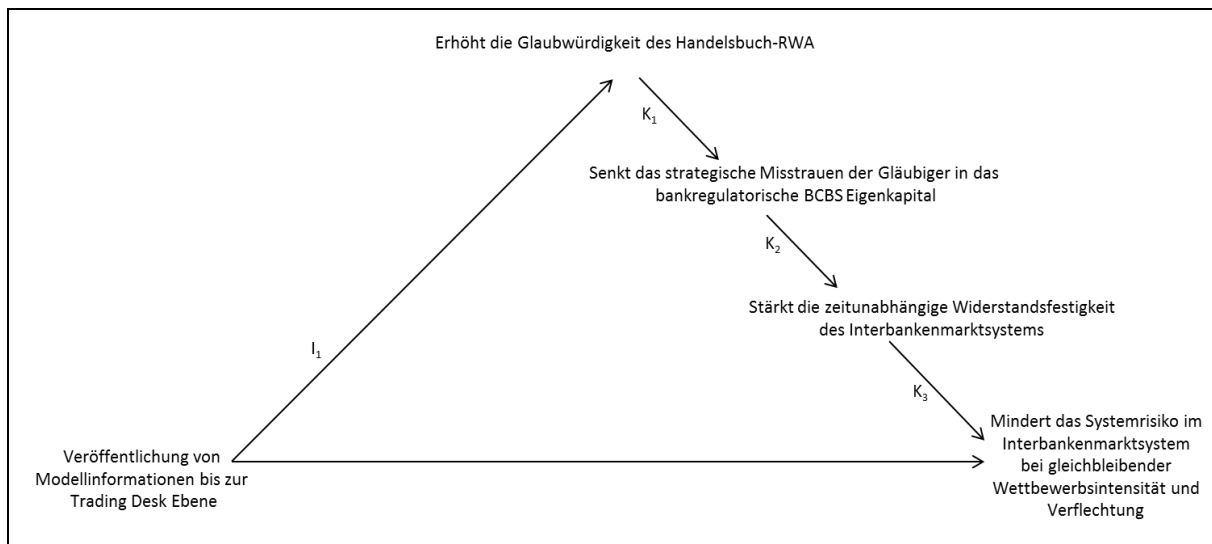
Basis der Regeln des Standardverfahrens mitzurechnen, ist vorbehaltlich der diesbezüglichen Offenlegungspflichten und ihrer Kontrolle grundsätzlich ebenso plausibel. Die Pflicht den RWA mit den Regeln zum Standardansatz zu berechnen, kann die überindividuelle Vergleichbarkeit der IRB RWA-Rechnungen fördern bzw. eine Grundlage dafür bieten, dass die Gläubiger, die dem Handelsbuch-RWA vertrauen müssen, bei auffälligen Unterschieden, die Modellrechnungen und die dazugehörigen Risikomodelle in Frage stellen (Watt 2013c, 18). Letzteres ist insbesondere wünschenswert, weil zu aufsichtsrechtlichen Zwecken verwendete Risikomodelle – vergleichbar mit Ratings – zunehmend ein Wirtschaftsgut darstellen. Ein Wirtschaftsgut, das kompetitiv vermarktet wird, dessen Qualität von seinen Käufern allerdings nur schwer entschlüsselt werden kann und nicht selten auch Schwächen aufweist (Becker 2014). Verwendet man die Standardansatz-RWA als Referenz, als „floor or surcharge“, dann würde dies auch die Verhandlungsposition der Banken zu den Produzenten der Risikomodelle deutlich verbessern. Die Einführung des Standardmodells als Informationsreferenz fordert den Modellvergleich heraus und fördert die Modellvergleichbarkeit besser als alle anderen untersuchten Maßnahmen. Sollte die Maßnahme in dieser Form eintreten, dann wäre der Steuerungsimpuls bzw. die Maßnahme voll und ganz geeignet, die Wirkungskette auszulösen. Der Steuerungsimpuls wäre eindeutig geeignet die Vergleichbarkeit der Modellrechnungen und damit die Vergleichbarkeit des Mindesteigenkapitals auch der Dealer-Elitebanken zu fördern.

Trotz der beschriebenen Vorteile wissen insbesondere die Dealer-Elitebanken die Einführung des Standardansatzes als Modellreferenz zu kritisieren. Sie befürchten erstens, dass die Einführung der Maßnahme auch soweit gehen könnte, dass der Standardansatz den IRB-Ansatz im Handelsbuch dominiert, d. h. zur zentralen Informationsquelle wird, wie ISDA/GFMA/IIF (2014), die Interessenvertretungen der großen international tätigen Banken in ihrer gemeinsamen Stellungnahme einvernehmlich annehmen. Aus regulierungspolitischer Sicht kann dieser Einwand nicht überzeugen. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass die Maßnahme den Anreiz zur Modellverbesserung ersticke (ISDA et al. 2014; The-Asian-Banker 2014). Die Gegenfrage auf diesen Einwand muss lauten: Welche Modellverbesserung? Eine Modellverbesserung zur Vergleichbarkeit realer Risiken oder eine Modellverbesserung zur kompetitiven RWA-Berechnung, die auf immer niedrigere RWA bei gleichzeitig zunehmenden Gesamtrisiken hinausläuft? Erstere kann eindeutig durch die verpflichtende Berechnung des Standardansatz-RWA als Referenzwert angereizt werden. Letztere spiegelt die marktförmigen Bedingungen, die in den letzten Jahren zur Verunsicherung aller Beteiligten beigetragen hat. Ein weiterer Kritikpunkt umfasst den Verweis darauf, dass der Standardansatz insbesondere in Bezug auf Derivate-Portfolios für die Dealer-Elitebanken unbefriedigende, d. h. weit von den internen Modellen abweichende, Ergebnisse hervorbringt (Watt 2013c, 18). Die Dealer-Elitebanken argumentieren, dass dem Standardansatz die nötige Risikosensitivität fehlt, um die komplexen Risiken des Derivatehandels adäquat zu modellieren. Im Ergebnis entstehe unbegründete Skepsis gegenüber den Derivate-Portfolios. Inwiefern der Argumentation zuzu-

stimmen ist, bleibt eine Frage des Standpunkts. Denn gerade die Risikogewichtung der Derivat-Portfolios ist hoch komplex und im Zweifel wegen der intrinsischen Verständnisprobleme nicht vertrauensfördernd.

Einschränkend muss im Anschluss an die geführte Diskussion der Plausibilität der Teilkonzeption 32 allerdings betont werden, dass die Plausibilität nur gegeben ist, wenn die Offenlegungsvorschriften dazu beitragen, dass alle Gläubiger gleichermaßen Zugang zu den relevanten Informationen haben. Die konkurrierenden RWA müssen allgemein zugänglich sein. Das BCBS hat zu diesem Zweck die Pflicht formuliert, dass für jeden Trading Desk u.a. die Veröffentlichung des Standardansatz-RWA und des IRB-RWA obligatorisch ist (BCBS 2013c, Annex 2, 117).

Abbildung 42: Teilkonzeption 33 – Maßnahme zur Veröffentlichung von Modellinformationen bis zur Trading Desk Ebene



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die Pflicht zur Veröffentlichung von Modellinformationen bis zur Trading Desk Ebene stärkt die Glaubwürdigkeit des Handelsbuch-RWA.

Kausalhypothese K₁: Die Stärkung der Glaubwürdigkeit senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Grundsätzlich sind auch hier die Kausalhypothesen plausibel. Und auch die Interventionshypothese ist in Verbindung mit dem Steuerungsziel von grundsätzlicher Bedeutung. Wie in allen vorhergehenden Plausibilitätsprüfungen finden wir allerdings auch hier das Problem, dass beispielsweise ein Trading

Desk kein bestimmter Rechtsbegriff ist. Dass also die Befolgung der Veröffentlichungspflichten auf der einen Seite die Gläubiger nicht ausschließen lassen kann, dass die Bank nicht noch ungedeckte Risiken an anderer Stelle verbirgt. Dieses grundsätzliche Problem, dass die Komplexität der regulierten Organisationen betrifft, ist mit den hier präsentierten Maßnahmen nicht hinreichend zu lösen. Denn außerbilanzielle Risiken sind seit langem ein Teil des modernen Bankgeschäfts und sie werden auch in Zukunft eine denkbare, gegenseitiges Vertrauen gefährdende und gegenseitiges Misstrauen schürende Verhaltensoption insbesondere der Dealer-Elitebanken, deren Organisations- und Instrumentenverfügungsmacht am größten ist, bleiben.

6.1.3.3 Bankbuch-RWA

Zu guter Letzt soll im Rahmen der hier diskutierten Maßnahmen noch die Optimierung der Grundlagen zur Berechnung des Bankbuch-RWA kurz angesprochen werden. Im Gegensatz zum Handelsbuch-RWA wurden die Regeln zur Berechnung des Bankbuch-RWA durch Basel-III im Kern nur unerheblich verändert. Trotz der durchaus plausiblen Integration weiterer Risikoklassen zur Berechnung des Bankbuch-RWA, so zum Beispiel der Integration des Zinsrisikos, das weiterhin diskutiert wird (Contiguglia 2015), basiert auch die Schätzung des Bankbuch-RWA weiterhin auf der Basis interner Modelle. Auch im Anschluss an die Basel-III Revision des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes finden wir bei der Schätzung des Bankbuch-RWA weiterhin die regulatorische Überflexibilität, d. h. die Letztentscheidungskompetenzen, die exemplarisch für die Beschränkung der Treffsicherheit und damit für die weitgehende Unwirksamkeit des Vertrauensschutzes im BCBS Regelanwendungs-Regime stehen.³⁷⁷

6.1.3.4 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes

In der Rückschau muss festgestellt werden, dass alle im Kontext der Risikogewichtung besprochenen Maßnahmen auf den ersten Blick plausible Verbesserungen der Gesamtsituation darzustellen scheinen.³⁷⁸ Alle Maßnahmen scheinen die Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung zu stärken. Es muss aber auch festgestellt werden, dass alle Maßnahmen auf den zweiten Blick das Problem der Vertrauensempfindlichkeit der Gläubiger im Kern nicht grundlegend zu lösen imstande sind, weil es ihnen an der Treffsicherheit mangelt. Denn die Stärkung der Widerstandsfestigkeit lässt im Ergebnis nicht darauf schließen, dass die Gläubiger einander auch im Zweifelsfall eines plötzlichen und anhaltenden Marktpreisverfalls so vertrauen werden, dass sie die Liquidität im Interbankenmarktsystem ähnlich den Zentralbanken gewährleisten. Es ist also ausgesprochen wahrscheinlich, dass die Liquidität im Interbankenmarktsystem auch ein weiteres Mal

³⁷⁷ Hervorzuheben ist, dass der Bankbuch-RWA noch als Zeitwert- und nicht als Marktwert-RWA berechnet werden soll. Die Vorschläge zur Integration des Zinsrisikos in den Regelrahmen zur Berechnung des Bankbuch-RWA könnten dies ändern und somit zusätzlich Dynamik induzieren (vgl. Contiguglia 2015).

³⁷⁸ Alle Plausibilität in Bezug auf die beschriebenen Maßnahmen sei grundsätzlich mit Vorsicht zu genießen, da es sich bei den ausgeführten Vorhaben nur um die eines Konsultationspapiers handelt, dass noch weitreichende Veränderung erfahren könnte.

versiegen wird. Und dies insbesondere weil die Regeln zu Risikogewichtung der bilanziellen Aktiva die Dealer-Elitebanken zwar betreffen, sie allerdings nicht treffsicher genug ihre Verhaltensfreiheiten begrenzen, um dem überindividuellen Vertrauensschutz zu fördern. Die aufsichtsrechtlich organisierte Risikogewichtung bleibt die bankregulatorische Achillesferse.

Dahingehend sind die zentralen Erkenntnisse der Revision der Regeln zur Risikogewichtung im Handelsbuch und im Bankbuch an dieser Stelle noch einmal zusammenzufassen. Drei zentrale Unzulänglichkeiten sind auszumachen: *Erstens*, die grundsätzliche Beibehaltung der IRB-Risikogewichtung mit vielen Freiheiten und die Option zwischen den Risikogewichtungsregeln des Bankbuchs und des Handelsbuchs zu wählen. *Zweitens*, die Erhöhung der Regelungs- und Kontrolldichte als eine Regulierungsstrategie, die insbesondere die Dealer-Elitebanken nicht tangieren muss. Und *drittens* der unintendierte Nebeneffekt, dass in Zukunft die Verwendung der Bankbuch-Risikogewichtung günstiger ist, was eine Anreizverschiebung mit neuem prozyklischem Potenzial darstellt.

Erstens: Grundsätzlich ist hervorzuheben, dass die für den überindividuellen Vertrauensschutz unmissverständlich abträgliche Option weiter Bestand hat, die Schätzung des bankweiten RWA auf der Basis von internen Risikomodellen vorzunehmen. Diese regulatorische Überflexibilisierung bringt es mit sich, dass die RWA für nahezu identische Vermögensportfolios sich maßgeblich unterscheiden können.³⁷⁹ Diese Freiheiten, die seit jeher insbesondere die Dealer-Elitebanken auskosten, machen die überindividuelle Vergleichbarkeit der aufsichtsrechtlich geforderten Eigenkapitalmengen nahezu unmöglich. Gleiches gilt für die Abgrenzung zwischen dem Bankbuch und dem Handelsbuch. Die Banken besitzen auch in Zukunft faktisch weiterhin die Freiheit, zwischen den zwei RWA-Berechnungsregimen auf der Basis von nutzenmaximierenden Erwägungen zu wählen. Für beide Unsicherheitsquellen hat das BCBS mit Basel-III dazu entschieden, nicht die Wahlfreiheit zu löschen, sondern die diesbezügliche Regelungs- und Kontrolldichte zu erhöhen. Die Verhaltensoptionen sind also keineswegs gelöscht worden. Sie wurde vielmehr erschwert bzw. verteuert. Im Sinne eines umfassenden Vertrauensschutzes scheint diese Fortführung der Tradition weiterhin fragwürdig zu sein. Die RWA-Berechnung auf der Basis interner Modelle und in zwei voneinander getrennten Regimen ist und bleibt ein Hort strategischer Handlungsoptionen, der in eine schwerverständliche Komplexität münden muss und dabei Vertrauensschutz nicht festigt, sondern fraglos unterminiert. Die Dealer-Elitebanken und die Banken, die diese Handlungsoptionen abhängig von ihren geschäftlichen Zwängen anstreben, verfügen weiterhin

³⁷⁹ Das BCBS hat dies jüngst in zwei Studien sowohl für das Bankbuch als auch für das Handelsbuch nachgewiesen, (BCBS 2013e; BCBS 2013g). Die RWA-Differenzen dieser Analysen fallen allerdings relativ unerheblich aus. Man muss jedoch betonen, dass sie in Zusammenarbeit mit den Banken erarbeitet wurden, was auch in anderen Fachblättern als Hinweis auf die Unterschiede zu unabhängigen Beobachtungen hervorgehoben wird. Vgl. dazu bspw. Michael Watt (2013c, 20): „Across a sample of 20 banks, highly rated corporate portfolios received risk weightings of between 6% and 27%. Perhaps more disquieting from a regulatory point of view is the extent to which risk weights vary over time at the same bank. For example, risk weights on corporate loans rated AAA to AA-increased by almost 70% at Commerzbank and UBS between 2010 and 2011, but decreased by more than 30% at Crédit Agricole“.

über alle Freiheiten, die RWA-Berechnung in ihre Handlungsrationitäten strategisch einzubeziehen und somit die überindividuelle Glaubwürdigkeit ihrer Eigenkapitalausstattungen durch ihr Verhalten in Frage zu stellen.

Zweitens: Anstatt Handlungsfreiheiten mit prozyklischem Potenzial kompromisslos zu beseitigen, wie es zu Beginn um die Revision des Handelsbuchs vorgeschlagen wurde, ist das BCBS dazu übergegangen, jeweils in Bezug auf die Abgrenzung als auch auf die Risikomodellierung die aufsichtsrechtliche Regelungs- und Kontrolldichte bei der Nutzung des Handelsbuchs zu erhöhen. Die Erhöhung der Regelungs- und Kontrolldichte im Handelsbuch hat auf Seiten der Banken zuerst einmal die Konsequenz, dass die Anwendung der Handelsbuchnutzung sich grundlegend verteuert, was insbesondere die kleinen Banken trifft, die sich über das letzte Jahrzehnt hinweg die Exploration dieser Wahlfreiheit angeeignet hatten. Wie nachhaltig dieser austrocknende Effekt ausfällt, ist schwierig einzuschätzen. Sollte der individuelle Nutzen allerdings irgendwann wieder die Kosten übersteigen, was angesichts der aufkommenden kompetitiven Vermarktung von aufsichtsrechtlich anerkannten Risikomodellen und anderen Dienstleistungen zur Vereinfachung der Nutzung des Handelsbuchs denkbar ist, dann könnte eine Gegenentwicklung um sich greifen, die das strategische Misstrauen erhöht.

Dies gilt für die kleinen Banken, die unter den neuen Anforderungen an die Nutzung des Handelsbuchs weitaus härter zu kämpfen haben. Für sie ist insbesondere die Einführung der Expected Shortfall (ES) Metrik – wie gezeigt – höchst voraussetzungsvoll. Für die großen Banken, maßgeblich die Dealer-Elitebanken, ändert sich trotz steigender Regelungs- und Kontrolldichte nur wenig. Ihre bedeutenden Positionen als zentrale Gegenparteien im Interbankenmarktsystem werden durch die gestiegenen Markteintrittskosten zur Nutzung des Handelsbuchs vielmehr noch gestärkt. Handelsgeschäfte werden sich prozyklisch weiter in ihre Mitte verlagern. Sie werden im Finanzderivatehandel mehr denn je als zentrale Gegenparteien treuhänderisch tätig werden und dabei Risiken auf das Einlagenkapital ihrer Kunden eingehen. Denkbar ist von hier aus auch eine Zunahme des digitalisierten Handels. Dies wiederum ginge mit einer grundsätzlichen Beschleunigung des Handels bei zunehmender Verflechtung einher.

Aus Sicht der Regulierer ist die Erhöhung der Regelungs- und Kontrollpflichten bei gleichzeitiger Erhöhung der Kontrollpflichten für den Vertrauensschutz – wie gezeigt wurde – eine Regulierungsstrategie von streitbarem Mehrwert. Diese Diagnose lässt sich an Erfahrungen plausibilisieren, die bei der Implementation der US-amerikanischen *Volcker Rule* gemacht wurden. Peter Coy (2013) meint, dass die *Volcker Rule* in der Hauptsache Anwälte glücklich mache und darüber hinaus für einen geschätzten bürokratischen Kontrollaufwand von 2,3 Millionen Stunden jährlich sorg, um fragwürdige Transaktionen zu erkennen

und zu reglementieren.³⁸⁰ Die Basel-III Handelsbuchregeln werden nicht weniger aufwendig zu implementieren sein, will man sämtliche Transaktionen und ihre Risikomodelle im Handelsbuch und im Bankbuch kontrollieren. Aber nicht nur die einfache Kontrolle im Verhältnis zu den Datenmassen scheint problematisch zu sein. Auch ein vertrauensschützender Vollzug ist kaum glaubhaft zu bewältigen. Es ist nicht anzunehmen, dass den nationalen und supranationalen Aufsichtsbehörden, die die Regeln des Handelsbuch-Regimes anwenden, die nötige Kompetenz oder gar das nötige Interesse zur Verfügung steht, um das Verhalten, insbesondere die Modellrechnungen der Dealer-Elitebanken intersubjektiv vergleichbar zu kontrollieren (Brunsden 2013). Ihre Kontrolle wird weiterhin nationale Interessen spiegeln und muss darüber hinaus zwangsläufig weiterhin mit der Vergabe von Letztentscheidungskompetenzen an die Normadressaten einhergehen, die diese Verantwortungsübertragung bei gegebener Wettbewerbsintensität und Verflechtung gewinnorientiert ausspielen werden. Die Komplexität, insbesondere die ihrer Organisationen aber auch die ihrer Transaktionen, die ihnen einen Informationsvorteil verschafft, kommt ihnen dabei – wie gezeigt – in vielfacher Weise entgegen.

Drittens: Die vorangegangenen Ausführungen haben gezeigt, dass die Berechnung des Handelsbuch-RWA sich durch Basel-III verteuert hat. In Zukunft wird der Handelsbuch-RWA nicht mehr genutzt werden, um aufsichtsrechtlich gefordertes Eigenkapital zu sparen. Dieser Anreiz die Handelsbuchregeln den Bankbuchregeln der Risikogewichtung vorzuziehen, ist behoben worden. Allerdings – und das scheint das zukünftige Problem werden zu können – ist wegen der Beibehaltung der Wahlfreiheit denkbar, dass der Anreiz zur strategischen Nutzung der Bankbuchregeln gestiegen ist. Die Bankbuchregeln zur Risikogewichtung auf der Basis interner Risikomodelle ist kaum verändert worden.

Ein solcher Vorteil könnte ganz einfach beispielsweise darin liegen, statt dem Handelsbuch das Bankbuch für Handelsaktivitäten zu nutzen (vgl. auch Pepe 2013). Das dieses Vorgehen bereits Praxis ist, kommt in einem in dem Fachblatt *Financial News* erschienenen Beitrag zum Ausdruck. Die Autorin befragt einen Händler, der in seiner nachfolgenden Antwort sehr schön nicht nur auf die Flexibilität des Geschäfts der Trading Desk hinweist, die entstehen und verschwinden und gar nicht Trading Desk heißen müssen, um die Tätigkeiten auszuüben, die Trading Desk der Meinung der Regulatoren gemäß durchführen. Der gesprächsbereite Händler lässt vielmehr auch durchblicken, dass das Bankbuch das *neue* Handelsbuch werden könnte, weil die Auflagen an die Eigenkapitalhinterlegung hier deutlich weniger hoch sind bzw. die sich anknüpfenden Möglichkeiten weit reichendere Verhaltensspielräume offenbaren – z.B. bei der Anwendung diverser Risikominderungsstrategien. Im Ergebnis finden sich somit

³⁸⁰ Originalzitat: „The only people who seem truly happy with the final product are lawyers: Jones Day alone had 200 attorneys around the world reviewing the rule the week it came out. Compliance is expected to take 2.3 million hours of paperwork annually, according to government estimates.”

Trading Desk, die Finanzinstrumente handeln, jedoch nicht als Händler von Finanzinstrumenten reguliert werden bzw. deren Positionen nicht nach dem Marktwert- sondern nach dem Zeitwertverfahren bilanziert werden (vgl. Khalique 2012).³⁸¹

6.1.4 MAßNAHME: GEGENPARTEIRISIKO-RWA

Ein weiterer Maßnahmenkomplex, dessen Wirkung auf die überindividuelle Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals es in dieser Analyse noch zu bewerten gilt, ist die Gewichtung des Gegenparteirisikos. Genau der Risikotyp, der durch die Bankbuch- und Handelsbuchregeln im BCBS Eigenkapitalschutz-Regime nicht adäquat integriert wird und der im Zuge der jüngsten Finanzkrise von weit reichender Bedeutung gewesen ist. Bevor die politische Steuerung des Gegenparteirisikos im Rahmen des neuen BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes explizit im Zentrum steht, muss zuerst noch einmal die Frage danach aufgeworfen werden, wie das Gegenparteirisiko im Interbankenmarktsystem entsteht und was es im Rahmen einer Vertrauenskrise bewirkt?³⁸²

Das Gegenparteirisiko entsteht mit jedem bilateralen *Over-The-Counter* (OTC) Geschäft der Finanzierungs- und Risikosteuerung im Interbankenmarktsystem. Das Gegenparteirisiko entsteht, wenn kurzfristige Finanzierungs- bzw. Geldmarkttransaktionen, d. h. beispielsweise Repo- (vgl. Abschnitt 3.2.2), Verbriefungs- (vgl. Abschnitt 3.2.3) oder Derivate-Geschäfte (vgl. Abschnitt 3.2.4), zwischen Geldmarktteilnehmern unter Verwendung von Risikominderungstechniken (Netting, Collateral, Verbriefung) abgeschlossen werden. Das Gegenparteirisiko entsteht vor allem zwischen Dealer-Elitebanken, wenn bestehende Kredit- oder Marktrisiken (inkl. Zinsrisiken, Kursrisiken, Währungsrisiken, etc.) im Interbankenmarktsystem gemanagt werden, was die Verwendung neuer Geldmarkttransaktionen und Risikominderungstechniken erfordert. Dies alles erzeugt mehrlagige wechselseitige Forderungsketten,

³⁸¹ Vollständiges Originalzitat (* bedeutet Namen geändert): "We had an accountant called Alex* who ran group central risk. The level of open risk run by the corporate treasury department, in terms of exposure against various currencies, would blow your socks off. They were running much bigger risks than the trading room was allowed to take – we're talking yards (billions). We were a big retail bank, so if a tranche of property was sold in Ireland, we would get paid in euros, which generated euro/sterling exposure. Alex's job was to convert those euros back into sterling by passing orders on to guys like us in the trading room. Last year we had an intern, Ben*, on the desk to trade FX. At the end of his six-month internship, we couldn't find a role for him in the trading room. But a role came up in group central risk that he was familiar with – he had seen the kinds of flows they were responsible for and he got the job. That's when things changed. Now Alex and Ben have started running positions. Previously, they would call or email us with an order, we would give them a rate and they would either accept or decline. Now they say: 'Can you do two or three pips better? Can you bid this? Can you offer this?' They started trading their way out of positions, which is not within their scope and they're not sanctioned to do. What made it particularly unpalatable was that their activities are not marked to market and they are not regulated the way traders are. If it goes well, they can pocket the difference to generate a profit, which they will be directly remunerated for. If they make a loss, they could put it down as a transaction loss. It's a complete conflict of interests. They're making an assumption on liquidity and positional play when they haven't a clue because they're not regulated traders. My boss, head of spot FX trading, would sit in a daily risk meeting with senior people. All the relevant heads of units were responsible for signing off their risk portion. He queried the group central treasury risk and asked why the trading desk was being asked to sign it off. He was met with a wall of silence. Finally, one of the managers agreed that risk should be taken off the daily report. Nobody at the table wanted to add their signature to that risk. They could see what the treasury positions were and where the market was at. The resultant risk was frightening."

³⁸² Vgl. zum Begriff des Gegenparteirisikos und seiner Auswirkungen Abschnitt 3.2.5.

die komplexe Bilanzeffekte auslösen können, wenn das überindividuelle Vertrauen in die Bonität einzelner Gegenparteien schwindet. Dann kann infolge von zunehmenden Kreditrisiken der Verlust der Liquidität vieler mittelmäßige Kreditrisiken darstellende Wertpapiersicherheiten eine Spirale auslösen, deren Symptom die Flucht in sichere Anlagen, der weitere Wertverlust der Primärwerte und im aktuellen Rechtsrahmen die bilanzielle Entwertung des regulatorischen BCBS Eigenkapitals ist.

6.1.4.1 Credit Value Adjustment (CVA)

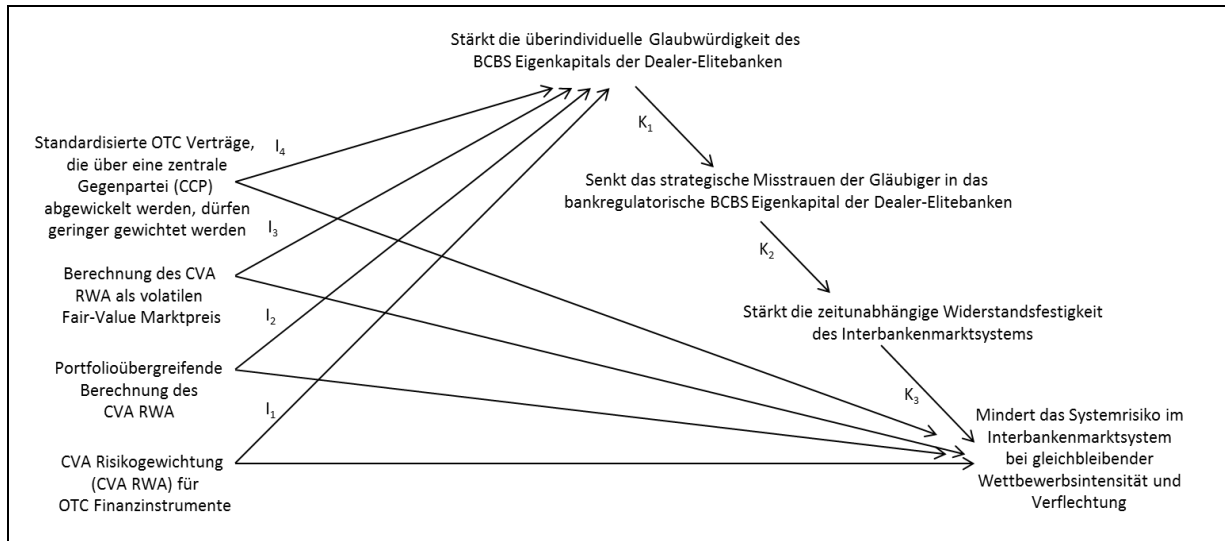
Das Gegenparteiisiko ist seit der jüngsten Finanzkrise das zentrale Risiko des Interbankenmarktsystems.³⁸³ Unter dem Titel *Credit Value Adjustment (CVA)*³⁸⁴ gewinnt die Gewichtung des Gegenparteiisikos seither an Bedeutung. Der CVA ist im Rahmen der internationalen Rechnungslegung – wie oben angedeutet – bereits seit dem 1. Januar 2005 Bestandteil der bilanziellen Fair-Value Bepreisung von Finanzderivaten.³⁸⁵ Als solcher hat er maßgeblich zu den hohen durch Gegenparteiisiken entstandenen Verlusten beigetragen. Seine im Rahmen von Basel-III erfolgte Beförderung zu einem Teil des BCBS Eigenkapitalschutz-Regime schließt an dieses Feld an. Während im bankinternen Umgang mit Gegenparteiisiken bis dahin vor allem gegenparteispezifische Kreditlimits als Strategie dienten, um das Gegenparteiisikos auf der Ebene der Trading Desk zu kontrollieren (vgl. Gregory 2012, 35-36), fordern die Basel-III Eigenkapitalregeln von den Banken die Schätzung des Gegenparteiisikogewichts bzw. des Gegenparteiisikopreises (nachfolgend: CVA RWA) als Teil ihres bankweiten Vermögens. Die Gewichtung des Gegenparteiisikos ist faktisch eine Bepreisung (Abbildung 43 - Teilkonzeptionen 34-37). Es wird die Schätzung genau des Werts des bankweiten Vermögens gefordert, der durch die dynamische Echtzeitanpassung des CDS-Spreads einer bzw. aller Gegenparteien im Interbankenmarktsystem zu einem Zeitpunkt x gefährdet sein könnte, um ihn für alle Gläubiger glaubhaft mit Eigenkapital zu hinterlegen (BCBS 2011a, 33-61).

³⁸³ Im Zuge der sich ausweitenden Finanzkrise stiegen mit dem Misstrauen im Interbankenmarktsystem die CDS-Spread der Gegenparteien. Die steigenden CDS-Spread lösten in der Folge eine bilanzwirksame Kettenreaktion aus, weil sie sowohl das Wegbrechen der verbrieften Cash-Flows verursachten als auch die Refinanzierungskosten der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden maßgeblich steigerten.

³⁸⁴ Die deutsche Übersetzung des *Credit Value Adjustment*, der auch *Counterparty Value Adjustment* genannt wird, lautet *Risiko der Anpassung der Kreditbewertung* oder *kreditbezogene Bewertungsanpassung*.

³⁸⁵ Gemäß John Hull und Alan White (2012, 58) gilt: „The adjusted value of the derivative is the no-default value minus the CVA.“

Abbildung 43: Teilkonzeptionen 34-37 – Maßnahme zur CVA Risikogewichtung bzw. Bepreisung



Quelle: Eigene Darstellung

Interventionshypothese I₁: Die zusätzliche, portfolioübergreifende bzw. bankweite CVA Risikogewichtung (CVA RWA) für OTC Finanzinstrumente stärkt die überindividuelle Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden.

Interventionshypothese I₂: Die portfolioübergreifende bzw. bankweite Berechnung des CVA RWA als Marktpreis stärkt die überindividuelle Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden.

Interventionshypothese I₃: Die Berechnung des CVA RWA als volatilen Fair-Value Marktpreis stärkt die überindividuelle Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden.

Interventionshypothese I₄: Die Option, Gegenparteerisiken aus standardisierten OTC Verträgen, die über eine zentrale Gegenpartei (CCP) abgewickelt werden, geringer gewichten zu dürfen, stärkt die überindividuelle Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden.

Kausalhypothese K₁: Die Stärkung der Glaubwürdigkeit senkt das strategische Misstrauen der Gläubiger in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital.

Kausalhypothese K₂: Das Senken des strategischen Misstrauens in das bankregulatorische Eigenkapital stärkt die zeitunabhängige Widerstandsfestigkeit des Interbankenmarktsystems.

Kausalhypothese K₃: Die zeitunabhängige Stärkung der Widerstandsfähigkeit mindert das Systemrisiko im Interbankenmarktsystem bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung.

Auch für die vorliegenden Teilkonzeptionen 34-37 gilt die Feststellung, dass die Kausalhypothesen grundsätzlich plausibel sind. Die Glaubwürdigkeitsstärkung des BCBS Eigenkapitals, das für eine insbesondere von den Dealer-Elitebanken zu beachtenden Risikoklasse, die für das Interbankenmarktsystem konstitutiv ist, berücksichtigt werden muss, sollte im Prinzip geeignet sein, das Misstrauen zwischen den Dealer-Elitebanken in das bankregulatorische BCBS Eigenkapital zu senken, die Widerstandsfähigkeit des Interbankenmarktsystems zu fördern und das Systemrisiko bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung zu senken. Dieser grundsätzlich positive Befund der Kausalhypothesen wird durch die Ausgestaltung der Interventionshypothesen jedoch auch für die vorliegenden Teilkonzeptionen in Frage gestellt. Das grundlegende Problem ist, dass die Berechnung des sogenannten CVA RWA in gewohnt dichter, jedoch einerseits zu freier und auch deswegen andererseits aufsichtsrechtlich nicht zu kontrollierender Weise institutionalisiert ist. Schauen wir uns aber zum besseren Verständnis die einzelnen Interventionshypothesen im Detail an.

Beginnen wir mit der *Interventionshypothese 1*. Kern der Hypothese ist, dass die Ergänzung der bankregulatorischen Konzentration auf das Kredit- und das Marktrisiko um das Gegenparteirisiko, das nun ebenso *angemessen* mit Eigenkapital hinterlegt werden muss, die überindividuelle Glaubwürdigkeit in das BCBS Eigenkapital der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden stärkt (BCBS 2011a). Diese Hypothese ist in vielerlei Hinsicht unplausibel. Das heißt, die Maßnahme ist nicht geeignet, um die intersubjektive Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals zu verbessern, wenngleich die Maßnahme im Kern das vorgehaltene bankregulatorische Eigenkapital deutlich erhöhen wird, wie man einer Reihe von Kommentaren entnehmen kann (vgl. Shearman&Sterling 2013; Allen&Overy 2014). Dass die ergänzende Gewichtung des Gegenparteirisikos nicht geeignet ist, die Glaubwürdigkeit in das BCBS Eigenkapital zu fördern, ist zuerst einmal der kaum zu kontrollierenden Überkomplexität des regulativen Gewichtungsgebots geschuldet (vgl. Gregory 2010, 242). Sie wird durch die grundsätzliche Schwierigkeit der CVA Bepreisung darüber hinaus gestützt. Den CVA als Gewicht des Gegenparteirisikos einer OTC Transaktion intersubjektiv glaubhaft zu modellieren, ist nochmals schwieriger als das Gewicht des Marktrisikos mit demselben Anspruch zu modellieren. Dies liegt zuerst einmal an der Natur des Gegenparteirisikos, das ein Verflechtungsrisiko ist, das sich aus vielen miteinander korrelierenden Variablen konstituiert (Gregory 2012). Die Zahl der Variablen ist abhängig von der OTC Transaktion. Diesbezüglich ist die Bepreisung eines CDS einfacher als beispielsweise die Bepreisung einer strukturierten Marktfinanzierung, wie sie in Delta Desk konstruiert werden. Letztere kann durchaus zahlreiche Derivate umfassen, was letztlich weit reichende Verflechtungen von Risikovariablen bedeutet, die miteinander verbunden sind.³⁸⁶ Die Brisanz solcher kombinierter Gegenparteirisiken wird als *wrong-way risk* bezeichnet.

³⁸⁶ Anna Carlisle (2011, 3) zitiert Dan Rosen, CEO von *R2 Financial Technologies*: „From a pricing perspective, CVA is the most complex instrument that we have ever priced, by a long way [...] In practice, CVA cannot be captured to a decimal place. There is no perfect quote. We are really pushing our limits on how well we can do it“, führt Rosen die Schwierigkeit und die damit einhergehende Ungewissheit bei der CVA Bepreisung weiter aus.

net (vgl. ebd., 307-338). Das wrong-way risk ist eine Form des Gegenparteirisikos, das einem Korrelationseffekt beschreibt, der beispielsweise für CDS aus dem gleichzeitigen Anstieg des Ausfallrisikos der Gegenpartei und dem Anstieg des eigenen Exposures gegenüber der Gegenpartei besteht (ebd., 331). Das wrong-way risk ist für viele Finanzderivate ein *Tail-Risiko*, insofern es kaum zu antizipierende und somit nicht zu modellierende Konsequenzen nach sich ziehen kann, die Eigenkapital zu ihrer Versicherung erforderlich machen (Skoglund et al. 2013). Der Preis des Gegenparteirisikos ausgedrückt als CVA muss also naturgemäß ungenau bleiben, womit für alle die ihr Vertrauen in das Eigenkapital setzen, bereits losgelöst von den Modellierungsversuchen auf der Basis einer VaR Metrik Anlass besteht, sich gegenseitig zu misstrauen.

Auch die *Interventionshypothese 2*, die Pflicht zur bankweiten Berechnung des CVA RWA (BCBS 2011a), erhöht die Glaubhaftigkeit des BCBS Eigenkapitals nicht. Dies liegt nicht zuletzt an der Komplexität der Berechnung des Gegenparteirisikos in Dealer-Elitebanken. Die Komplexität rührt unter anderem daher, dass der CVA RWA portfolioweit berechnet werden soll, grundsätzlich aber nur für jede Gegenpartei isoliert berechnet werden kann. Dies stellt insbesondere die Dealer-Elitebanken vor Probleme. John Hull und Alan White (2012, 58) zitieren einen Bericht von Emily Chasan, wonach Lehman Brothers zum Zeitpunkt seiner Insolvenz im Sommer 2008 über 1,5 Millionen ausstehende Derivateverträge mit 8000 Gegenparteien verfügten. Lehman Brothers musste somit täglich mindestens 8000 CVA berechnen, die jeweils ca. 200 Derivateverträge und ihre Risiken umfassten, hätten sie einen portfolioweiten CVA RWA zusammensetzen wollen. Ob eine Bank die Berechnung des CVA leisten kann, ist eine Frage der technischen Infrastruktur, des Computersystems, mit dem der CVA RWA berechnet werden soll, was wiederum eine finanzielle Hürde darstellt, die einige Dealer-Elitebanken davon abhalten könnte ihren CVA sauber zu berechnen (Maxwell 2014). Die CVA RWA Berechnung ist eine Unternehmung, die auch die heutigen Dealer-Elitebanken selbst unter Aufwendung umfangreicher Computertechnik allenfalls über Nacht erledigt bekommen (Carver 2013e, 26).³⁸⁷ Dies ist besonders fragwürdig, weil die Bepreisung des Gegenparteirisikos eigentlich mit jeder neuen OTC Transaktion neu modelliert werden müsste, weil jede neue OTC Transaktion das Gegenparteirisiko beeinflusst.³⁸⁸ Zur Beschleunigung der Berechnung des CVA RWA, die grundsätzlich auf der Basis einer komplexen *Monte Carlo Simulation* erfolgt (Davidson 2012a, 58),³⁸⁹ suchen insbesondere die Dealer-Elitebanken nach

³⁸⁷ Fiona Maxwell (2014) berichtet von einem Anfang 2014 veröffentlichten Report, in dem festgestellt wurde, dass 47 Prozent der 19 befragten Dealer-Elitebanken nicht in der Lage waren einen CVA RWA wöchentlich zu aktualisieren.

³⁸⁸ Zitat: „Portfolios are problematic because all their component trades will be evolving simultaneously, creating a shifting web of interrelationships – as the capital required to support one position increases, it may be falling for another trade, meaning the first does not have to earn as much as it would if executed in isolation. In theory, banks need to forecast this interplay if they are to price their trades correctly at inception, but it is a horribly complex, multi-dimensional modelling and computing problem“, kommentiert Laurie Carver (2013e, 28) den Zusammenhang eines sich konstant bewegenden Gegenparteirisikonetzes voll von unvorhersehbaren Netzeffekten.

³⁸⁹ Zur Methode selbst vgl. Jon Gregory (2012, 159-164)

neuen Wegen, die zu modellierenden Risiken zu entkomplexisieren.³⁹⁰ Die Gegenparteirisiken werden dabei allerdings nicht real entkomplexiert, sondern allein in Bezug auf ihre stochastische Modellierbarkeit vereinfacht (Davidson 2012a, 60). Ein Vorgang, der ebenso wenig die Glaubwürdigkeit des Eigenkapitals steigert.

Ähnliches gilt für die *Interventionshypothese 3*, der zufolge die Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals durch die Berechnung des CVA RWA in Form eines volatilen Marktpreises gestärkt werden soll (BCBS 2011a). Der CVA RWA soll als volatiler Wert die permanente Veränderung des Gegenparteiisiko-Exposure der Dealer-Elitebanken abbilden. Es geht bei der CVA RWA Berechnung quasi um die Modellierung des Portfolioverhaltens in Echtzeit.³⁹¹ Die Banken sind aufgefordert, ihren CVA RWA durch die Verwendung einer VaR-Metrik zu bestimmen, die sich unter anderem aus den zur Verfügung stehenden CDS-Spreads der Gegenparteien, also den Marktpreisen der Gegenparteirisiken und nicht aus deren zeitwertbasierte Ausfallwahrscheinlichkeiten speist. Die dadurch entstehende Volatilität des CVA RWA macht es notwendig, durch die Verwendung von Strategien der marktförmigen Risikosteuerung kontrolliert zu werden. Jon Gregory (2012, 343) fasst den Zusammenhang wie folgt: „[Q]uantifying CVA clearly represents a hybrid exotic option pricing problem. However, since exotic options are priced and hedged, surely CVA can also be.“ Neben dem sogenannten CVA Hedging auf der Basis von neuen OTC Transaktionen, die wiederum noch komplexere Gegenparteirisiken hervorbringen können, deren man sich nicht mehr versichern kann (vgl. Gregory 2010; Carlisle 2011, 3; Gregory 2012, 358-359),³⁹² sind dazu die voraussetzungsvollen Techniken der Absicherung von potentiellen Wiedereindeckungskosten durch Wertpapiersicherheiten (Collateral) und der Abschluss von Aufrechnungsabkommen (Netting) von Gegenparteirisiken mit anderen Gegenparteien geeignet (vgl. Gregory 2012, 346-369).³⁹³ Die

³⁹⁰ Als Lösung scheint sich eine Methode zu erweisen, die man auch American Monte Carlo Verfahren nennt. Das Problem ist, dass „American Monte Carlo is not an exact algorithm, but more of a heuristic, and as with every heuristic you have to be careful how you implement it“, wird ein UBS-Manager von Clive Davidson (2012a, 60) zitiert. Andere, komplexere mathematische Lösungen, die versprechen das Risikomanagement zu optimieren, basieren auf komplexen Algorithmen (Sherif 2015).

³⁹¹ Die Gründe dafür, dass das BCBS sich für diese Ausgestaltung des Regelrahmens entschlossen hat, ist nicht unmittelbar ersichtlich und wurde auch in der Finanzindustrie als Überraschung zur Kenntnis genommen (vgl. Epperlein et al. 2013, 20). Dass es sich richtig ist, von einer Überraschung auszugehen, ist aus zwei Gründen berechtigt: erstens weil sich die jüngste Finanzkrise wegen der Volatilität der gewonnen Kennzahlen verstärkt hat und zweitens weil sich aus einer solchen Konstruktion insbesondere in kompetitiven Märkten neue Möglichkeiten und somit auch neue Risiken ergeben können (vgl. bspw. Watt 2013a), wie im Rahmen der umfassenden Plausibilitätsbewertung des Maßnahmenkomplexes in 6.1.4.2 noch ausführlich diskutiert wird. Dennoch lässt sich die Entscheidung begründen. Als ein Grund für die Institutionalisierung des CVA RWA als Marktpreis wird immer wieder angeführt, dass man den Eigenkapitalschutz so eng wie möglich an die Rechnungslegung knüpfen müsse. Eine andere Begründung verweist auf die Trägheit und Manipulationsanfälligkeit zeithistorischer Ausfallwahrscheinlichkeiten, die dazu tendieren, im Vorfeld von Krisen eine falsche Wirklichkeit vorzutäuschen, prozyklische Effekte zu erzeugen und die Krise bei Kriseneintritt zusätzlich verstärken (Gregory 2012, 385).

³⁹² Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang insbesondere die Risiken, die beim dynamischen Hedging entstehen und die man in Finanzkreisen *CVA Greeks* nennt – beispielsweise *credit delta* und *cross-gamma* (Gregory 2012, 348-349).

³⁹³ Vgl. dazu das folgende Zitat von Jon Gregory (2010, 5): „One problem of CVA hedging is the linkage between different parameters. For example, a falling interest rate environment will increase a dealer’s exposure, requiring more credit hedging, and increases in CDS spreads will lead to a need to re-hedge interest rate exposure. Such re-hedging is required even if interest rates and CDS spreads are independent but if they are correlated then the

Institutionalisierung der Pflicht der Berechnung des Gegenparteirisikos als Marktwert führt letztlich dazu, dass insbesondere die Dealer-Elitebanken versuchen den Marktwert ihres CVA RWA in Echtzeit kleinzurechnen, aber auch dynamisch zu steuern. Der CVA RWA wird zu einer Kennzahl, die nicht das Risiko, sondern die Effizienz des strategischen CVA RWA Managements repräsentiert. Das CVA RWA Management ist also selbst wiederum ein dynamischer Prozess, der die im Rahmen der bis hierhin präsentierten Züge eines kompetitiven Marktes annimmt, der auch Gewinne möglich macht. Überindividuelle Glaubwürdigkeit in das Risikomanagement ist in einem solchen Rahmen nicht zu fördern (vgl. Carver 2013e; Watt 2013a). Nein, sie sorgt zuletzt sogar für neue noch komplexere Risiken.

Dies gilt auch für die *Interventionshypothese 4*, die auf dem Gedanken ruht, die Verwendung von zentralen Gegenparteien (*Central Counterparties* – CCP) zu fördern, indem man jeder CCP OTC Transaktion die Pflicht zur vollumfänglichen Eigenkapitalhinterlegung erlässt (BCBS 2011a, 51-52; BCBS 2012a).³⁹⁴ Will man nun darstellen, warum eine solche Maßnahme die Glaubhaftigkeit des BCBS Eigenkapitals nicht erhöht, dann muss man auf die Konstruktion und Funktion der CCP abstellen, die von den politisch verantwortlichen seit einigen Jahren als Lösung für den Umgang mit dem Gegenparteirisiko gefeiert wird (vgl. grundlegend IMF 2010, 91-118; Pirrong 2011). Die CCP sind profitorientierte Unternehmen, die das sogenannte Clearing von OTC Transaktionen übernehmen sollen. Die Aufgabe der CCP ist es, sich zwischen die Vertragspartner einer bilateralen OTC Transaktion zu stellen. „The CCP becomes the buyer to the original seller and the seller to the original buyer“, schreibt Craig Pirrong (2011, 5). Faktisch ist es so, dass die Gegenparteien die Transaktion eines standardisierten, für das zentrale Clearing zugelassenen Finanzderivats, beispielsweise ein CDS oder ein Zinsswap, bei einer CCP registrieren lassen. Teil der Registration ist, dass die CCP das Gegenparteirisiko der Transaktion in die eigene Bilanz übernehmen. Nun sind es die CCP, die die Volatilität der Gegenparteirisiken im Interesse der eigenen unternehmerischen Verantwortung kontrollieren müssen. Dazu verfügen die CCP über mehrere Mittel: Beispielsweise dürfen sie die Bereitstellung einer Wertpapiersicherheit bzw. Collateral (*Ini-*

impact is made worse (often referred to as negative gamma). Finally, the linkage both of interest rates and of CDS spreads to long dated volatility adds a third dimension to the problem. The position then held by all dealers has the potential to cause a huge issue in a volatile market through hedging inducing feedback effects. Panic driven re-hedging tends to be accompanied by deteriorating liquidity which exacerbates the problem still further. In normal markets, rates, credit and volatility may operate more or less independently of one another but, in volatile markets, this structural connection has the potential to make them interlocked for non-economic reasons.”

³⁹⁴ Entscheidet sich eine Bank eine OTC Transaktion über eine CCP abwickeln zu lassen, dann muss sie den Wert der Transaktion zu 2 Prozent gewichten (BCBS 2012a, 3). Grobe Schätzungen gehen davon aus, dass ca. dreiviertel der OTC vermittelten Instrumente der Finanzierungs- und Risikosteuerung standardisierte Verträge zugrunde liegen (Kelly 2011, 30). Diese Rechnung ist optimistisch, insofern man davon ausgehen kann, dass der Wettbewerbsdruck neue Finanzinstrumente entstehen lässt, die abhängig von ihrer Komplexität nicht standardisiert sind bzw. werden können, weil sie keine (vgl. nachfolgende Ausführungen). Das bedeutet allerdings noch nicht, dass diese standardisierten Finanzinstrumente in Zukunft auch alle an CCP prozessiert werden. Der IWF (2010, 101) schätzt, dass zweidrittel aller CDS und ein Drittel aller Währungs-, Aktien- und Warensaps in Zukunft an CCP prozessiert werden. Die an CCP prozessierten Zinsderivate steigen den Prognosen zur Folge auf über die Hälfte an.

tial Margin) verlangen und diese im Falle zunehmender Marktvolatilität auch erhöhen (*Variation Margin*). Des Weiteren ist die Verpflichtung der CCP Kunden zur Rückstellung von Kapital in einem sogenannten *Default Fund* zu nennen, mit dem unerwartete Verluste von allen Kunden aufgefangen werden sollen.³⁹⁵ Praktiker sprechen von einem *Margin-Regime* (vgl. BNY-Mellon 2013, 4).³⁹⁶ Die Probleme, die sich für die Glaubwürdigkeit des BCBS Eigenkapitals der Dealer-Elitebanken ergeben,³⁹⁷ stützen sich insbesondere darauf, dass die Dealer-Elitebanken die Gegenparteirisiken nicht abschließend aus der eigenen Bilanz verbannt haben. Das Gegenparteirisiko wird durch die CCP nur auf eine andere Ebene verlagert und für die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden zu einem Liquiditätsrisiko verkehrt. „Clearing houses use collateral to reduce credit risk exposure, transforming it to liquidity risk“, schreiben Kenyon und Green (2013). Im dem Fall, dass die CCP unter Druck geraten, ist unabhängig von der Größe der zur Verfügung stehende Default Funds, die von vielen Marktteilnehmern mittlerweile als zu gering eingeschätzt werden (Devasabai 2014; Fleming und Stafford 2014), anzunehmen, dass sie plötzlich größere Wertpapiersicherheiten nachfragen und somit eine Verlustspirale in Gang setzen könnten, die u.a. auch durch die gesenkten BCBS Eigenkapitalforderungen für zentral prozessierte Finanzderivate nicht aufgefangen werden (vgl. dazu Wendt 2015).³⁹⁸

6.1.4.2 Die umfassende Plausibilität des Maßnahmenkomplexes

Die Diskussion der Plausibilität der einzelnen Maßnahmen zur Integration des Gegenparteirisikos in das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime hat gezeigt, dass die Glaubwürdigkeit des regulatorischen BCBS Eigenkapitals nicht verbessert werden konnte. Die Maßnahmen zur Integration des Gegenparteirisikos werden zwar wegen ihrer Wirkung auf den Nenner des Bruchterms das BCBS Eigenkapital faktisch erhöhen, sie sind jedoch nicht geeignet, auch im Zweifelsfall eines systemweiten Schocks für Stabilität zu sorgen, d. h. die aufkommende und sich verstärkende Volatilität der Preise aufzufangen, mit der insbesondere für die OTC Instrumente der Finanzierungs- und Risikosteuerung im Interbankenmarktssystem zu rechnen ist. Man muss vielmehr sagen, dass die Maßnahmen selbst – wenngleich unintendiert

³⁹⁵ Vgl. BCBS (2012a, Annex 4, Section 1, A.) zur vollständigen Erläuterung der Legaldefinitionen. Es sei zudem darauf verwiesen, dass die zu bildende *Default Fund Rücklage* auf der Basis einer komplexen Methode berechnet werden muss. Vgl. dazu die Beschlussfassung des Dokuments, das ab 2017 das zuvor genannte ersetzt und die Legaldefinitionen in der vorangegangenen Ausführlichkeit nicht mehr kennt (BCBS 2014c, 7-10).

³⁹⁶ Die Komplexität der am Prozess der Regelbildung beteiligten Interessen wird von Joel Clark (2011) informativ abgebildet (vgl. auch Jaidev 2012).

³⁹⁷ Für das Gesamtsystem sind zahlreiche weitere Probleme relevant, die hier allerdings nicht im Detail erörtert werden können. Beispielsweise vergleicht man die CCP, weil sie einen Preis für die von ihnen in großen Mengen prozessierten Finanzderivate ermitteln, zunehmend mit den Ratingagenturen (Carver 2013a; Kenyon und Green 2013; Rennison 2013), die in der jüngsten Finanzkrise als Krisenverstärker auf sich aufmerksam gemacht haben. Das Ergebnis sind vielfache marktgefährdende Interessenkonflikte. Für eine Übersicht der darüber hinaus gehenden institutionalisierten Fehlanreize, die vor allem die über die Produktgrenzen und Grenzen der Steuerungs-räume betrachtet nicht so zentralen Clearingstellen betrifft vgl. Yesha Yadav (2013) und Sean J. Griffith (2013).

³⁹⁸ Vgl. Zitat (Gregory 2010, 11): „With the competitive environment under which CCPs operate, surely initial margins will be procyclical. Unlike the collateral terms in bilateral ISDA agreements, CCPs may request increased margin during volatile times, simply worsening liquidity problems.“

– das Problem der regulierungsbedingten Dynamik bzw. Prozyklizität verstärken. Die Maßnahmen tragen mit allen bereits beobachteten Konsequenzen zur Expansion, zur Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds bei und vergrößern damit das potentielle Ausmaß der Preisbewegungen. Dies lässt sich an drei in der einschlägigen Fachliteratur nicht unbeachteten Zusammenhängen zeigen: *Erstens* daran, dass die CVA-Berechnung zunehmend in sogenannten CVA-Desk zentralisiert und professionalisiert wird, die sehr progressiv daran arbeiten, nicht mehr nur die Volatilität des CVA, sondern auch die Eigenkapitalkosten ihrer Unternehmungen zu senken. *Zweitens* daran, dass mit der Zentralisierung des CVA-Managements sowohl Feedback Loops als auch Innovationsanreize entstehen, die die prozyklische Überproduktion- und Überkonsumption der OTC gehandelten Instrumente zur Finanzierungs- und Risikosteuerung sowie ihre Destabilisierung fördern. Und *drittens* daran, dass die gesamte Entwicklung wiederum den Gebrauch von Wertpapiersicherheiten und Riskomindeungstechniken fördert und faktisch mit der Zunahme des systemrelevanten Liquiditätsrisikos einhergeht.

Erstens: Der portfolioübergreifende CVA RWA wird zunehmend von einem sogenannten CVA (Trading) Desk gemanagt (Gregory 2012; Carver 2013d). Für die Banken stellt sich die Frage, wo in der internen Bankorganisation der zentrale CVA Desk eingerichtet werden soll? Eine Tendenz, die in den letzten Jahren zu beobachten ist, ist die Ansiedlung des CVA-Desk in der Treasury-Abteilung der Banken. Die Gründe dafür sind vielfach: Einerseits ist die Treasury-Abteilung traditionell für die portfolioübergreifende Liquiditätssteuerung³⁹⁹ der Bank verantwortlich, weswegen es nahe liegt, das Management des Gegenpartierisikos wegen seiner portfolioübergreifenden Notwendigkeit auch hier anzusiedeln. Und andererseits verfügt insbesondere die Treasury-Abteilung über die notwendigen Ressourcen, um die aggregierten Gegenpartierisiken, deren Nominalwert mitunter alle anderen Werte überragt, effektiv und effizient zu managen. Die Eingliederung des CVA Desk in die Treasury-Abteilung ist allerdings ein janusköpfiger Akt. Denn mit der Beförderung auf die oberste Managementebene wird der CVA Desk zu einem Akteur, den man bankintern kaum mehr kontrollieren kann, weil er die eigentliche Aufgabe der bankinternen Treasury-Abteilung, die notwendigerweise risiko-avers agieren sollte, maßgeblich verkehren kann. Die Treasury-Abteilungen scheinen zu Trading Desk einer „optimization of everything“ (IBM 2013) zu werden (vgl. auch Carver 2013d; Baringa-Partners k.A.).

Die neuen Treasury Trading Desk professionalisieren das CVA RWA Management und mit dem Management des CVA zunehmend auch das Kapitalmanagement. In den letzten drei Jahren sind dazu eine Reihe von neuen Kennzahlen-Akronymen⁴⁰⁰ entstanden, mit denen die kreativsten Dealer-Elitebanken die Berechnung ihres CVA RWA Exposures auf zum Teil alles andere als überindividuell lesbare Weise

³⁹⁹ Zum Begriff vgl. Abschnitt 3.1.5.

⁴⁰⁰ Zu nennen sind neben dem bankregulatorisch eingebundenen CVA, die Akronyme DVA (*Debit Value Adjustment*), FVA (*Funding Value Adjustment*), KVA (*Capital Value Adjustment*). Sie alle und noch viele mehr dienen auf die eine oder andere Art und Weise dem zentralisierten Management des Profits der Dealer-Elitebanken, die für die Einrichtung dieser Handlungsoptionen enorme Summen investieren.

zu managen versuchen. Ziel dieser Entwicklungen scheint es zu sein, die mit den höheren Eigenkapitalvorschriften einhergehenden fallenden Eigenkapitalrenditen aufrecht zu erhalten. Das heißt, das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime durch die Etablierung neuer Kennzahlen der CVA bzw. portfolioübergreifenden Banksteuerung zu umgehen. Darauf weist beispielsweise der aus dem CVA Management resultierende 94 Millionen Dollar Verlust der Deutschen Bank hin, der scheinbar ganz legal und quasi als Konsequenz einer höchst kreativen Strategie die vorzuhaltende bankregulatorische Eigenkapitalmenge von 28 Milliarden auf 14 Milliarde Dollar senken half (vgl. Carver 2013e; Carver 2013b; Carver 2013f).⁴⁰¹ Darauf verweist aber auch das bereits zitierte Beispiel des *Londoner Whale Trade Programms*,⁴⁰² das in erster Linie allerdings für die Gefahr der beschriebenen Entwicklung steht.

Zweitens: Die Professionalisierung des CVA RWA Managements erzeugt Anreize zur Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds und damit zur Ausweitung des Interbankenmarktsystems. Beispielhaft für diesen prozyklischen Prozess steht der sogenannte CVA-CDS Feedback Loop (Carver 2011b; Carver 2011a; Murphy 2012), den man im Zuge der europäischen Schuldenkrise beobachten konnte, wo er für die zunehmende Volatilität der CDS-Spread der europäischen Staaten verantwortlich war.⁴⁰³ Das Management des CVA RWA dient der Kontrolle der Volatilität des im Zuge von bilateralen OTC Transaktionen entstehenden Gegenparteirisikos, das unter anderem durch die Integration von CDS-Spreads in die Berechnungsformel gemessen wird. Weitet sich der CDS-Spread einer Gegenpartei aus, sinkt das Vertrauen in die Bonität der Gegenpartei, was wiederum den CVA RWA ansteigen lässt. Um nicht mehr Eigenkapital vorhalten zu müssen, kauft die Dealer-Elitebank, die als zweite Gegenpartei den CVA RWA berechnen muss, beispielsweise sogenannte Single Name CDS, hoch standardisierte Kreditderivate, um die Volatilität des CVA RWA und die damit einhergehende Volatilität der Eigenkapitalkosten auszugleichen. Das Problem allerdings ist, dass jeder neue CDS Vertrag nicht nur ein neues Gegenparteirisiko begründet, sondern sich ebenso auf die Bonität der Gegenpartei auswirkt, mögliche im Markt herrschenden Unsicherheiten in Echtzeit einpreist, und somit im Stile eines Teufelskreises den Kauf immer neuer Single Name CDS herausfordern kann.

Diesem Kreislauf versucht man durch die Verwendung alternativer Kreditderivate zu entkommen. Beispielsweise durch die Verwendung von sogenannten Contingent CDS (CCDS) (Pengelly 2011). Das Problem ist hier allerdings weniger die Erzeugung eines instrumentenspezifischen Teufelskreises, als vielmehr die Schwierigkeit der Bepreisung, die ähnlich aufwendig ist, wie die CVA RWA Bepreisung.

⁴⁰¹ Auch eine Reihe anderer Dealer-Elitebanken berichten von Verlusten ähnlicher Art, d. h. von Verlusten den FVA betreffend (vgl. Cameron 2014a; Cameron 2014b). Insgesamt wird allerdings die Annahme eines strategischen Nutzens von Verlusten zur Optimierung anderer Kennzahlen untermauert.

⁴⁰² Mit dem sogenannten *London Whale Trade*, der JP Morgan im April/Mai 2012 einen Verlust von 2 Milliarden Dollar einbrachte wurde bekannt, dass im Chief Investment Office der Bank ein in der Szene bekannter Händler angestellt war, den man auch „Whale Trader“ oder „London Whale“ nannte.

⁴⁰³ Offizielle Stimmen machten für die Volatilität der sovereign CDS-Spreads vor allem Spekulationen auf der Basis sogenannter *naked CDS* verantwortlich. Dies mag zu einem Teil berechtigt gewesen sein. Faktisch gilt es die Volatilität der CDS Spreads allerdings auch auf die CVA-Regulierung zurückzuführen. Selbst wenn diese zu diesem Zeitpunkt noch nicht endgültig implementiert war, versuchten die Banken bereits damals die neuen Regeln anzuwenden.

Mit der Folge, dass es aussichtslos ist, zu erwarten, dass CCDS an zentralen Clearingstellen abgewickelt werden, womit auch die Kapitalkosten für ihren Abschluss unabhängig von den Kosten für die Berechnung ihres Wertes steigen (Larah 2013). Unabhängig davon ist auch hier wiederum festzustellen, dass die CCDS – und mit ihnen sämtliche andere alternative Instrumente des CVA RWA Managements, ebenfalls Gegenparteirisiken mit sich bringen. Man muss also konstatieren, dass mit dem Management des CVA RWA auch der zu berechnende CVA RWA ansteigt und seine Berechnung sich darüber hinaus erschwert. Zu beobachten ist also eine Rückkopplungsschleife, in der das Management des CVA RWA neue komplexere Risikoklassen in Form komplexerer strukturierter Finanzderivate hervorbringt, die im Zweifel nicht mehr gesteuert werden können, sondern eine spekulative Position in der Bilanz bleiben (Gregory 2010, 10). Die Entwicklung geht soweit, dass insbesondere Dealer-Elitebanken daran arbeiten, Gegenparteirisiken zu verbriefen. Wegen bis heute nicht zu lösender Bewertungsschwierigkeiten verbrieft Gegenparteirisiken ist dieser Vorstoß allerdings noch nicht von Erfolg gekrönt (Cameron 2011).

Drittens: Die Integration des CVA RWA in das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime inklusive der impliziten Förderung der CCP trägt zu einer Entwicklung bei, die zwar die jüngste Finanzkrise mit ausgelöst hat, die man heute allerdings zur Stabilisierung des Interbankenmarktsystems wieder aktiv forciert: Die Rede ist von der Rehabilitierung der Wertpapiersicherheiten (Collateral) und der Professionalisierung ihres bankinternen Managements. Nicht zuletzt durch die Selbstregulierung der Bankenindustrie,⁴⁰⁴ aber auch verstärkt durch den Basel-III Liquiditätspuffer und die CVA RWA Regeln (Sawyer 2011; Houben und Slingenberg 2013; Singh 2013), lässt sich mit Andy Hill (2014, 12) sagen, dass wir uns gerade in eine Finanzwelt hineinmanövrieren, „where collateral is the new cash“. Der Nachfrage nach Wertpapiersicherheiten im Interbankenmarktsystem soll in den nächsten Jahren um geschätzte 100 Millionen bis 4 Billionen Dollar zunehmen (Hill 2014, 7). Das Angebot gleicht diese potentiell mögliche zusätzliche Nachfrage nur unzureichend aus. Dennoch scheint ein zu erwartender Engpass nicht das grundlegende Problem dieser Entwicklung zu sein. Problematischer ist es, die Liquidität der existierenden Wertpapiersicherheiten im Interbankenmarktsystem aufrecht zu erhalten. Dies macht es notwendig, dass die existierenden Wertpapiersicherheiten besser beispielsweise in Repo-Transaktionen eingebunden werden, um dann im Rahmen ihrer legalen Wiederverwertung (*rehypothecation*) die Ausdehnung des finanzwirtschaftlichen Innengelds in Form der immer neue Gegenparteirisiken aufwerfenden Finanzderivatetransaktionen anzutreiben.⁴⁰⁵ Jon Gregory (2010, 9) resümiert in Bezug auf die damit steigende

⁴⁰⁴ Den Gebrauch von Wertpapiersicherheiten im Kontext von OTC Derivaten hat zuerst der Branchenregulierer ISDA gefördert. Ihr sogenannter *Credit Support Annex* (CSA), eine Vertragsergänzung zur standardisierten Hinterlegung von Wertpapiersicherheiten, findet laut ISDA bei ca. 90 Prozent aller OTC Derivate-Transaktionen Verwendung. Die laut ISDA im Rahmen von CSA eingesetzten Wertpapiere betragen 2013 eine Höhe von 3,7 Billionen Dollar (ISDA 2013, 2). Seither sind sie aufgrund der bankregulatorischen Anreize zum Gebrauch von CCP leicht gesunken. Im Gegenzug sind allerdings die von den CCP nachgefragten Wertpapiersicherheiten gestiegen (ISDA 2014, 3).

⁴⁰⁵ Vgl. Aerdts Houben und Jan Willem Slingenberg (2013, 198): „Increased collateral use in financial transactions has important implications for the structure of the financial system. A greater scarcity of assets that can be used as collateral is likely to boost securities lending, collateral transformation and the shadow-banking sector, and heighten interconnectedness within the financial system. Moreover, it will bring about a rise in the share of

Steuerung der zunehmenden Gegenparteirisiken folgendermaßen: „In a crisis, CVA will be highly volatile and hugely challenging to risk manage, and the mark-to-market of CVA will be largely irrelevant as an ‘exit price’. Surely at such a point the key aspect is to know if a bank has enough capital to absorb losses due to counterparty defaults”. Dies schließt den Kreis und lässt resümieren, dass Basel IV nur eine Frage der Zeit ist, der gewählte Regulierungsstil der regulatorischen Konzentration auf die modellbasierte Schätzung der Risiken allerdings kaum mehr in die Zeit passt.

6.2 ZWISCHENFAZIT: ANHALTENDES STEUERUNGSVERSAGEN IM KREISLAUF DER KOMPLEXISIERUNG

Will man ausgehend von den vorangegangenen Ausführungen bewerten, ob die beschriebenen Maßnahmenkomplexe rund um das Steuerungsziel des Vertrauensschutzes das Bewertungskriterium *Trefferlichkeit* in Bezug auf die überindividuelle Festigung des Vertrauens in das BCBS Eigenkapital der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden erfüllen, dann lautet die Antwort ganz eindeutig: Nein. Denn mit Basel-III wurde die Überflexibilisierung der Risikogewichtung und damit auch ihre Prozyklizität fördernde Grundausrichtung des Regelanwendungs-Regimes nicht behoben. Der IRB-Ansatz wurde weitgehend beibehalten. Seine Anwendung gar auf eine neue Risikoklasse ausgeweitet – das Gegenparteirisiko (vgl. Abschnitt 6.1.4), für das jede Dealer-Elitebank nun ein eigenes Risikogewicht schätzen muss. Das wiederum gewährt den Dealer-Elitebanken weitreichende Handlungsspielräume dabei, sich strategisch gewinnmaximierend zu verhalten. Das heißt die gegebenen Möglichkeiten professionell auszuspielen, dabei aber auch neue Risiken einzugehen, die Prozyklizität des Interbankenmarktsystems anzuhetzen und den individuellen Überlebenskampf bei gleichbleibender Wettbewerbsintensität und Verflechtung in neue, vorerst weitgehend unregulierte und komplexe Subsysteme der Risikosteuerung zu verlagern.⁴⁰⁶ Wie Kritiker des neuen Regelrahmens anmerken, scheint Basel-III nicht nur die schlechtesten Merkmale von Basel-I und Basel-II zu reproduzieren (Rowe 2012), sondern auch einem Kreislauf der fortschreitenden Komplexisierung des Finanzierungs- und Risikomanagements Vorschub zu leisten (Spatt 2012; Rowe 2014a), der sich daraus nährt, dass regulatorisch anerkannt wird, was technisch durch den Markt als Antwort auf bestehende Regeln entwickelt und eingeführt wurde. Der Kreislauf der Komplexisierung verweist somit auf die zunehmende Komplexität der Organisationen und Geschäftspraktiken der Dealer-Elitebanken (*bankindividuelle Komplexität*) aber auch auf die zunehmende Komplexität der Regeln des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes (*regulative Komplexität*)

encumbered assets on banks' balance sheets. This adds to complexity and opacity in the financial system and reduces the scope for bail-in. Furthermore, increasing asset encumbrance exacerbates procyclicality due to haircuts, margin requirements and collateral eligibility.”

⁴⁰⁶ Auf die Entstehung von neuen Subsystemen der Risikosteuerung wird in der Fachliteratur vermehrt hingewiesen. Am eindringlichsten tut dies Jon Gregory (2010) in seinem Aufsatz „Counterparty Casino: The need to address a systemic risk“. Ebenfalls in diesem Sinne ist der Artikel „Grand Centralisation“ von Laurie Carver (2013d) zu nennen.

Die Beobachtung eines durch Basel-III fortgesetzten *Kreislaufs der Komplexisierung* untermauert die These, dass Markt- und Steuerungsversagen Hand in Hand gehen. Bankindividuelle und regulative Komplexität sind unternehmensstrategisch faktisch als Handlungsfreiheit zu verstehen. Die Überkomplexität der Dealer-Elitebanken, ihre vielfach verschachtelten globalen Organisationen, sind zwar von innen heraus schwer zu steuern. Gelingt dies aber, dann lassen sich mit ihnen auf der Grundlage des Regelanwendungs-Regime ganz eigene, hoch profitable Geschäftsmodelle explorieren, wie das Beispiel der Dealer-Elitebanken zeigt. Wenn man hierauf wiederum mit regulatorischer Komplexität antwortet, beginnt ein Wechselspiel, dessen Gewinner eindeutig die Dealer-Elitebanken sind, die bei hoher Wettbewerbsintensität wenig Interesse daran haben, sich verantwortungsvoll für die Stabilität des Gesamtsystems einzusetzen. Kurz gesagt: sie betreiben Strukturausbeutung.

Was dies aus regulatorischer Sicht bedeutet, beschreibt Andrew G. Haldane (2012, 24) folgendermaßen: „As you do not fight fire with fire, you do not fight complexity with complexity. Because complexity generates uncertainty, not risk, it requires a regulatory response grounded in simplicity, not complexity.“

Die herrschende regulatorische Komplexität verweist stattdessen auf eine vielfach zahnlose politische Steuerung. Sie zeichnet sich durch Überflexibilität bzw. fehlenden Zwang, fehlende direkte Verantwortung der Aufsichtsbehörden, kaum sichtbare und damit sanktionierbare Vergehen sowie eine fehlende juristische Durchsetzungsinstanz aus, die Sanktionen für die Gefährdung einer globalen „Infrastruktur“ aussprechen kann. Die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden bleiben im Rahmen ihrer Möglichkeiten – wie Studien zu bestätigen wissen – nicht nur zurückhaltend. Faktisch neigen sie dazu, ihre nationalen Champions zu bevorzugen. Wichtig ist zudem, dass potenzielle Sanktionen, wie beispielsweise der Entzug der Banklizenz, nicht anwendbar sind, da sie das Gesamtsystem ähnlich gefährden würden, wie eine Bankenpleite. Wer allerdings glaubt, dass ein Ordnungsrahmen ohne wirkungsvolles Sanktionsregime erfolgreich sein kann, der muss naiv sein.

Das hier beschriebene BCBS Regelanwendungs-Regime reizt einen Feedbackloop der systemweiten Komplexisierung an. Um diesen Rückkoppelungsmechanismus zu unterbrechen, wäre es notwendig, die Treffsicherheit des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes zu fördern, d. h. zuerst einmal die Überflexibilisierung der Eigenkapitalschutzregeln zu stoppen. Simple Regeln, die von den Behörden gut kontrolliert und deren Informationen von den Gläubigern zeitunabhängig und überindividuell glaubhaft verglichen werden könnten, wären ein Anfang. Insbesondere die Begrenzung der Verwendung des IRB-Ansatzes würde das Regelanwendungs-Regime treffsicherer machen. Eine durchaus durchsetzbare

Darüber hinaus müsste ein praktikabler Sanktionsmechanismus eingeführt. Eine globale Aufsicht, die insbesondere die Dealer-Elitebanken in ein praktikables, am Gemeinwohl interessierte Haftungsregime integriert. Letzteres könnte dann auch ganz rational als Teil eines Sanktionsmechanismus beurteilen, wie groß eine Bank sein darf, d. h. ob eine TBTF und TCTF Dealer-Elitebanken weitermachen darf oder besser zerschlagen werden müssten, wie auf nationaler Ebene durchaus diskutiert wird. Dies alles ist

nicht durchsetzbar, weil nationale und bankindividuelle Interessen nicht nur die Regelanwendung, sondern auch den Prozess der Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime dominieren. Die Revision des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes (Basel-III) als Teil des Markt- bzw. Interbankenmarktsystems ist somit insgesamt als nicht ursachenadäquat zu bewerten: Sie stellt im Sinne der Ursachen des Problems keine adäquate Problemlösung dar.

Dennoch: Das BCBS hat in mehrfacher Hinsicht dafür gesorgt, dass das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime besser gewappnet scheint, einen makroökonomischen Schock im Interbankenmarktsystem, d. h. einen plötzlichen Verfall vieler Primärwerte, am gegenseitigen Vertrauen in das BCBS Eigenkapital abtropfen zu lassen. Insbesondere die vielfache Ausrichtung der Maßnahmen an das Vorhalten von deutlich mehr Tier-1 Kernkapital stärkt das überindividuelle Vertrauen der Dealer-Elitebanken in ihre Gegenparteien. Faktisch ist neben der Höhe auch die Qualität des vorzuhaltenden BCBS Mindesteigenkapitals der Dealer-Elitebanken und ihrer Großkunden gestiegen (vgl. Abschnitt 6.1.2).

Dass die gestiegene Höhe und verbesserte Qualität des vorzuhaltenden BCBS Mindesteigenkapitals allerdings ausreicht, das Interbankenmarktsystem langfristig zu stabilisieren und vor allem ausreicht, die Sitzstaaten vor einer erneuten, teuren Rettung ihrer Dealer-Elitebanken mit Steuergeld zu bewahren, ist nicht zu erwarten. Dies liegt strukturell betrachtet daran, dass die Wettbewerbsintensität nicht abnimmt, vor allem weil der Status quo der komplexen Organisationen der Dealer-Elitebanken nicht angetastet wurde. Es liegt aber auch und vor allem an strukturellen Schwächen des beschriebenen Regelanwendungs-Regimes und dem Regime seiner politischen Aushandlung.

7. ANHALTENDES STEUERUNGSVERSAGEN II: DIE NICHTABSCHAFFUNG DES IRB-ANSATZES

Basel-III ist ein Maßnahmenpaket, mit dem das Problem der Instabilität des Interbankenmarktsystems – wie im 6. Kapitel festgestellt – nicht behoben wird. Unter anderem das Festhalten am IRB-Ansatz zur Risikogewichtung, der zweifelsfrei nicht mit dem Ziel des überindividuellen und zeitunabhängigen Vertrauensschutzes vereinbar ist und wegen seiner regulatorischen Überflexibilität weitgehend für die prozyklische Destabilisierung des Interbankenmarktsystems verantwortlich gemacht werden kann, rechtfertigt somit die Rede von einem anhaltenden Steuerungsversagen, das ein anhaltendes Marktversagen bedingt. Nachfolgend sollen Gründe dafür zusammengetragen werden, warum es nicht gelungen ist, den Dealer-Elitebäken die Freiheit zu nehmen, ihr regulatorisches Mindesteigenkapital mit dem IRB-Ansatz berechnen zu dürfen, obwohl dies für die nachhaltige Fundierung des Vertrauensschutzes im Interbankenmarktsystem von elementarer Bedeutung gewesen wäre. Das zentrale Argument ist, dass die Verhandlungen im BCBS Regelsetzungs-Regime vom Markt- und Standortwettbewerb dominiert wurden – sie governance-theoretisch gesprochen im *Schatten des Wettbewerbs* und nicht im *Schatten der Hierarchie* verliefen.

Die nachfolgend zu beantwortende Frage lautet: Warum wird ein zentrales problemrelevantes Element eines Steuerungskonzepts in der Hauptphase der Verhandlung, die sich zudem durch ein weit geöffnetes „Policy-Window“ auszeichnet, nicht korrigiert, sondern – wie gezeigt – nach gleichem Muster zusätzlich verschärft? Den nachfolgenden Ausführungen zur Beantwortung der Frage soll vorweggestellt werden, dass die Abschaffung des IRB-Ansatzes eine redistributive Maßnahme ist. Die mit solchen Maßnahmen einhergehenden Einigungskosten fallen so hoch aus, dass die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes aus einer instrumentenzentrierten Perspektive bereits mit diesem Argument erklärt werden kann. Die Einigungskosten steigen, weil der organisierte Widerstand gegen die redistributive Maßnahme zunimmt (vgl. Abschnitt 2.2.1.2.3). Hier soll es allerdings darum gehen, über den organisierten Widerstand hinaus, strukturelle Ursachen für die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes aufzudecken. Es soll die Analyse der Durchsetzbarkeit der redistributiven Maßnahme „Abschaffung des IRB-Ansatzes“ auch mit institutionellen oder governance-theoretischen Argumenten geführt werden. Denn maßgeblich für die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes sind nationale Präferenzen, die aus den Besonderheiten der langfristig gewachsenen, nationalen Finanzsysteme und Bankenorganisationen heraus die politischen Positionen der Verhandellnden prägen.

Nachfolgend (7.1) sollen die Basel-III-Verhandlungen im BCBS Regelsetzungs-Regime aus einer governance-theoretischen Perspektive untersucht werden. Es sollen aus governance-theoretischer Perspektive weitere strukturelle Gründe ermittelt werden, die die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes erklären helfen. In einem Zwischenfazit (7.2) soll eine Generalisierung der Ergebnisse versucht werden.

Es soll sich der Antwort auf die Frage angenähert werden, ob es in transnationalen Regelsetzungs-Regimen so etwas wie ein transnationales Gemeinwohl geben kann oder ob wettbewerbsbedingt anhaltendes Steuerungsversagen, d. h. im weitesten Sinne Problemlösungsunfähigkeit, in einem unregulierten, von Spezialinteressen vereinnahmten Staatenwettbewerb der Regelfall ist.

7.1 DIE NICHTABSCHAFFUNG DES IRB-ANSATZES IM BCBS REGELSETZUNGS-REGIME

In diesem Abschnitt sollen institutionelle bzw. strukturindividuelle Gründe für das anhaltende Steuerungsversagen, d. h. für die Problemlösungsunfähigkeit, des BCBS Regelsetzungs-Regimes untersucht werden. Um besser zu verstehen, warum der IRB-Ansatz vom BCBS Regelsetzungs-Regime nicht abgeschafft und auch nicht maßgeblich entschärft, sondern im Gegenteil weiter komplexisiert wurde, muss der Entscheidungsprozess im BCBS Regelsetzungs-Regime in den Blick genommen werden. Die These ist, dass auch hier strukturbedingt wettbewerbliche Elemente, die Einigung auf eine effektive Problemlösung, eine Problemlösung, die ihren Namen Wert ist, im Weg steht. Dabei sind die Begriffe Marktwettbewerb, Staatenwettbewerb (bzw. Regulierungs- oder Standortwettbewerb), Wettbewerbsfähigkeit und Vereinnahmung von Bedeutung für einen zu entwickelnden Erklärungsansatz. Alle Begriffe haben in den vorangegangenen Kapiteln bereits Erwähnung gefunden, sollen an dieser Stelle allerdings nochmals definiert werden.

Der *Marktwettbewerb* ist der Wettbewerb zwischen den privatwirtschaftlichen Anbietern von Gütern und Dienstleistungen. Im Rahmen ihrer Marktfreiheiten konkurrieren die Anbieter von Gütern und Dienstleistungen um die Gunst der Nachfrager. Wie gezeigt ist der Marktwettbewerb zwischen den Dealer-Elitebanken sehr hoch. Die Oligopolstruktur des Marktes erhöht die Reaktionsgeschwindigkeit bzw. die Dynamik der wechselseitigen Interdependenzbewältigung, die durch die mobile und leicht zu kopierende Natur der Produkte, deren Nachahmung letztlich nur das notwendige Wissen aber keine darüber hinausgehenden Ressourcen erforderlich macht, gefördert wird. Der IRB-Ansatz ist ein Regulierungsansatz, der den Marktwettbewerb nicht reguliert, sondern den Wettbewerbern Raum für Ausweichhandlungen bietet, die sie bei der Finanzierungs- und Risikosteuerung im Interbankenmarktsystem suchen und finden.

Der *Staatenwettbewerb* ist der Wettbewerb zwischen den wenigen öffentlich-rechtlichen Anbietern von nationalen Wirtschaftssystemen.⁴⁰⁷ Dem Staatenwettbewerb, der auch als Standort-, Regulierungs- oder

⁴⁰⁷ Die Literatur zum Thema ist kaum zu überblicken (siehe Krugman 1994; Gerken 1999; Scharpf 2000; Sinn 2004; Kirchhof 2005; Vanberg 2005; Würtenberger 2006; Holman 2008; Horn 2013; Genschel und Seelkopf 2015). Die argumentativen Fronten der Bewertung des Staatenwettbewerbs sind verhärtet. Die einzelnen Argumente können hier nicht im Detail ausgearbeitet werden. Es sei allerdings erwähnt, dass Hans-Werner Sinn (2004, 34-35) argumentiert, dass der Staatenwettbewerb die Problemlösungsfähigkeit der Staaten negativ beeinflusst.

Systemwettbewerb bezeichnet wird⁴⁰⁸ und der laut Hans-Werner Sinn (2004, 23-24) eine Folge der von der Mobilität der multinationalen Unternehmen geprägten Globalisierung sei, die die Abhängigkeit zwischen den Staaten vergrößert habe, werden unterschiedliche Wirkungen zugesprochen.⁴⁰⁹ Entweder mündet er in ein sogenanntes *race-to-the-top* (positiver Effekt) oder in ein sogenanntes *race-to-the-bottom* (negativer Effekt). Staatenwettbewerb gilt es nachfolgend als Konkurrenz zwischen Staaten oder „Systemen“ bzw. Steuerungsräumen zu verstehen, deren Akteure sich beobachten, einander nachahmen oder beispielsweise die Merkmale einer Steuerung im Regulierungswettbewerb verhandeln, um den Standortwettbewerb zu gewinnen. Dies kann auch bedeuten, dass ein Staat die Besonderheiten seines eigenen, langfristig gewachsenen Systems nicht aufgeben will. Entscheidend ist, dass transnationale gesellschaftliche Probleme der vorliegenden Art im Rahmen des Staatenwettbewerbs gelöst werden müssen. Die transnationale Re-regulierung eines Sektors ist hochgradig kompliziert. Hier soll argumentiert werden, dass der IRB-Ansatz bereits Ausfluss eines *race-to-the-bottom* gewesen ist und dass die neuerliche Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes Ausfluss des anhaltenden Staatenwettbewerbs ist, der unangemessene Problemlösungen bzw. Staatsversagen fördert, weil in ihm das Drohpotential der multinationalen Unternehmen, aber ebenso auch das Festhalten an bestehenden Systemgrundlagen von großer Bedeutung ist.

Die *Wettbewerbsfähigkeit*⁴¹⁰ ist ein Konzept, dem Paul Krugman (1994, 42) gefährlich-obsessive Züge⁴¹¹ attestiert und das Theresia Wobbe (2010, 121) als nicht verhandelbare „Identitätsformel der EU“ bezeichnet. Wettbewerbsfähigkeit ist das zentrale Argumentationsmuster im Markt- und im Staatenwettbewerb. Wettbewerbsfähigkeit wird in der Betriebswirtschaftslehre als das Potential eines Unternehmens beschrieben, bei gegebener Wettbewerbsintensität Gewinne zu erwirtschaften. Neben der sogenannten preislichen Wettbewerbsfähigkeit existiert ein weiterer Begriff der Wettbewerbsfähigkeit, der auch die Regeln, d. h. insbesondere staatlich-hierarchisch gesetzte Regeln, in die Gleichung einbezieht, denen ein Unternehmen in einem Steuerungsraum unterworfen ist (BMF 2013, 18). Hieran knüpft die

⁴⁰⁸ Der Begriff des Staatenwettbewerbs soll hier an erster Stelle verwendet werden. Es kann aber an der ein oder anderen Stelle Sinn machen auf die synonymen Begrifflichkeiten zu rekurrieren, da mit ihnen einzelne Argumente besser zu fassen sind. Dies gilt insbesondere für den Begriff des Regulierungswettbewerbs.

⁴⁰⁹ Ekkehart Reimer (2010, 377-384) unterscheidet mit Bezug auf den zwischenstaatlichen Steuerwettbewerb, den er als empirisches Beispiel für den Staatenwettbewerb anführt, erstens eine Steuersenkungswirkung, zweitens eine Entdeckungswirkung, drittens eine Diversifikationswirkung und viertens eine Beschleunigungswirkung.

⁴¹⁰ Was genau die Wettbewerbsfähigkeit eines Staates ausmacht, das definiert z. B. das *World Economic Forum* (siehe URL: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2014-2015/methodology>). Sie messen Wettbewerbsfähigkeit als einen Index, den sie jährlich im *World Competitiveness Report* veröffentlichen. Der Index setzt sich aus zwölf Variablen zusammen, von denen vier als sogenannte *basic requirements* Wettbewerbsfähigkeit im Kern beschreiben: 1) Institutionen, gemeint ist insbesondere die Vertragsfreiheit und ihre rechtsstaatliche Sicherung, aber auch der Hinweis auf die mit Überregulierung einhergehenden Folge für die Wettbewerbsfähigkeit ist an dieser Stelle zu nennen. 2) Infrastruktur, gemeint sind die vorhandenen Verkehrswege, die die Mobilität von Gütern und Arbeitnehmern fördern. 3) Makroökonomisches Umfeld, gemeint ist nicht zuletzt seine Stabilität. 4) Gesundheit und Grundbildung.

⁴¹¹ Paul Krugman beschreibt den Staatenwettbewerb als „Dangerous Obsession“. Die Obsession gipfelt darin, dass man von rechtswissenschaftlicher Seite mittlerweile vorschlägt, die „internationale Konkurrenzfähigkeit“ als einen „Schlüsselbegriff“, als ein nationales „Postulat [...] zur Verfassungskonkretisierung“ heranzuziehen (Württemberg 2006, 651).

strategische Verwendbarkeit des Konzepts der Wettbewerbsfähigkeit im Staatenwettbewerb an. Gute Regulierung ist in diesem Sinne oft effiziente und damit wenig oder aus marktliberaler Sicht gegebenenfalls keine Regulierung.

Vereinnahmung oder *Capture* ist ein Konzept, mit dem der strategische Widerstand privater Interessen gegen öffentliche Interessen beschrieben wird. Geht man davon aus, dass problemlösungsrelevante, d. h. freiheitsbeschränkende Regeln im öffentlichen Interesse liegen, sie aber Wettbewerbsfähigkeit reduzieren, dann ist die Vereinnahmung als ein Konzept zu verstehen, mit dem sich der Einfluss auf die Gestaltung der eigenen Wettbewerbsfähigkeit stärken lässt. Die Vereinnahmung der Mitglieder eines Steuerungs-Regimes, d. h. beispielsweise der Staaten, ist im Staatenwettbewerb umso mehr möglich, weil die Staaten ein Wissensdefizit bezüglich solcher Inhalte aufweisen, die den Standort vor allem für die Unternehmen stärken. Vereinnahmung ist hier demnach als eine auf die Unternehmenspräferenzen der Wettbewerbsfähigkeit verengte Sicht auf ein gesellschaftliches Problem zu verstehen.

Nachfolgend soll erstens (7.1.1) die Organisation des BCBS Regelsetzungs-Regimes als Mehrebenensystem beschrieben werden, in der wenige, zumeist mächtige Staaten sich durch Vertreter relativ unabhängiger, spezialisierter Behörden eine potenzielle Problemlösung verhandeln. Es soll zweitens (7.1.2) gezeigt werden, dass der Prozess der Regelentwicklung im BCBS Regelsetzungs-Regime ein komplexer, mehrphasiger Verhandlungsprozess ist, den das Argument der Wettbewerbsfähigkeit der Normadressaten strukturiert. Und es soll drittens (7.1.3) der strategische Einfluss, die empirisch zu beobachtende Widerstandswahrnehmung der Dealer-Elitebanken bzw. die tief gehende Vereinnahmung des Prozess der Regelsetzung durch die Dealer-Elitebanken im BCBS Regelsetzungs-Regime im Zentrum der Auseinandersetzung stehen.

7.1.1 BCBS REGELSETZUNGS-REGIME ALS TRANSNATIONALES MEHREBENENSYSTEM

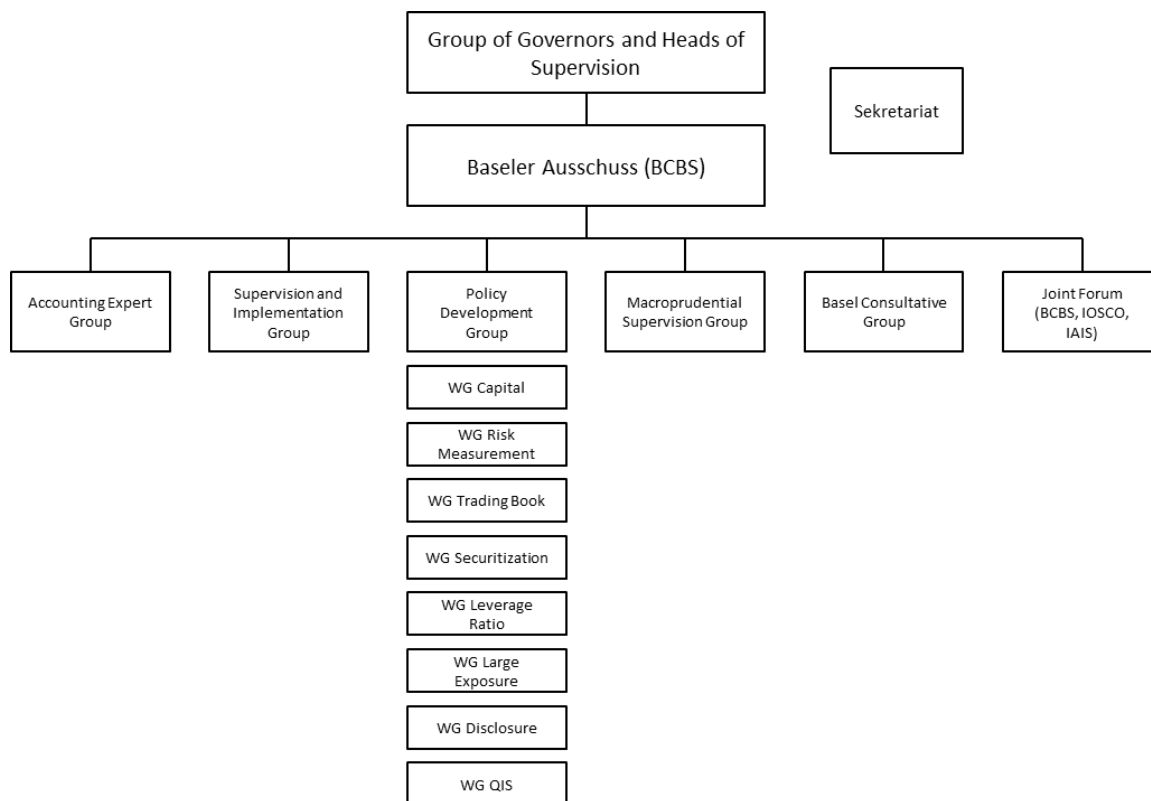
Das BCBS⁴¹² Regelsetzungs-Regime kann als eine transnationale Mehrebenenorganisation beschrieben werden, die über ihre Ebenen hinweg, zahlreiche technokratische Netzwerke integriert. Entscheidend für die nachfolgende Argumentation ist, dass die Konstitution des Baseler Mehrebenensystems der Bankenregulierung den Staatenwettbewerb zwischen mächtigen Steuerungsräumen fördert, sich darüber hinaus aber durch seine Offenheit für private Interessen auszeichnet, wodurch der Wettbewerb zwischen den Staaten durch die weitgehend gleichförmigen Harmonisierungsinteressen der Banken überlagert wird. Zwei Ebenen sollen im Folgenden unterschieden werden: Erstens (7.1.1.1) eine interadministrative Organisationsebene und zweitens (7.1.1.2) eine Organisationsebene, die die gesamte Mehrebenenorganisation allerdings nur schwach an die nationalen Zentren rückkoppelt.

⁴¹² Zur Entstehung, Funktion und Entwicklung des BIZ sei auf zwei einschlägige Publikationen verwiesen: Zur frühen Entstehung und Funktion bis in die 1970er Jahre siehe Adam Lebor (2013). Für die weitere Entwicklung siehe Carl Felsenfeld und Genci Bilali (2004).

7.1.1.1 Horizontale interadministrative BCBS Mehrebenenorganisation

Abbildung 44 stellt den Kern des BCBS Regelsetzungs-Regimes dar, seine formalisierte interne Arbeitsstruktur, die von einigen wenigen festangestellten Mitarbeitern des Sekretariats⁴¹³ und des Führungsstabs getragen wird. Der Aufbau des inneren Kerns orientiert sich an der BCBS Charta (2013b). Beaufsichtigt durch ein richtungsweisendes Führungsorgan, die sogenannte *Gruppe der Zentralbankpräsidenten und Leiter der Bankenaufsichtsinstanzen (Group of Governors and Heads of Supervision – GHOS)*, setzt sich das BCBS darüber hinaus aus dem Baseler Ausschuss (den Unterausschüssen, Arbeitsgruppen und Task-Forces), den Vorsitzenden und dem Sekretariat zusammen. Von den sechs Unterausschüssen gilt es hier insbesondere das *Joint Forum* und die *Policy Development Group* hervorzuheben, weil beide maßgeblich den Regelsetzungsprozess gestalten.

Abbildung 44: Aufbauorganisation der zentralen BCBS Organisation gemäß Charta



Quelle: BCBS Charta, www.bcbs.com, eigene Darstellung

Christoph Möllers (2005) spricht insgesamt von einer „interadministrativen Kooperation“ (355) oder einer „transnationalen Behördenkooperation“ (351), Eberhard Schmidt-Aßmann (2006, 318) von „informalen Behördennetzwerken“, also von einer transnationalen Vernetzung von nationalen Behördenvertretern zum Zwecke der transnationalen Gestaltung des BCBS Eigenkapitalschutzes.⁴¹⁴ Auf der

⁴¹³ Das Sekretariat des BCBS ist an die internationale Organisation der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* (BIZ) angeschlossen. Das formelle Verhältnis zwischen BIZ und BCBS ist allerdings weitgehend unklar (Felsenfeld und Bilali 2004, 951).

⁴¹⁴ Siehe hierzu auch Anne-Marie Slaughter (2003) oder Kai Raustiala (2002).

Grundlage der den Kern der Netzwerkorganisation formalisierenden BCBS Charta versammeln sich die Behördenvertreter der Mitgliedstaaten, um in den entsprechenden Gremien das Problemlösungshandeln des BCBS zu koordinieren, d. h. eine konsensuelle Entscheidung zu verhandeln bzw. – aus governance-theoretischer Perspektive – Interdependenz zu bewältigen.

„Zu den Mitgliedern der (sic!) BCBS zählen Instanzen mit direkten Bankenaufsichtsbefugnissen sowie Zentralbanken“, lässt sich der Charta entnehmen (BCBS 2013b, 2). Das BCBS setzt sich aus den Präsidenten der nationalen Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden zusammen, wird in einzelnen Bereichen allerdings auch durch nachgeordnete Vertreter der nationalen Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden bereichert, und ist somit als technokratisches Gremium zu bezeichnen. Vor allem die gut vernetzten und kooperationswilligen Zentralbanker und die ihnen nahestehenden Vertreter der nationalen Finanzaufsichtsbehörden nutzen das BCBS zuerst einmal als transnationalen Kooperationslokal, an dem sie ihre technisch geprägten und an der regulatorischen Tradition sich orientierenden Problemdefinitionen und Lösungsansätze kommunizieren. Auf der Basis ihres praxisorientierten Verständnisses der zu verhandelnden Inhalte schließen sie das horizontale Netzwerk der interadministrativen Behördenkooperation nach außen hin kognitiv ab (Barr und Miller 2006, 18). Weniger informierte Interessen finden keinen Zugang zu dem Netzwerk, das sich auf dieser Ebene über die Behördenvertreter hinaus vor allem durch Beziehungen zu den Normadressaten auszeichnet. Man kann also mit Blick auf das BCBS von einer „Epistemic Community“ sprechen (Kapstein 1992, 267), wie Peter M. Haas (1989, 384) homogene Policy-Netzwerke einst prägend beschrieben hat.⁴¹⁵

Die BCBS Charta unterscheidet grundsätzlich ordentliche Mitglieder,⁴¹⁶ Mitglieder, die es der Baseler Konsultationsgruppe zuzuordnen gilt, und Mitglieder, die über einen Beobachterstatus verfügen, womit eine strukturierende Vorauswahl für die Verhandlung im BCBS Regelsetzungs-Regime getroffen wird, die nicht zuletzt auf die globale Bedeutung der jeweiligen Staaten und ihrer Finanzsysteme verweist (Bertezolo 2009, 264). Zwangsläufig sind somit die relative Macht der Industrienationen und ihre höchst unterschiedlichen Steuerungstraditionen zentral für die Verhandlungen (siehe Kapitel 7.1.2).

Abbildung 45 zeigt einige Mitgliedstaaten und ihre mit einem Sitz im BCBS vertretenen nationalen Regierungsbehörden. Demnach sind die USA mit vier unterschiedlichen Regierungsbehörden im

⁴¹⁵ Zitat von Ethan B. Kapstein (1992, 267): „[I]f we examine the setting for contemporary international banking regulation, we find numerous factors conducive to the emergence of an epistemic community: the Bank for International Settlements (BIS) provides an institutional setting in which bankers regularly meet; the central bankers share a general set of beliefs about systemic stability and the need for international regulation to ensure such stability; banking supervision is becoming more technically sophisticated, with advances in computer modeling and simulation; and the bankers are already pursuing many common policy projects, including the determination of appropriate measures of bank liquidity and the study of methodologies for consolidating the balance sheets of financial conglomerate.“

⁴¹⁶ Das BCBS wird traditionell von den Regierungsbehörden der USA und den europäischen Industriestaaten angeführt, hat sich jüngst aber für einige Schwellenländer geöffnet und umfasst heute 27 Mitglieder. Aktuelle Mitglieder sind: Argentinien, Australien, Belgien, Brasilien, Kanada, China, Frankreich, Deutschland, Hongkong, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Korea, Luxemburg, Mexiko, Niederlande, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Spanien, Schweden, Schweiz, Türkei, Großbritannien und die USA.

BCBS Regelsetzungs-Regimes vertreten: dem *Board of Governors of the Federal Reserve System*, der *Federal Reserve Bank von New York*, dem *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* sowie der *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*.⁴¹⁷ Michael S. Barr und Geoffrey P. Miller (2006) sehen in der Anzahl der Regulierungsbehörden, deren Behördenvertreter die USA zur Verhandlung des Eigenkapitalschutz-Regimes abstellen, das strukturelle Problem, dass es wegen der Konkurrenz, die aus den unterschiedlichen Klientelen der Behörden erwächst, zwischen den vier beteiligten nationalen Aufsichtsbehörden zu Verzögerungen kommt. In Mitgliedsländern, deren Bankenaufsichten in einer Behörde konzentriert sind (*Allfinanzaufsicht*), wie dies im Falle Italiens zu sehen ist, ist diese Gefahr gebannt. Die meisten Mitgliedstaaten verfügen jedoch über zwei Regulierungsbehörden, deren Repräsentanten ihre Behörde im BCBS Governance-Netzwerk vertreten. Dazu gehört auch Deutschland, das mit der *Bundesbank* und der *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*⁴¹⁸ zwei Sitze im BCBS Governance-Netzwerk besitzt.

Abbildung 45: Ausgewählte formelle Mitglieder und EU-Behörden mit Beobachterstatus im BCBS

Formelle Mitglieder	USA	Board of Governors of the Federal Reserve System Federal Reserve Bank of New York Office of the Comptroller of the Currency Federal Deposit Insurance Corporation
	Deutschland	Deutsche Bundesbank Federal Financial Supervisory Authority (BaFin)
	Großbritannien	Bank of England Prudential Regulation Authority
	Italien	Bank of Italy
Beobachterstatus	EU	European Commission European Central Bank European Banking Authority

Quelle: www.bcbs.com, eigene Darstellung

Die Mitgliedsländer der EU finden sich darüber hinaus auch durch die EU selbst vertreten, der im BCBS allerdings nur ein Beobachterstatus eingeräumt wird. Drei EU-Organisationen verfügen über einen Beobachtersitz im BCBS Governance-Netzwerk: die *EU-Kommission*, die *EZB* und die *European Banking*

⁴¹⁷ Hervorzuheben ist, dass die sogenannte US-amerikanische *Commodity Future Trading Commission (CFTC)* trotz ihrer Relevanz für das Interbankenmarktsystem keinen Sitz im BCBS besitzt. Die CFTC vertritt keine Gruppe von lizenzierten Bankgesellschaften und ist durch einen deutlich konfrontativeren, klientelbefreiten Steuerungsansatz bekannt, wie die ehemalige Chefin dieser Regulierungsbehörde Brooksley E. Born um die Jahrtausendwende durch ihren Kampf für die Regulierung des Derivatehandels gezeigt hat. Man könnte mutmaßen, dass die CFTC wegen ihrer klientelbefreiten Haltung keinen Sitz im BCBS besitzt.

⁴¹⁸ Die Zusammenlegung der drei früheren deutschen Finanzaufsichtsbehörden zu einer, neben der Bundesbank existierenden zentralen Regulierungsbehörde hat Stefan Handke (2010) beschrieben.

Authority (EBA). Der Beobachterstatus weist auf die im Zuge der europäischen Integration noch weitgehend unausgereifte Konstitution des Politikfelds Finanzmarktregulierung hin. Die relative Bedeutung der europäischen Ebene wird allerdings durch den seltsamen Umstand gestärkt, dass der Präsident der EZB, Mario Draghi, als Zentralbankchef eines Steuerungsraums mit Beobachterstatus, dem zentralen BCBS Aufsichtsgremium, dem GHOS, vorsitzt (Camilli 2011, 328-329).

Die Kooperation zwischen den nationalen Regulierungsbehörden wird in der BCBS Charta nicht formell begrenzt (BCBS 2013b, 8), wie man dies beispielsweise aus Verfassungsstaaten kennt, in denen geregelt sein kann, in welchen Arrangements und auf welchen Subebenen des politisch-administrativen Systems man einander begegnet. Im BCBS Regelsetzungs-Regime ist das Gegenteil der Fall. Die formelle Freiheit zur interadministrativen Kooperation hat allerdings quasi-formelle Mechanismen hervorgebracht, mit denen sich das horizontale Netzwerk der Behördenkooperation flexibel ausbauen und jederzeit an seine Umwelt anpassen lässt. In der Fachliteratur wird diesbezüglich beispielsweise die Bedeutung sogenannter *Memoranda of Understanding* (MOU) diskutiert (Raustiala 2002, 22; Slaughter 2004, 49; Möllers 2005; van Aaken 2007, 233-237), in denen vom Informationsaustausch über die kooperative interadministrative Beratung bis hin zu spontanen Abkommen die politikfeldspezifischen Verhandlungen betreffend nahezu alles zwischenstaatlich bzw. interadministrativ vereinbart werden kann, was die Organisation der transnationalen Behördenkooperation und damit die weitere Formalisierung der horizontalen „informalen Behördennetzwerke“ (Schmidt-Aßmann 2006, 318) fortsetzt.⁴¹⁹

Die MOU können als Organisationsvorschriften ohne direkte Bindungswirkung beschrieben werden. Sie sind im vorliegenden Zusammenhang als ein zentrales Instrument der „auswertigen Verselbständigung“ (Möllers 2005, 382) der nationalen Regulierungsbehörden zu begreifen, deren Führungspersonal sich auf der transnationalen Bühne Reputation und neue Arbeitsfelder sichern will. Die zunehmende Unabhängigkeit der Regulierungsbehörden von der ihr übergeordneten Verwaltung, die Régis Bismuth (2010, 96-97) in die institutionelle, finanzielle und regulatorische Unabhängigkeit unterteilt⁴²⁰, die man allerdings noch um die inhaltlich-technische bzw. wissenspraktische Unabhängigkeit ergänzen muss (Ringquist et al. 2003), stärkt diesen Zusammenhang.

⁴¹⁹ Anthony Aust (2007, 32-57) gibt in seiner Arbeit „Modern Treaty Law and Practice“ einen umfassenden Überblick über die Welt der MOUs, über ihre fallspezifische Anwendung, Formulierung sowie über ihre Vorteile und Nachteile gegenüber intergouvernementalen Verträgen. Zu den Vorteilen gehört beispielsweise die Möglichkeit der Geheimhaltung von MOUs, ihre weitgehende Formlosigkeit, ihre Veränderbarkeit und dass sie nicht zwingend von Ministern, sondern einfach von offiziellen unterzeichnet werden können. Kai Raustiala (2002, 22) beschreibt MOUs wie folgt: „MOUs are frequently used to create a loose and adaptable framework in which to share information, ideas, and resources. MOUs are soft law agreements: non-binding as a legal matter but, at least in the view of many regulators, highly effective and far more flexible.“

⁴²⁰ Während Stefan Handke (2012) für die deutsche BaFin die wachsende Unabhängigkeit in vielfacher Weise feststellt, weisen Christoph Möllers (2005, 372-378) und Michael S. Barr und Geoffrey P. Miller (2006, 33-34) darauf hin, dass bereits die transnationale Kooperation von Behörden mit dem Fernziel der übernationalen Regulierung einem Gesetzesvorbehalt unterliege. Die US-amerikanischen Finanzregulierer besitzen eine gesetzliche Ermächtigung zur Kooperation bereits seit den 1980er Jahren, während die deutschen Finanzregulierer, die BaFin (siehe zum Aufgabenbereich der BaFin Kapitel 5.1.3) und die Bundesbank, bis heute keine explizite gesetzliche Ermächtigung besitzen, mit anderen Regulierungsbehörden zu kooperieren.

Stefan Handke (2010) sieht beispielsweise die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in ihrer aktuellen Konzeption weniger als Agent des Prinzipals, d. h. des Bundesministeriums der Finanzen (BMF), denn als *Trustee*, man könnte auch sagen als Vertretung des Standes der Banken und Finanzdienstleister oder anderer spezieller Klientele.⁴²¹ Drei Unterscheidungen sind nach Stefan Hanke (2010, 119) zur Differenzierung von Agenten und Trustees zu treffen: Anders als ein Agent pflegt ein Trustee eine treuhänderische Beziehung weniger zu seinem Prinzipal als zu seinem sogenannten Beneficiary, d. h. im vorliegenden Fall zum „wirtschaftlichen Eigentümer“ bzw. zu den Vertretern des Berufsstandes, denen er selber angehört und die von möglichen Entscheidungen betroffen sind. Anders als ein Agent lehnt der Trustee seine Präferenzen nicht an die des Prinzipals an, und versucht dessen Nutzen zu maximieren, sondern orientiert sich vielmehr an seiner eigenen Reputation, an seiner eigenen Expertise, und versucht die Präferenzen seines Standes klientelistisch zu maximieren. Und dies nicht zuletzt in dem Wissen, dass die Klientel seine Qualifikationen und seine Aktivitäten in Zukunft möglicherweise noch anderweitig zu entlohnen weiß. Und anders als ein Agent, der vor allem den Weisungen des Prinzipals folgt, agiert der Trustee auf der Grundlage professioneller Orientierungen seinen Berufstand betreffend. Es ist also anzunehmen, dass die im inneren Kern des BCBS verhandelnden Behördenvertreter sich bevorzugt den Argumenten ihrer globalisiert agierenden, multinationalen Standesgenossen in den Dealer-Elitebanken anschließen, als sich von den Argumenten vermeintlicher Laien aus den ihnen formell weiterhin übergeordneten Ministerien und gar der Zivilgesellschaft beeinflussen zu lassen.

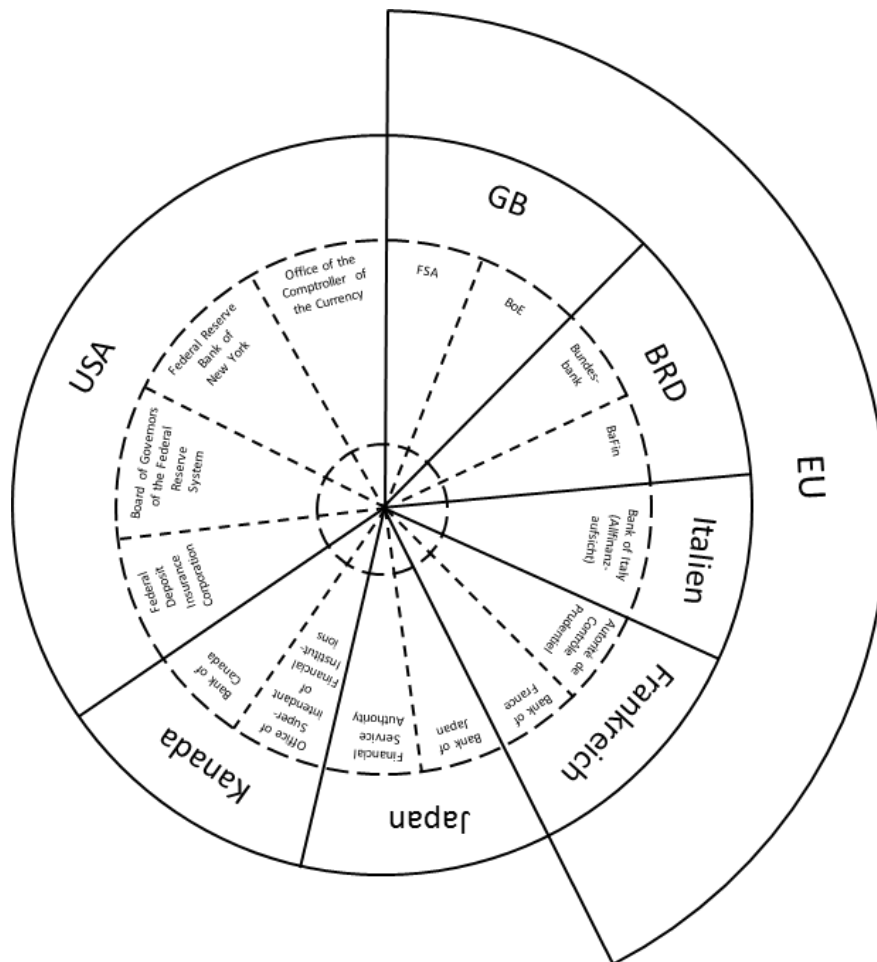
7.1.1.2 Vertikal rückgekoppelte BCBS Mehrebenenorganisation

Die vertikale Rückkoppelung der BCBS Mehrebenenorganisation muss governance-theoretisch als ihr hierarchischer Schatten bezeichnet werden. Die interadministrative Netzwerkorganisation verweist auf die relative Homogenität der Akteure, ihre gemeinsamen technischen Präferenzen und professionellen Orientierungen, d. h. auf die grundsätzlichen zwischenstaatlichen Kooperationskapazitäten im BCBS Regelsetzungs-Regimes. Dies mindert nicht zwingend die Gefahr, dass es im Rahmen der Verhandlungen zu divergierenden Interessenlagen kommt. Die vertikale Rückkoppelung verweist jedoch darauf, dass die in der BCBS Mehrebenenorganisation letztlich zusammenkommenden Akteure, trotz aller potenziellen Zugehörigkeiten zu transnationalen berufsständischen Netzwerken, Mitglieder souveräner Nationalstaaten sind, an deren Interessen und Ziele sich ihr weitgehend freies Mandat knüpft und deren zentrale Verantwortungsträger, Arenen und Verfahren ihren Handlungsspielraum bedingen. Das BCBS Regelsetzungs-Regime wird so an die nationalen Verantwortungsträger, Arenen und Verfahren der politischen Entscheidungsfindung im Mehrebenensystem, in dem Mehrebenenpolitik gemacht wird, rückgekoppelt.

⁴²¹ Ähnliche Untersuchungen finden sich auch für den Berufsstand des Zentralbankers, der demnach ebenfalls eher als Trustee denn als Agent auftritt (Driffill 2008).

Das BCBS Regelsetzungs-Regime wird durch die Rückkoppelung bzw. ihren hierarchischen Schatten erst zu einem Governance-Regime bzw. zu einem komplexen Regelsystem, in dem verbundene Governance-Formen sich im Sinne der Definition miteinander vermischen, d. h. die Interdependenzbewältigung der Akteure verkomplizieren oder gar stören (siehe Kapitel 2.1.2.4).

Abbildung 46: Der Mehrebenenaufbau des BCBS Regelsetzungs-Regimes



Quelle: Eigene Darstellung

Die Rückkoppelung an die nationalen Entscheidungsebenen ist für den Basel-III Regelsetzungsprozess gestärkt worden. Die erfahrene Schwere des Problems und seine Folgen hat die Einsetzung der G20 als quasi-Agenda-Setter nach sich gezogen. Erstmals wurde den für das BCBS verantwortlich agierenden Akteuren ein multinationales politisches Mandat übertragen (Helleiner 2010). Eine Entwicklung, die man nach Michael Zürn und Matthias Ecker-Ehrhardt (2013) auch als „Politisierung der Weltpolitik“ beschreiben kann. Michael Zürn (2013, 19) definiert Politisierung als den „Prozess, mittels dessen Entscheidungskompetenzen und die damit verbundenen autoritativen Interpretationen von Sachverhalten in die politische Sphäre gebracht werden, d. h. entweder in das politische Teilsystem (definiert durch die politische Funktionslogik) oder in den politischen Raum (definiert durch Debatten über die angemessene Funktionslogik für eine gegebene Problemlage) transportiert werden.“

Daraus folgt, dass das nationale politische Interesse ein bedeutendes konstitutives Element für die Entscheidungsfindung im BCBS Regelsetzungs-Regime ist. Jedes Mitgliedsland, d. h. die beteiligten Regulierungsbehörden samt ihrer klientelistischen Beziehungen, die nationalen Exekutiven, im vorliegenden Fall insbesondere die Finanzminister, aber auch die nationalen Legislativen, insofern sie die Vorschläge aus Basel in nationales bzw. europäisches Recht gießen müssen, nehmen abhängig von der Politisierung des Gesamtprozesses Einfluss auf den Verhandlungsprozess im BCBS Regelsetzungs-Regime (Barr und Miller 2006). Damit entsteht ein komplexes Bild des BCBS Regelsetzungs-Regimes, das sich in Abbildung 46 abgebildet findet.

Der innere Kern zeigt das interadministrative Behördennetzwerk. Der sich anschließende Ring zeigt die nationalen Behörden, die im BCBS miteinander kooperieren, möglicherweise aber eigene Interessen vertreten. Die beiden sich anschließenden konzentrisch sich um den Kern legenden Ringe verweisen wiederum auf die Einbettung der Behörden in das nationale politische System, in seine Arenen und Verfahren, in seine politikfeldspezifischen Diskurse, die im Politikfeld der Finanzmarkt- und Bankenpolitik von sehr weitreichenden Unterschieden geleitet sein können, wie insbesondere das Beispiel Deutschlands zeigt.

7.1.1.3 Das deutsche Banken- und Finanzsystem

Das deutsche Banken- und Finanzsystem unterscheidet sich weiterhin maßgeblich von vielen anderen, denn es ist ein bank- und kein markt-basiertes System (Vitols 2005; siehe auch Deeg 2010). Das heißt, dass die Banken und weniger der Markt im Zentrum der Finanzierung der Wirtschaftsakteure stehen. Sie vergeben deutlich mehr langfristige Kredite an die Industrie als dies in anderen Banken- und Finanzsystemen der Fall ist. Was wiederum bedeutet, dass ihre Bilanzen hohe Kredit- und Zinsrisiken aufweisen. Für den Zeitraum zwischen 1988 und 2009 machte das Kredit- bzw. Zinsgeschäft knapp 70 Prozent des Geschäfts der deutschen Banken aus. Auf dem Höhepunkt der Krise 2009 betrug der Anteil des Kredit- bzw. Zinsgeschäfts sogar über 80 Prozent (OECD 2012). Im internationalen Vergleich ist dies ein hoher Wert, der nicht zuletzt auf die Tradition und besondere Struktur des deutschen Banken- und Finanzsystems zurückzuführen ist, die sich bis zuletzt nur in Maßen anpassungsfähig an internationale Entwicklungen zeigte.

Das deutsche Finanzsystem prägt weiterhin ein dreigliedriger Bankensektor. Drei Bankentypen sind zu unterscheiden: Sparkassen, Genossenschaftsbanken und die Privat- bzw. Aktienbanken. Von allen dreien stehen nur die Aktienbanken zweifellos im Wettbewerb (Allen/Gale 2000, 72-73; Neumann/Reichel 2006). Die Sparkassen und Genossenschaftsbanken hingegen opfern ihre Profitmaximierung in Teilen – und zunehmend zurückhaltender – ihrer öffentlich-rechtlich institutionalisierten Rolle der Daseinsfürsorge, der sie insbesondere mit ihrem selbst kleinste Gemeinden abdeckenden Zweigstellennetz Rechnung tragen (Oellerking 1990). Diese das Gesamtsystem entdynamisierende Grundkonstellation, bei der die Fremdkapitalversorgung in allen Regionen an erster Stelle von zwei Gemeinwohl orientierten

Bankengruppen gewährleistet wird, stärkte das klassische Bankengeschäft, d. h. die langfristige, bilanzwirksame Kreditvergabe gegenüber Formen und Techniken der marktbasierter Finanzierung, aber auch des marktbasierter Risikomanagements, beispielsweise der Verbriefung. Letztere Formen und Techniken blieben weitgehend die Domäne der drei großen Aktienbanken: Commerzbank, Dresdner Bank und Deutsche Bank, die sie als Universalbanken immer schon den international tätigen deutschen Industrieunternehmen anbieten konnten; im Laufe der 1990er Jahre jedoch begannen, sie auch an kleine, mittelständische deutsche Industrieunternehmen zu vermarkten.

Die ausgeprägte Rolle des langfristigen Kredites im deutschen Banken- und Finanzsystem stützte darüber hinaus die einzig in Luxemburg und Deutschland derart unregulierte Verflechtung von Banken- und Industriesektor (Eckstein 1980, 465-466). Sie etablierte ein Hausbankensystem, indem die deutsche Industrie (Mittelstand und Großindustrie) ihre Banken als feste Partner wahrnahmen, deren sie sich zur Kreditfinanzierung ihrer Investitionen bedienten. Diese für den deutschen Kapitalismus so typische Governance-Struktur der Verflechtung des Banken- und Industriesektor hat vielfache Gründe, findet ihren Ursprung ebenfalls im 19. Jahrhundert (Tilly 1989, 192). In der entstandenen Verflechtungsstruktur hielten die deutschen Banken nicht nur große Aktienpakete an Unternehmen, sie verfügten vielmehr auch über das sogenannte Depotstimmrecht, das sich aus den in den Kundendepots liegenden Aktien der Bankkunden ergibt und ihnen die Stimmabgabe bei Aktionärstreffen möglich machte. Darüber hinaus durften an Unternehmen beteiligte Banken ihre Interessen im Unternehmensvorstand vertreten lassen, was nicht nur die Unsicherheit bezüglich der Fähigkeit der Unternehmen einen Kredit fristgerecht zurückzuzahlen hilft, sondern auch unternehmensstrategisches Mitentscheiden möglich macht (Eckstein 1980, 465-466). Das Hausbankensystem, das auch als Deutschland AG bekannt geworden ist, findet sich seit Mitte der 1990er Jahre im Rückbau (Andres et. al. 2012), was allerdings an der Dominanz der Kreditvergabe nichts geändert hat.

7.1.2 BCBS REGELSETZUNGS-REGIME ALS VERHANDLUNGSPROZESS NATIONALER WETTBEWERBSFÄHIGKEIT

Das BCBS Regelsetzungs-Regime konstituiert – wie gezeigt – eine weitgehend enthierarchisierte Mehrebenenorganisation, deren Policy-Entscheidungsprozesse in hohem Maße störungsanfällig sind (Benz 2010b, 120).⁴²² Der im BCBS Regelsetzungs-Regime und insbesondere in der Formulierungsphase vorherrschende Governance-Mechanismus ist demnach die Verhandlung. Nachfolgend soll die Phase der BCBS Regelsetzungsprozess als Verhandlungsprozess beschrieben werden, in dem die Abschaffung des IRB-Ansatzes anhaltend nicht möglich ist, weil die Verhandlungen nicht in einen prä-

⁴²² Kenneth W. Abbott und Duncan Snidal (2009, 46) beschreiben den Policy-Zyklus von transnationalen Regulierungsprozessen mit dem Akronym ANIME (*Agenda-Setting, Negotiation, Implementation, Monitoring, und Enforcement*) abkürzen. Die Formulierung von Regeln wird gleich als Verhandlung bezeichnet.

nanten Schatten der Hierarchie eingebettet sind, sondern mithilfe des Konzepts der Wettbewerbsfähigkeit vom Marktwettbewerb und vom Staatenwettbewerb überlagert werden, die den Verhandlungsprozess zu einem Verhandlungswettbewerb degenerieren lassen.

Nach Edward Kane (2007a, 42; 2007b, 401) lässt sich der BCBS Regelsetzungsprozess in drei zeitlich aufeinander folgende, sich dabei allerdings auch überlagernde Verhandlungsphasen teilen, die die Interdependenzbewältigung erst möglich macht: Erstens (7.1.2.1) die Phase der nationalen, bilateralen und transnationalen interadministrativen Vorverhandlungen, zweitens (7.1.2.2) die Phase der transnationalen responsiven Nachverhandlungen und drittens (7.1.2.3) die Phase der nationalen Implementationsverhandlungen. In allen Phasen der Verhandlung, die im Schatten der nationalen Hierarchien stattfinden, ist der kompetitiv-strategische Widerstand der Dealer-Elitebanken eine dominante und stets folgenschwere Größe, die am Verhandlungstisch im Rahmen des Staatenwettbewerbs vor allem in die Verteidigung der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Champions mündet.⁴²³

7.1.2.1 Bilaterale interadministrative Vorverhandlungen

Um die Interdependenzbewältigung mit dem Ziel der Entscheidungsfähigkeit zu stärken, die eigene Verhandlungsposition zu kommunizieren und möglicherweise bereits durch die Gewinnung Gleichgesinnter zu stärken, streben die im BCBS Regelsetzungs-Regime vertretenen nationalen Behörden die Ausarbeitung von bilateralen interadministrativen Vorverhandlungsübereinkommen („predeal understandings“) an. Vorverhandlungsübereinkommen sind in der Regel bilaterale interadministrative Übereinkommen (Kane 2007b, 401-402), die den oben beschriebenen MOU ähneln. Als solche sind sie „neither as sharply worded nor as enforceable as a formal contract“ (Kane 2007a, 42). Sie sind allerdings als wichtige Form der Erstverständigung zwischen den nationalen Behördenvertretern und ihrer nationalen Konstituenten zu verstehen, als welche sie die nachfolgenden Verhandlungen bestimmen.

Die Aushandlung der Vorverhandlungsabkommen erfolgt zwischen den formellen Mitgliedern des BCBS Regelsetzungs-Regimes. Es ist davon auszugehen, dass insbesondere die national stärksten Wirtschafts- und Finanzsysteme und die stärksten Dealer-Elitebanken als ihre nationalen Champions versuchen sich ihrer Positionen bilateral und vorwiegend integrativ strategisch zu versichern. Die mögliche Uneinigkeit zwischen den Konstituenten der Verhandlungen ist auf dieser Verhandlungsebene begrenzt, trifft man sich doch regelmäßig in den Leitungsgremien, den formellen Fachausschüssen und in den Workshops des BCBS. Uneinigkeit zwischen den Konstituenten der Verhandlungen kann allerdings zunehmen. Dies ist beispielsweise abhängig von der Fragmentierung der nationalen Behördenstruktur der Fall (Kane 2007b, 401), wenn einzelne Behörden eine Klientel und damit eine individuelle, von Spezialinteressen geprägte Mission vertreten, wie Edward Kane (2007a, 46-47) schreibt. Uneinigkeiten

⁴²³ Es ist nicht nötig, auf die Ausarbeitung von Basel-III zu fokussieren, weil alle Verhandlungsprozesse – inklusive Basel-I und Basel-II – exemplarisch für eine ineffiziente Problemlösung sind, die die nationale Wettbewerbsfähigkeit der Stabilisierung des Interbankenmarktsystems vorzieht.

können bereits in den Vorverhandlungen zu Tage treten, sollten den Status einer Fußnote aber noch nicht überschreiten.

Es ist kein Geheimnis mehr, dass der Einfluss von Unternehmensberatungen und Kanzleien in politischen Verhandlungsprozessen insgesamt zunimmt. Mehrere politik- und verwaltungswissenschaftliche Arbeiten haben sich diesem Thema in letzter Zeit angenommen (Döhler 2012; Meßerschmidt 2012). Auch in Bezug auf die bilateralen interadministrativen Vorverhandlungen im BCBS Regelsetzungs-Regime gibt es anekdotische Hinweise darauf, dass nationale Behördenvertreter bei der Koordinierung ihrer Missionen von privaten Unternehmensberatungen und Kanzleien unterstützt wurden und werden.⁴²⁴ Beispielsweise kritisierte Patrick Butler (2009), Direktor von McKinsey, auf dem Höhepunkt der letzten Finanzkrise das bestehende Kooperationsverhalten nationaler Behörden. Sein Engagement kann im Prinzip als Bewerbung für die eigene Beratungstätigkeit in dieser Sache verstanden werden: „Pragmatic and quick agreement is needed to make this kind of cooperation work—for example, to decide how the colleges of supervisors will together develop common solutions and how individual countries will adopt them.”

Hervorzuheben ist, dass die Unternehmensberatungen und Kanzleien den notwendigen Zugang zum Steuerungswissen der Dealer-Elitebanken besitzen. Vor allem den Finanzmarkt-Abteilungen der marktführenden Unternehmensberatungen traut man zu, nicht zuletzt die Funktionsweise der Dealer-Elitebanken sehr gut zu verstehen (Cullen 2013), haben doch viele Unternehmensberater mindestens die selbe Ausbildung genossen, zum Teil gar bei den Dealer-Elitebanken gearbeitet (Löhr 2014). Die Unternehmensberater und Kanzleien arbeiten quasi als Klammer zwischen dem Steuerungsobjekt und dem Steuerungs-subjekt aber ebenso auch als Klammer zwischen den nationalen Interessen. Die Nutzbarmachung dieser Informationen ist im Sinne einer übernational vermittelnden Beratung zur Formulierung von Vorverträgen durchaus plausibel. Über die jeweilige Beratungsvertragsgestaltung und die Ziele der Beratungsausführung kann hier jedoch nur spekuliert werden. Grundsätzlich ist jedoch anzunehmen, dass die Berater solcher Beratungsunternehmen die herrschenden Bedingungen auch nur im Rahmen ihres wenngleich weniger strategisch eingesetzten Steuerungswissens anfechten werden. Dieses Steuerungswissen ist Expertenwissen und damit für Nicht-Experten kaum zu verstehen. Ein radikaler institutioneller Wandel wie die Abschaffung des IRB-Ansatzes ist im Rahmen ihrer Beratung nicht zu erwarten.

Damit ist deutlich geworden, dass die Vorverhandlungsabkommen das Resultat eines Verhandlungsprozesses sind, der höchst anfällig für eine Vereinnahmung durch die Spezialinteressen derjenigen ist, deren Business Modell auf ihrem Wissen um die bestehenden Verhältnisse gründet. Aber auch die Normadressaten als Klientele der nationalen Behördenvertreter, insbesondere die Dealer-Elitebanken als die na-

⁴²⁴ Verwiesen sei diesbezüglich auf ein vom Autor geführtes Interview, bei dem der Interviewte um Anonymität gebeten hat. Es ging aus dem Interview hervor, dass die Vorverhandlungen zwischen der deutschen und der US-amerikanischen Seite von Finanzberatern begleitet wurden. Über die genaue Zusammensetzung der jeweiligen Kommissionen gibt es keine Informationen.

tionalen Champions der kontinentaleuropäischen Staaten, machen bereits in dieser Phase ihren strategischen Einfluss auf den Prozess der Vorverhandlungen geltend. Der Prozess der Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime beweist schon in dieser Phase seine Offenheit. Für die Abschaffung des IRB-Ansatzes ist diese Offenheit denkbar ungünstig, denn keiner der an den Vorverhandlungen beteiligten Akteure ist nachhaltig an der Abschaffung des IRB-Ansatzes interessiert. Sie dürften sich an dieser frühen Stelle des Verhandlungsprozesses vielmehr strategisch gegen die Abschaffung des IRB-Ansatzes aussprechen und somit die weiteren Verhandlungen prägen, in deren Rahmen sie sich lieber in einem regulationspolitischen Kleinklein verlieren. Dies konnte man sehr gut beobachten, als der IRB-Ansatz vor einiger Zeit plötzlich von Daniel K. Tarullo (2014) kritisiert wurde.⁴²⁵ Der IRB-Ansatz wurde von Risikomanagern im Reflex als wichtiger Anreiz zur innovativen Weiterentwicklung der bestehenden Risikomodelle beschrieben (vgl. bspw. GRCO 2014).⁴²⁶

7.1.2.2 Transnational responsive Nachverhandlungen

Auf die informellen Vorverhandlungen folgen in der hier präsentierten Baseler Prozess-Systematik die transnational responsiven Nachverhandlungen der Vorverhandlungen. In den responsiven Nachverhandlungen geht es erstens darum, auf der Basis der Vorverhandlungsabkommen eine vom BCBS veröffentlichte Konsultationsvorlage zu entwickeln, welche zweitens für die steuerungsraumspezifische Implementation und die nationalen Implementationsverhandlungen weiterentwickelt wird (vgl. bspw. Barr und Miller 2006; Bertezolo 2009).

Grundlegend für die responsiven transnationalen Nachverhandlungen sind die offiziellen Treffen der Vertreter der nationalen Behörden im GHOS und insbesondere im BCBS und seinen Subkomitees, seinen Ausschüssen und Task-Forces. Teil der responsiven Nachverhandlungen ist die zwingende Erstellung quantitativer Folgenabschätzungen (*Quantitative Impact Studies – QIS*) durch die Normadressaten, die das BCBS gerne in Auftrag gibt, um Informationen über die potentielle Wirkung ihrer Regeln zu erhalten. Quantitative Folgenabschätzungen sind an die hier im Zentrum stehenden öffentlichen Konsultationen der sogenannten Konsultationsvorlagen gebunden, die im Anschluss an die Vorverhandlungen entstehen. Konsultationsvorlagen sind bereits umfassend ausgearbeitete Gesetzesvorlagen, die in den responsiven Nachverhandlungen weiter geformt werden. Dazu bietet das BCBS die Option, formell Kritik zu üben. Das BCBS stellt dazu einen Zeitraum bereit, in dem alle Interessierten sich zum Inhalt der aktuellen Konsultationsvorlage schriftlich äußern dürfen. Die einzelne Kritik veröffentlicht das BCBS online. Die Fortentwicklung der Konsultationsvorlagen erfolgt dann unter anderem auf der Grundlage dieser, aber auch auf der Grundlage der aus den quantitativen Folgenabschätzungen gewonnenen Informationen.

⁴²⁵ Siehe dazu auch Duncan Wood (2014).

⁴²⁶ Siehe dazu auch die zahlreichen Antworten auf das Konsultationspapier zur umfassenden Revision des Handelsbuchs (bspw. ISDA et al. 2014, 2).

„Public consultation“, so nennt das BCBS was wir hier als responsive Nachverhandlungen bezeichnen, „is an integral element of the Basel Committee's standard setting process“, heißt es auf der Homepage des BCBS.⁴²⁷ Mit den Konsultationen will man insbesondere den Kreis der am Baseler Prozess beteiligten Akteure erhöhen, um die Baseler Eigenkapitalstandards zu einem möglichst „globalen Produkt“ zu machen, liest man in einer Presseerklärung.⁴²⁸ Die öffentlichen Konsultationen sollen dem Prozess der transnationalen Nachverhandlungen und damit auch dem Prozess der Regelsetzung insgesamt Formalität und damit auch Legitimität verleihen. Eine über den Glauben an eine von Experten geleitete Output-Legitimation hinausgehende legitimatorische Wirkung ist allerdings in beiderlei Hinsicht nur schwer auszumachen. Zu einseitig werden die öffentlichen Konsultationen von den Regime-Anwendern und nicht von den zivilgesellschaftlichen Akteuren genutzt.⁴²⁹ Und zu wenig versucht man hoch technisiertes Wissen der Zivilgesellschaft zu vermitteln, auch wenn das realistisch betrachtet und auf den Status quo der Komplexität des BCBS Regelanwendungs-Regimes bezogen kaum mehr möglich sein dürfte. Legitimität – wenn dies bei einer unter den beschriebenen Bedingungen vorverhandelten und koordinierten Vorlage im klassisch-demokratischen inputlegimatorischen Sinne überhaupt noch möglich ist – wird wenn überhaupt nachträglich gemanagt.⁴³⁰ Auch die suggerierte Formalität der öffentlichen Konsultationsverhandlungen lässt sich eigentlich nicht erkennen. Jedenfalls liegt den öffentlichen Konsultationen keine gesetzliche oder wenigstens schriftlich fixierte Verfahrensorganisation zugrunde. Mehr als das Einräumen einer befristeten Konsultationsphase ist nicht zu erkennen. Das BCBS stellt die Kommentare der interessierten Öffentlichkeit über eine Kommentarplattform im Internet zur Verfügung, ohne jedoch den Einfluss der Kommentare auf die Beratungen weiter zu kommentieren.

Das BCBS macht in dieser Phase des Regelsetzungsprozesses die Normadressaten auch formell-legitimativ zu Anwendern des BCBS Regelsetzungs-Regimes. Responsivität fußt auf responsive Verhandlungen mit den Anwendern des BCBS Regelsetzungs-Regimes, d. h. vorwiegend den unmittelbar regulierten Finanzeliten. Durch responsive Verhandlungen sollen die spezifischen Einstellungen der Normadressaten in Bezug auf das in den Vorverhandlungen entstandene Konsultationspapier ermittelt werden. Es sollen die Grenzen der Durchsetzbarkeit der Konsultationsvorlage erörtert werden. Indem

⁴²⁷ Vgl. URL : <http://www.bis.org/bcbs/> (17.3.2014).

⁴²⁸ Das Originalzitat findet sich in einer Presseerklärung vom 26.6.2004 (BIZ 2004): „The governors and supervisors also extended their thanks to all those who had contributed to the process to develop and strengthen the quality of the revised framework over the past six years and expressed appreciation for the leadership exercised by William McDonough and Jaime Caruana, the Committee's prior and current chairmen, respectively. They indicated that the Basel Committee's work benefited from the transparency and scale of the public consultations that took place both within the G10 countries and around the world, helping to make the new framework a global product.“

⁴²⁹ Ein Blick auf die Liste derjenigen, die sich an den Konsultationsverhandlungen zur Konsultationsvorlage der umfassenden Revision des Handelsbuchs beteiligt haben, macht die Dominanz der Spezialinteressen sichtbar (vgl. URL: <http://www.bis.org/publ/bcbs219/cacomment.htm> 20.4.2015). Bis auf drei Teilnehmer stammen die Informationen restlos von organisierten und spezialisierten Akteuren.

⁴³⁰ Zu den klassischen Legitimitätstheorien und einer empirisch beobachtbaren Form einer handlungsorientierten *prozessualen* oder *ex-post Legitimation* von politischen Entscheidungen siehe Martin Ströder (2015). Für die Legitimitätskonzeptionen im Europäischen Mehrebenensystem im Allgemeinen siehe Fritz W. Scharpf (2009).

man die Regime-Anwender quasi-formell in den Entscheidungsprozess einbindet, wird versucht, Motivationen auf Seiten der Normadressaten zu ergründen, die die Implementation und die Durchsetzung der Schlussfassung verhindern können. Im Kern ist die Erzeugung von formalisierter Responsivität, und nicht mehr können die Konsultationen leisten, allerdings eine Möglichkeit strategisch Einfluss auf die Schlussfassung des Regelwerks zu nehmen. Gleiches gilt für die quantitativen Folgenabschätzungen, die den Adressaten derart viele Freiheiten lassen, dass manch einer die darin gelieferten Zahlen in Frage stellt. Dies war insbesondere in Bezug auf die quantitativen Folgenabschätzungen zum Missbrauch des IRB-Ansatzes zu beobachten (vgl. Watt 2013c, 18), war aber auch Bestandteil der Kritik an den durchgeführten Bankenstresstests (vgl. Siedenbiedel 2011), deren Modelle zur Stressberechnung, anders als die im Rahmen des Dodd-Frank Act verwendeten, den zu testenden Banken bekannt sind.

7.1.2.3 Nationale Implementationsverhandlungen

In der BCBS Charta (2013b) steht: „Das BCBS verfügt über keinerlei formelle supranationale Befugnisse. Seine Beschlüsse besitzen keinerlei Rechtskraft“, sie müssen in (supra)nationales Recht implementiert werden. Die im BCBS Regelsetzungs-Regime ausgehandelten Vorlagen müssen die üblichen Gesetzgebungsverfahren durchlaufen. In den USA ist das die sogenannte *secondary legislation* und in der EU der *ordentliche Gesetzgebungsprozess*, welcher in der EU je nach zu verhandelnder Rechtsquelle (Richtlinie oder Verordnung) die ordnungsgemäßen nationalen Gesetzgebungsprozesse einschließt (Barr und Miller 2006; Camilli 2011). Dabei kommt es zu einer zwangsläufigen Politisierung des Regelsetzungsprozesses, der auch als Form einer nachträglichen Legitimation bewertet werden kann. Im Rahmen dieser nachträglichen Legitimation wird allerdings weniger das gesamte Regelungspaket als vielmehr die Politisierung von einzelnen Regelungsinhalten betrieben. Insgesamt bleiben die Implementationsverhandlungen allerdings weitgehend ein symbolischer Akt. Es geht letztlich allenfalls darum zu „verhindern, daß (sic!) sich Hoheitsgewalt in einem Netzwerk unkontrollierter Exekutiven verflüchtigt und der Rechtsschutz durch die Maschen des aufgespannten Netzes fällt“, wie Claudio Franzius (2009, 482) formuliert.⁴³¹

Bei den nationalen Implementationsverhandlungen geht es weniger darum, wie Renate Mayntz (2012, 266) formuliert, „ob Dritte – in diesem Fall letztlich Banken, Ratingagenturen etc. – die gesetzten Regeln befolgen“. Vielmehr geht es darum, wie sie selbst fortsetzt: „ob diejenigen, die sie durch ihre Repräsentanten formuliert haben und sie durchsetzen müssten, sich an sie gebunden fühlen“ und wenn ja, wie sie die verbleibende gestalterische Freiheit der nationalen Implementierung nutzen können, um aus dem „globalen“ Produkt der Vorlage ein nationales bzw. supranationales Produkt zu machen, das sowohl den anderen nationalen, im BCBS Regelsetzungs-Regime vertretenen nationalen Interessen, insbesondere aber den eigenen nationalen Interessen gerecht wird. Grundsätzlich muss festgestellt werden,

⁴³¹ Bei der 1. Lesung der europäischen Implementationsvorlage der Kapitaladäquanzrichtlinie und -verordnung (CRD IV), die der Basel-III Vorlage entspricht, wurde im Bundestag höchst oberflächlich ein von großen inhaltlichen Lücken dominiertes Verhandlungsdokument diskutiert (Vgl. Deutscher Bundestag, Plenarprotokoll 17/198).

dass der dabei verbleibende Gestaltungsspielraum gering ist, denn der Prozess der nationalen Implementationsverhandlungen der im Baseler Prozess entwickelten Referenzvorlage ist eng an diese Vorlage gekoppelt. Im Regelfall finden sich allerdings einige Positionen öffentlich diskutiert, die eine nationale Besonderheit reflektieren, so zum Beispiel die *stillen Reserven* als Eigenkapital anzuerkennen oder den Mittelstand besser vor einer mit den neuen Eigenkapitalanforderungen einhergehenden Kreditklemme zu schützen.

Grundsätzlich kann jede Partei von den in den Vorverhandlungen mit den privaten Regeladressaten und in bilateralen Verhandlungen ausgehandelten Abkommen abweichen. Edward Kane (2007a, 42) macht deutlich, dass der Wille zur nachträglichen Abweichung sogar eine Verhandlungsstrategie sein kann, die bereits die bilateralen Vorverhandlungen bestimmen kann. So schreibt er, dass „negotiators may believe it is advantageous to accept soft constraints on key issues that they plan subsequently to violate.“ In den nationalen Implementationsverhandlungen dürfen Abweichungen aber nicht übertrieben werden, weil sie schnell mit hohen Kosten für die Normadressaten einhergehen können. „However, for regulators who made logically inconsistent promises to different constituencies, post-Basel contracting costs can be very high“, betont Edward Kane (2007b, 401-402) an anderer Stelle. Die entstehenden Kosten betreffen allerdings nicht die nationalen, sondern vielmehr die Normadressaten, deren Standortjurisdiktionen die Veränderung des Regelrahmens bereits implementiert haben: “If one jurisdiction stalls its implementation or backs away from certain standards, banks in other jurisdictions [...] will scream about the threat to their competitiveness” wird Marco Lichtfous, Deloitte Direktor in Luxemburg, vom Risk Magazine (Watt 2013b) zitiert (vgl. auch Carver 2013c, 38). Die eigentlichen Nachverhandlungen beginnen genau in diesem Moment.

Basel-I und Basel-II haben in mehrfacher Hinsicht gezeigt, wohin die europäischen und US-amerikanischen Implementationsverhandlungen führen können und in welcher dynamischen Abhängigkeit sie zueinander stehen, wenn die in den Vorverhandlungen vertraglich zugesicherten Vereinbarungen sich nur marginal ändern. Richard Herring (2007) hebt in seiner Arbeit zum US-amerikanischen Basel-II Implementationsprozess mehrere Entwicklungen hervor, die die Implementationsverhandlungen aus dem Ruder liefen ließen. Alle betreffen im weitesten Sinne die Gefährdung der Wettbewerbsfähigkeit des einen oder anderen nationalen Normadressaten. Eine Gefährdung, die aus der Initiative hervorgegangen ist, die eigentlich der Vereinfachung des Implementationsprozesses hätte dienen sollen: dem sogenannten „bifurcated approach“ (ebd., 416-419). Mit diesem Ansatz sollten nur die internationalen US-amerikanischen Großbanken zur Implementation von Basel-II gezwungen werden. Dieses Vorhaben führte zu einem hochgradig politisierten Implementationsprozess zwischen den US-amerikanischen Behörden und ihren spezifischen Bankenklentele. Vor allem die kleinen US-amerikanischen Banken sahen sich als zukünftige Opfer dieser Unterscheidung, weil sie folgerichtig mehr Eigenkapital vorzuhalten hätten, was ihnen relativ bald durch empirische Untersuchungen der durch Basel-II zu erwartenden Eigenkapitalquoten bestätigt wurde (ebd., 421-422). Über mehrere Jahre wurden Analysen zu Fragen der Auswir-

kungen der Differenzierung auf die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Banken und Teilmärkte ausgearbeitet, deren Ergebnisse keine eindeutigen Handlungsoptionen auswiesen, sondern den US-amerikanischen Implementationsprozess soweit verzögerten, dass die eigentlichen Initiatoren und mit dem Verfahren betrauten individuellen Unterhändler des Regelwerks längst aus ihren Ämtern ausgeschieden waren und es für die ihnen nachfolgenden Mandatsträger kaum eine Hürde mehr gab, die Basel-II Regeln trotz des Protests der europäischen Verhandlungspartner, die die Wettbewerbsfähigkeit der eigenen Dealer-Elitebanken wegen weiterer Deregulierungen geschmälert sahen (Thiemann 2014), zu verzichten.⁴³²

Auch in Bezug auf Basel-III ist selbiges, d. h. ein wettbewerbsbedingter Deregulierungsprozess, in den nationalen Implementationsverhandlungen wieder zu beobachten. Dieser hat im letzten Jahr rund um die anvisierte Beendigung des Basel-III Prozesses und dann mit Beginn der Ära Trump noch zugenommen. Aus Gründen der Verteidigung der nationalen Wettbewerbsfähigkeit wurden Verzögerungen angedroht (Onaran 2010) und mussten Jurisdiktionen, wiederum in der Hauptsache die Amerikaner, ihre deutlich restriktiver angesetzten Regeln nachträglich verwässern, weil man in Europa industriefreundlichere Regeln implementiert hatte (Cameron und Newton 2013) bzw. man die nationalen bankkulturellen Besonderheiten schützen will. Dies war ausgehend von Deutschland Anfang 2017 zu beobachten als nicht die Abschaffung, jedoch die Beschränkung der mit dem IRB-Ansatz einhergehenden Freiheiten etwa durch eine Floor-Regelung als Schlusspunkt der Basel-III Eigenkapitalregulierung zur Debatte stand. Vehement wurde auch von den Banken selbst darauf verwiesen, man brauche die Freiheit, um konkurrenzfähig mit den US-amerikanischen Banken zu bleiben, die durch ihre Marktorientierung weniger auf die Freiheiten bei der internen Modellrechnung angewiesen seien.

7.1.3 BCBS REGELSETZUNGS-REGIME ALS GEWACHSENER CHANGE AGENT

Die bis hierhin präsentierten Ergebnisse weisen auf eine komplexe, unregelte und offene Organisationsstruktur hin, die einen fragmentierten Verhandlungsprozess erzeugt, der aus einer problemlösungsorientierten Sicht den Störungen des Markt- und des Staatenwettbewerbs unterliegt, die über das strukturierende Konzept der Wettbewerbsfähigkeit wirkt, und der allen Teilnehmern insbesondere aber den

⁴³² Layna Mosley (2010, 725) formuliert: „domestic political institutions, and the way in which such institutions channel the representation of domestic interests, lie at the heart of compliance outcomes.“ In den USA, so argumentieren Michael S. Barr und Geoffrey P. Miller (2006, 32-33), bringt die fragmentierte Behördenstruktur eine äußerst informierte, die Heterogenität des Bankensektors spiegelnde öffentliche Politisierung mit sich, die nicht nur responsive, sondern auch output-legitimatorische Wirkung zeitigt und im Einzelfall auch qualitativ bessere Regelungen mit sich bringt, weil die Akteure bemüht sind, das technisch anspruchsvolle Thema verständlich zu halten (Herring 2007, 427). Sogenannte *Hearings* in der US-amerikanischen Legislative, im *House of Representatives* und im *Senat*, an denen die für die Verhandlungen in Basel delegierten Vertreter der Regulierungsbehörden teilnehmen, festigen die Inputlegitimation (Barr und Miller 2006, 34-35). Die europäischen Implementationsverhandlungen machen anders als die US-amerikanischen, die von den Regulierungsbehörden mit dem Erlass der Regulierung und ihrer Veröffentlichung im Federal Register beendet werden, eine schlussendliche Entscheidung des europäischen und gegebenenfalls auch der nationalen Parlamente notwendig. Der Weg der Vorlage zur Implementation im fragmentierten europäische Mehrebenensystem ist damit zwangsweise deutlich undurchsichtiger (Camilli 2011).

Dealer-Elitebanken weit reichende Möglichkeiten bietet, auf den Regelsetzungsprozess strategisch einzuwirken. Der Prozess des politischen Interessenausgleichs, der dem Wohl der Bürger dienen sollte, wird durch die Konkurrenz der privaten Spezialinteressen nachhaltig beeinflusst. Sie dominieren den Regelsetzungsprozess im BCBS Regelsetzungs-Regime von Beginn an, in dem sie auf ihre Wettbewerbsfähigkeit und die globale Wettbewerbsfähigkeit ihres traditionellen Sitzlandes verweisen und dabei die politisch angemessene Abschaffung des IRB-Ansatzes anhaltend unmöglich machen.

Wie genau schaffen es die Dealer-Elitebanken aber, ihren Widerstand zu organisieren und strategisch an die richtige Stelle und zur richtigen Zeit in das BCBS Regelsetzungs-Regime zu tragen? Wie weit geht ihr Einfluss? Und lässt er sich brechen?

Um diese Fragen zu beantworten soll nachfolgend erstens (7.1.3.1) das sogenannte *Regulatory Capture* im BCBS-Regelsetzung-Regimes u. a. durch die im *International Institute of Finance* (IIF) organisierten Dealer-Elitebanken beschrieben werden. Es soll zweitens (7.1.3.2) das Konzept des *Deep Capture* vorgestellt werden, das insbesondere in Bezug auf die strategische Vereinnahmung der Problemdefinition und des Agenda-Settings im BCBS Regelsetzungs-Regimes hervorzuheben ist. Und drittens (7.1.3.3) soll der neuerlich beobachtbare regulatorische Wandel im Zentrum der Analyse stehen. Er geht einher mit einer gewachsenen, mutigeren Position des BCBS im BCBS Regelsetzungs-Regime, reicht aber nicht aus die an der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Champions interessierten nationalen Interessen von der Richtigkeit der Initiative zu überzeugen.

7.1.3.1 Regulatory Capture und das International Institute of Finance (IIF)

Die *Regulatory Capture Theorie*, die in den 1970er und 1980er Jahren an Bedeutung gewann und deren Entstehung mit der Entwicklung der wohlfahrtsökonomischen Theorie einherging, versucht in erster Linie das strategische Verhalten von Angestellten der weitgehend unabhängigen US-amerikanischen Regulierungsbehörden zu beschreiben. Mit dem Begriff *Regulatory Capture* – den man auch als Klientelismus umschreiben kann – wird nach George J. Stigler (1971) die These begründet, dass die Angestellten unabhängiger Regulierungsbehörden alles andere als kollektive Interessen vertreten. Sie seien stattdessen in ihrem rationalen Eigeninteresse gefangen, das sie im politischen Prozess der Regelsetzung an die einflussreichsten organisierten Interessen verkauften.

In den Worten Lawrence G. Baxters' (2011, 176) ist „regulatory capture to be present whenever a particular sector of the industry, subject to the regulatory regime, has acquired persistent influence disproportionate to the balance of interests envisaged when the regulatory system was established.“ *Regulatory Capture* beschreibt die auf eine bestehende Regulierung aufbauende, unterschiedlich ausgeprägte strategische Beeinflussung von politischen Regelsetzungs-Prozessen.

Die US-amerikanische Bankindustrie und insbesondere ihre Dealer-Elitebanken werden als Industrie wahrgenommen, die die für ihre Regulierung zuständigen Regulierungsbehörden effektiv, d. h. anhaltend („persistent“) und gemeinwohlgefährdend („disproportionate to the balance of interests“) gekapert halten. Beispielhaft dafür sind die kontroversen Debatten darüber, dass immer wieder der Wallstreet nahestehende Individuen hohe Ämter in der US-amerikanischen Regulierungsverwaltung einnehmen. Eine Praxis, die man auch *Drehtür-Mechanismus (Revolving Door)* nennt (Lucca et al. 2014). Auch die kontinentaleuropäische Finanzmarktregulierung sieht sich auf allen Ebenen ähnlichen Vorwürfen ausgesetzt (Rügemer 2013). Die deutsche, die französische und die britische Finanzaufsicht sind zwar als staatliche Behörden an die nationalen Exekutiven gebunden, sie werden allerdings von den jeweils nationalen Banken finanziert (Trott und Geiger 2006; Bismuth 2010, 97-98). „Es handelt sich dabei um eine Extremform dessen, was im angelsächsischen Bereich am Beispiel der US-Finanzaufsicht Security Exchange Commission (SEC) als *Regulatory Capture* bezeichnet wird“, schreibt Werner Rügemer (2013, 69, kursiv im Original).⁴³³

Um den Grad des Regulatory Capture im BCBS Regelsetzungs-Regime genauer zu bewerten, muss die Perspektive gewechselt werden. Die zu stellende Frage lautet: Welche strategischen Optionen ergeben sich für die Dealer-Elitebanken insbesondere in Bezug auf die Beeinflussung, das *Lobbying*⁴³⁴ des BCBS Regelsetzungs-Prozesses. Oder anders gewendet: Wie leisten die Dealer-Elitebanken strategischen Widerstand.

Eleni Tsingou (2008, 62) bemerkt, dass „[l]arge global financial institutions have increasingly more in common with each other across borders than with the more domestically oriented financial entities of their home markets.“ Diese Feststellung ist von entscheidender Bedeutung, weist sie doch darauf hin, dass die Dealer-Elitebanken eine Gruppe mit eigenen strategischen Interessen ist, die sie weitgehend unabhängig von den Interessen ihrer Sitzstaaten an die entscheidenden Stellen des BCBS Regelsetzungs-Regimes tragen. Die strategischen Interessen der Dealer-Elitebanken überwölben gewissermaßen das Interesse ihrer Sitzstaaten, können aber durchaus mit ihnen im Einklang stehen. Die Dealer-Elitebanken nutzen die formellen, am Prozess der Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime beteiligten Institutionen strategisch im Sinne einer Art pragmatischen *Forum Shopping* (ähnlich auch Mügge 2010; Mügge und Stellinga 2010; Woll und Jacquot 2010).

Insbesondere bei der transnationalen Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime ist – wie immer wieder betont wird (anstatt vieler Tsingou 2008; Lall 2012) – die Allianz zwischen den transnationalen Dealer-Elitebanken von entscheidender Bedeutung. Der entscheidende Akteur, der die Professionalität und Organisationsfähigkeit des Widerstands repräsentiert, ist das in Washington ansässige, in den frühen

⁴³³ Die US-amerikanische FED finanziert sich durch Zinsen auf ihre Wertpapierportfolios und das *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* wird wie die europäischen Bankaufsichtsbehörden über Bankgebühren finanziert.

⁴³⁴ Allgemein zum Wandel von Lobbying in Zeiten transnationaler Regulierung im Vergleich zum klassischen Lobbying der Handelsliberalisierung vgl. Cornelia Woll (2008, 44-47).

1980er Jahren gegründete *Institute of International Finance* (IIF).⁴³⁵ Das IIF ist eine private Lobbyorganisation der internationalen Bankenwirtschaft. Die offizielle Mission dieser transnationalen Organisation ist: „being the most influential global association of financial institutions” (IIF 2013, Art. 2 Sec. 2). Jede Bank, die außerhalb ihres Sitzstaates bankenwirtschaftliche Risiken eingeht, kann ihr Mitglied werden. In diesem Sinne ergänzt sich ihre Mission um die Förderung einer effektiven Vernetzung. Im Originaltext heißt dies: „Provide a network for Members to exchange views and offer opportunities for effective dialogue among policymakers, regulators, and private sector financial institutions” (ebd., Art. 2 Sec. 2 (vi)).

Im IIF sind heute über 400 Banken und Nicht-Banken vereinigt. Die Gruppe der Banken verfügt für gewöhnlich über eine ordentliche Mitgliedschaft. Die insbesondere Industrieunternehmen umfassende Gruppe der Nicht-Banken gelten zumeist als assoziierte Mitglieder, die zwar Informationen austauschen aber nicht über die Positionsentscheidungen des Clubs abstimmen dürfen. Sie sind einzig und allein an den potentiellen Vorteilen interessiert, die ihre Vernetzung im Club mit sich bringt. Die ordentlichen Mitglieder des IIF werden gemäß den nicht-öffentlichen Organisationsregeln in fünf Gruppen unterteilt (IIF 2013, Art. 3 Sec. 11), die sich maßgeblich nach dem Aktivvermögen der Mitglieder richten. Nach der Gruppierung wiederum richtet sich der jährlich zu entrichtenden Mitgliedsbeitrag und damit der Einfluss auf die internen Abstimmungen, für die jede gezahlte Summe von 10.000 Dollar eine Stimme ausmacht.⁴³⁶

Yannick Duport (2013, 12) berechnet aus den Mitgliedergruppen und den stimmrelevanten Mitgliedsbeiträgen, dass die in Gruppe 1 versammelten Dealer-Elitebanken die IIF-Abstimmungen klar dominieren können. Noch deutlicher tritt die Dominanz der Gruppe 1 Dealer-Elitebanken zutage, wenn man das Direktorium des IIF betrachtet, das über weitreichende Entscheidungskompetenzen verfügt. 81 % der Direktoriumsmitglieder sind von den Gruppe 1 Banken delegiert; 41 % kommen aus Kontinentaleuropa und 16 % aus den USA, deren verhältnismäßig geringer Anteil wiederum durch die festgeschriebene US-amerikanische Provenienz des IIF-Präsidenten und des IIF-CEO aufgewertet wird (Duport 2013, 15). Yannick Duport (2013) kommt zu dem Schluss, dass der IIF eine *First-Order Capture* Organisation ist. Eine im Kern fragmentierte Organisation, die von einer kleinen Gruppe und ihren Spezialinteressen dominiert wird: den Dealer-Elitebanken.

Der IIF wird auch darüber hinaus als „der mächtigste Herrenclub“ der „Hochfinanz“, als „die diskreteste Bankenlobby der Welt“ beschrieben (Baumann 2010). Mächtig, weil ihre Interessenvertreter auch den direkten Kontakt zu den nationalen Regierungschefs suchen und diskret, weil ihrer Organisation kaum Interna zu entlocken sind.

⁴³⁵ Siehe zur Geschichte dieser im Zuge der lateinamerikanischen Schuldenkrise gegründeten Organisation, die Publikation des IIF (2007) zu diesem Thema.

⁴³⁶ Art. III, Sec. 12: „In voting on all matters coming before any annual or special meeting of the Members, approval by the Members shall be by majority vote (unless otherwise provided in the Articles of Incorporation or these By-Laws) and each Member shall have one (1) vote for each \$10,000 in annual dues paid by such Member.”

Im Prozess der Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime nimmt das IIF und mit ihm die Dealer-Elitebanken traditionell eine wichtige Position ein. Einige Autoren kritisieren gar, dass der IIF und mit ihm die Dealer-Elitebanken die Regelgestaltung zu Basel-II dominiert habe; dass der IIF den Wortlaut der BCBS Eigenkapitalregeln diktiert habe. In wie weit dies im Einzelnen richtig oder falsch ist bzw. in wie weit der IIF insbesondere in Bezug auf den Basel-II Regelsetzungs-Prozess wirklich die Kontrolle übernommen hat, steht im Zentrum einer Debatte, die in der Internationalen Politischen Ökonomie geführt wird.⁴³⁷ Sie soll hier nicht weiter ausgebreitet werden.

Hervorzuheben ist allerdings zweierlei: Erstens die Feststellung des aktuellen Federal Reserve Governor Tarullo, dass „the IRB approaches were developed entirely during the international negotiation itself, rather than adapted from regulatory systems already in use in one or more countries“ (Tarullo 2008, 6). Und zweitens dass das IIF sich selbst rühmt, entscheidend zur Einführung des IRB-Ansatzes im Rahmen des Basel-II Kompromisses beigetragen hat (IIF 2007, 69-70). Der IRB-Ansatz ist also ein Kompromiss gewesen, um den Abschluss der Basel-II Verhandlungen möglich zu machen.

7.1.3.2 Deep-Capture, Problemdefinition, Agenda-Setting im Zuge von Basel-III

Deep Capture⁴³⁸ ist ein Konzept, das einen extremen Grad der Vereinnahmung regulierungspolitischer Akteure durch private Interessen beschreibt. Deep Capture ist ein analytisches Konzept, das den faktischen Einfluss von Spezialinteressen auf den Regelsetzungsprozess an Kriterien festmacht, die auch für die Regelsetzung im BCBS Regelsetzungs-Regime von Bedeutung sind: Erstens dadurch, dass die Angestellten der Regulierungsbehörden Vorschläge der Vertreter der Spezialinteressen wertschätzen. Zweitens dadurch, dass die Angestellten der Regulierungsbehörden den gesellschaftlichen Status der Vertreter der Spezialinteressen anerkennen und honorieren. Und drittens dadurch, dass die Angestellten der Regulierungsbehörden in Netzwerken mit den Vertretern der Spezialinteressen verbunden sind.

Damit es soweit kommen kann, braucht es allerdings noch eine weitere Grundbedingung: einen Informationsvorteil derjenigen, die organisierten Widerstand leisten. Denn Deep Capture ist nur in Verbindung mit einem weit reichenden Informationsvorteil einer privaten Gruppe vernetzter Akteure denkbar.⁴³⁹ Erst dann lässt sich die tiefe Vereinnahmung in allen Phasen des Regelsetzungsprozesses, insbesondere aber auch in seiner Frühphase, d. h. im Verlauf der Problemdefinition und des Agenda-Settings,

⁴³⁷ Insbesondere Kevin L. Young (2012) sieht die pauschalen Zuweisungen einiger seiner Kollegen aus der Internationalen Politischen Ökonomie darüber, dass das IIF den BCBS Regelsetzungs-Prozess vereinnahmt haben soll, kritisch. Er wünscht sich tiefer greifende empirische Analysen, die seiner Meinung nach bestätigten, dass es ausgewogene Verhandlungen und keine vorbehaltlose Vereinnahmung gibt. Ein politischer Outcome, dessen Problemlösungsfähigkeit gegen null tendiert, kann allerdings nicht als Ergebnis einer ausgewogenen Verhandlung anerkannt werden.

⁴³⁸ Für eine genaue Einordnung des Konzepts vgl. Jon Hanson und David Yosifon (2003).

⁴³⁹ Randit Lall (2014, 4-7) verortet – in Anlehnung an Tony Porter (2003; 2014) – die Produktion von Widerstand in sogenannten *Technical Elite Networks* (TEN). TEN sind informelle Regulierungsnetzwerke, also Netzwerke zwischen einzelnen Personen aus dem Kreis der gut informierten Praktiker und solche aus dem Kreis der weniger

beobachten. Sowohl die Problemdefinition als auch das Agenda-Setting sind entscheidende Phasen für den inhaltlichen Zuschnitt des politischen Prozesses (Rochefort und Cobb 1994).

Peter Bacharach und Morton S. Baratz (1962) haben bereits früh betont, dass nicht allein die Frage nach dem „wer regiert“ oder „wer hat Macht“ im formellen Sinne, sondern vielmehr ein *zweites Gesicht der Macht* entscheidend für die Bearbeitung politischer Probleme sei. Ein Gesicht, das sie „the dynamics of nondecision-making“ nennen: „[T]hat is, [...] the extent to which and the manner in which the *status quo* oriented persons and groups influence those community values and those political institutions [...] which tend to limit the scope of actual decision-making to ‘safe‘ issues“ (ebd., 952). Peter Bacharach und Morton S. Baratz verweisen auf die Macht, die mit der Fähigkeit einhergeht, die politische Agenda bspw. durch das definieren des zu lösenden Problems möglichst früh und nachhaltig zu beeinflussen.

Deep Capture und die damit einhergehende Vereinnahmung des Agenda-Settings trifft für das BCBS Regelsetzungs-Regime zu. Drei Gründe lassen sich für die tiefe Vereinnahmung des BCBS Regelsetzungs-Regime durch die Spezialinteressen der Dealer-Elitebanken anführen: *Erstens* der Informationsvorteil der Dealer-Elitebanken und ihrer mit ihnen im IIF vereinten Großkunden ist groß. *Zweitens* der Regelsetzungsprozess wird ausschließlich in der technischen Sprache der Dealer-Elitebanken und der auf gleiche Weise sozialisierten Behördenvertreter geführt. Und *drittens* die im IIF vernetzten Dealer-Elitebanken verfügen nicht nur über gute Kontakte zu den nationalen Behördenvertretern sondern als nationale Champions ihrer Sitzstaaten auch sehr gute Kontakte zu den nationalen Regierungen und ihren High-Level Repräsentanten, die ihre Sorge um eine potenzielle Schwächung der Wettbewerbsfähigkeit immer ernst nehmen.⁴⁴⁰

Das Konzept der tiefen Vereinnahmung des BCBS Regelsetzungs-Regimes durch die Dealer-Elitebanken kann bei der Erklärung der Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes hilfreich sein, wenn man seine Bedeutung für die Problemdefinition und das Agenda-Setting hervorhebt. Das Agenda-Setting im BCBS ist den bilateralen Vorverhandlungen vorgelagert. Das Agenda-Setting ist ein unregelmäßiger Verhandlungsprozess. Niemand verfügt formal über ein Initiativrecht, das Recht also eine Maßnahme oder gar

gut informierten Behördenvertreter. Sie begünstigen Deep Capture in einem Regelsetzungsprozess, wie Lawrence G. Baxter (2011, 183) zusammenfasst, in dem „the entire language of the policy debate is shaped by an elite group that has gained dominance in promoting and controlling policy outcomes.“

⁴⁴⁰ Mit der Einführung von Basel-II und dem IRB-Ansatz ist der Informationsvorteil der Dealer-Elitebanken noch gestiegen und wurde von den Dealer-Elitebanken auf das Verständnis des BCBS Regelanwendungs-Regime übertragen. Seither macht die Rede von den Dealer-Elitebanken die Runde, die allein *sophisticated* genug seien, um die Prozesse und die Modelle ihrer internen Risikosteuerung zu verstehen. Nur ihnen könne es erlaubt sein, den fortgeschrittenen IRB-Ansatz anzuwenden. Nur sie könnten in der Logik des operativ geschlossenen Markt-Governance-Regimes das vermeintliche Problem überhaupt verstehen, was sie auf Seiten der nationalen Regulierungsbehörden zu notwendigen Kooperationspartnern bei der Regelanwendung und zwangsläufig auch bei der folgenden Regelsetzung macht. Die im BCBS Regelsetzungs-Regime zusammenkommenden nationalen Behördenvertreter sind auf Informationen angewiesen. Wobei Kooperationen auch hier wiederum als eigennützig bezeichnet werden muss, also nicht wie die Theoretiker des Gewährleistungsstaates annehmen, eine Verantwortungsteilung auf Augenhöhe zwischen den Banken und ihren Regulierungsbehörden entspricht. Die Dealer-Elitebanken spielen ihren Informationsvorteil im operativ geschlossenen technischen Elitennetzwerk (TEN) der Regelsetzung strategisch aus.

ihren Inhalt zu bestimmen. Im Zuge der Finanzkrise wurde zwar beschlossen, dem G20 Forum das Mandat zu verleihen, Regelsetzungsprozesse im BCBS zu initiieren. Die G20 ist ein transnationales High-Level Forum, über das sich die Regierungschefs und Finanzminister der beteiligten Staaten koordinieren. Das Initiativrecht zur Problemlösung der Instabilität des globalen Finanzsystems findet hier allerdings bereits im Wissen um den zu regelnden Steuerungsgegenstand seine Grenzen. Die Unwissenheit des Forums und die eigenen Informationsvorteile und Kontakte nutzend, sind die im IIF organisierten Dealer-Elitebanken durch die strategische Problemdefinition in der Lage auf das Agenda-Setting und somit die weitere Regelgestaltung Einfluss zu nehmen.

Das vorbereitende Agenda-Setting begann faktisch bereits mit dem Einsetzen des makroökonomischen Ereignisses im Frühjahr 2007. Als im Frühsommer 2008 die ersten Banken insolvent gingen, gerieten die Manager der Dealer-Elitebanken zusehends in das öffentliche Rampenlicht. Sie nutzten ihren Informationsvorteil und erklärten insbesondere den nationalen Regierungen ihrer Sitzstaaten die Krise (Rügemer 2013, 67-68).⁴⁴¹ Von großer Bedeutung für die Dealer-Elitebanken war anfangs die sich auch medial verfestigende Problemdefinition, dass die Finanzkrise eine Immobilienkrise gewesen sei. An dieser Problemdefinition festhaltend, ließ sich die Aufmerksamkeit von den Dealer-Elitebanken auf die kreditgebenden und in verbrieftete Kredite investierenden Kleinbanken wenden. Ebenso günstig erschien die Pleite der politisch gesponserten US-amerikanischen Immobilienkreditvermittler oder die Rede von der lockeren Geldpolitik der Federal Reserve Bank. Erst Ende 2008 kamen die Dealer-Elitebanken zusehends in Bedrängnis, was ihr Informationsmonopol allerdings nicht weiter schmälerte. In Bedrängnis gestanden sie Fehler ein. Bis zuletzt verbreiten sie allerdings regulierungspolitische Mythen (vgl. Admati et al. 2013), die die nationalen Politiker und Medien gerne für ihre Argumentation übernommen haben.

Das Agenda-Setting für die Gestaltung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes begann mit dem ersten Treffen der G20. Ranjit Lall (2012, 626-632) beschreibt die Phase des Agenda-Settings eindrücklich. Er argumentiert, dass die G20 als politisches Führungsgremium die Dealer-Elitebanken schreckte. Er beschreibt, dass das IIF gezielt High-Level Akteure in die Präsentation bankregulatorischer Positionen eingebunden habe, um ihren ersten Schrecken zu mildern, um Regulierungspositionen im eigenen Interesse zu betonen. Hervorzuheben sei in diesem Zusammenhang die Personalie Jacques de Larosière, ehemaliger Präsident der französischen Zentralbank (ebd., 627), der zuvor bereits mit anderen ehemaligen Zentralbankern den sogenannten De Larosière Report verfasst hatte (de Larosière et al. 2009). Ein Report, in dem der Problemkomplex IRB-Ansatz mit keinem Wort Erwähnung findet. Insgesamt bereitete man die sehnlichst erwartete Rückkehr des Diskurses in das diskrete, tief vereinnahmte BCBS Regelsetzungs-Regime gezielt vor. Dazu gehörte insbesondere auch ein von Ranjit Lall zitierter Bericht,

⁴⁴¹ Josef Ackermann der CEO der Deutschen Bank und Vorsitzender des IIF ging im Bundeskanzleramt und in allen anderen Foren, in denen regulierungspolitische Themen besprochen wurden ein und aus. Im Bundeskanzleramt feierte Josef Ackermann in diesen Tagen sogar seinen Geburtstag.

in dem das IIF mitteilt, dass jede Diskussion um eine Optimierung des bankregulatorischen Regelwerks „within the framework of a revised Basel II risk-based approach“ erfolgen müsse (IIF 2009, 9).

Die Dealer-Elitebanken und das IIF verteidigten das Basel-II Regelanwendungs-Regime, wohl wissend, dass es durchaus zu der Situation beigetragen hatte, in der man sich nun befand. Wohl wissend aber auch, dass sich insbesondere mit einem auf internen Risikomodellen basierenden Eigenkapitalschutz-Regime jedes regulatorisch geforderte Eigenkapital berechnen lässt, was letztlich jede Bemühung um einen systemstabilisierenden Vertrauensschutz konterkariert. Die eigene Handlungsfreiheit galt es zu verteidigen, wobei ihnen half, dass das Basel-II Regelanwendungs-Regime gerade erst mühevoll, nach fast einer Dekade Verhandlungen implementiert worden war.⁴⁴² Die Risiken der Erhaltung des *Status quo* bzw. die Risiken des IRB-Ansatzes glaubte man durch ein Mehr an operativer Geschlossenheit im technischen Elitennetzwerk selbst regulieren zu können.

7.1.3.3 Von Basel-III zu Basel-IV – Die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken

Im Verlauf des Basel-III Regelsetzungs-Prozess wurden die oben diskutierten Basel-III Maßnahmen entwickelt und weitgehend, wenn auch selten eins-zu-eins, in die nationalen Rechtssysteme übertragen. Die Dealer-Elitebanken konnten die Abschaffung des IRB-Ansatzes auf internationaler Ebene zwar verhindern. Eine Vielzahl neuer mikroprudenzieller Regeln von makroprudenzieller Qualität konnten jedoch nicht verhindert werden. Auch nicht verhindern konnten die Dealer-Elitebanken, dass die USA 2010 mit Dodd-Frank einen Regelungsrahmen für Dealer-Elitebanken beschlossen, der den Gebrauch des IRB-Ansatzes deutlich beschränkt (Economist 2017a: 10). Und ebenso wenig konnten sie verhindern, dass sich der Blick des BCBS Regelsetzungs-Regimes auf den IRB-Ansatz im Verlauf des Regelsetzungs-Prozesses veränderte. Der IRB-Ansatz wurde vermehrt als Problem im BCBS Regelanwendungs-Regime ausgemacht (anstatt vieler siehe bspw. Economist 2012d; Watt 2012a; Wood 2012; Mariathan und Merrouche 2014).

Die Entwicklung, den IRB-Ansatz in das Zentrum der Problemanalyse zu stellen, ging nicht zuletzt auch von einflussreichen US-amerikanischen Bürokraten aus. Diesbezüglich ist vor allem der *Federal Reserve Governor* Daniel K. Tarullo (2006; 2008; 2014) zu nennen.⁴⁴³ Er hatte bereits bei den Basel-II Verhandlungen die Sinnhaftigkeit des IRB-Ansatzes für ein Steuerungssystem des makroprudenziellen Eigenkapitalschutzes infrage gestellt. In seiner Funktion als Gouverneur der FED entwickelte er die

⁴⁴² Immer wieder liest man, dass Basel-II nicht zur Finanzkrise beigetragen haben könne, weil es in den USA noch nicht implementiert gewesen sei (Young 2012). Dies ist zweifelhaft, denn die Implementation des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes ist ja nicht ursächlich für die Finanzkrise verantwortlich, sondern hat das Entstehen der Überproduktion und Überkonsumtion des finanzwirtschaftlichen Innengelds entweder schlicht nicht verhindert bzw. verstärkt. Jedenfalls konnte insbesondere der Basel-II IRB-Ansatz den gegenseitigen Vertrauensverlust der Dealer-Elitebanken nicht verhindern. Dass betraf aber auch die US-amerikanischen Dealer-Elitebanken, die die internen Risikomodelle ebenso für ihre Risikomodellierung verwendeten (Treacy und Carey 1998), um ihren Return on Equity zu berechnen, allerdings – und das ist der Unterschied – nicht im Rahmen eines dem Vertrauensschutz dienenden regulatorischen institutionellen Rahmens.

⁴⁴³ Siehe auch Mark Zelmer (2013).

harten US-amerikanischen Stress-Tests (Economist 2017a: 8). Seine Ansichten zum IRB-Ansatz dürften aber auch in die Konzeption des Dodd-Frank Act eingegangen sein. Dieser beschränkt seit 2010 – wie angedeutet – die Verwendung des IRB-Ansatzes nicht zuletzt für die von der FED beaufsichtigten Dealer-Elitebanken deutlich auf das Maß des Standardansatzes (Contiguglia 2016).

Im BCBS wuchsen die Zweifel am IRB-Ansatz vor allem im Zuge der Arbeit einer 2012 vom BCBS ins Leben gerufenen Task Force. Diese erstellte Gesetzesfolgenanalysen, die dem IRB-Ansatz entscheidende Mängel in Bezug auf die Vergleichbarkeit der bankindividuell errechneten Eigenkapitalkennzahlen attestierten (BCBS 2013e; BCBS 2013g). Seither nehmen im BCBS Regelsetzungs-Regime die kritischen Stimmen, die eine überkomplexe Bankenregulierung zur nachhaltigen Stabilisierung der Finanzmärkte für nicht zieladäquat halten (vgl. BCBS 2013h; BCBS 2014b; BCBS 2014d).⁴⁴⁴

Aus dem Prozess, vor allem aus der Diskussion um den Handelsbuch RWA heraus, entstand ein Regelungsvorschlag auch für das Bankbuch, der die durch den IRB-Ansatz gewährten Freiheiten angreift. Der Vorschlag propagiert u.a. eine Floor-Regelung für die Verwendung interner Modelle, die die in der Gesetzesfolgenanalyse gemessenen banküberindividuellen Unterschiede der Höhe des RWA reduzieren soll. Diskutiert wird ein Output oder ein Input Floor für alle Risikogewichte, der vor allem das klassische Bankgeschäft, und hier insbesondere sichere Kredite verteuern dürfte.

Einen den weiteren Verhandlungen vorweggreifenden Report richtete das BCBS (2014d) an die G20, womöglich um das zukünftige Agenda-Setting strategisch zu beeinflussen. Das BCBS nimmt den strategischen Wettbewerb um eine gute Verhandlungsposition im Rahmen des BCBS Regelsetzungsprozesses auf. Es erkennt die eigene Initiativ-Funktion, die Funktion des Change Agents im BCBS Regelsetzungs-Regime.

Ende 2016, im Anschluss an die Wahl Donald Trumps zum US-amerikanischen Präsidenten, näherten sich die Schlussverhandlungen zwischen den beteiligten Parteien: dem BCBS und den nationalstaatlichen Regulierern. In seiner Rede auf der 19. Internationale Konferenz der Bankregulierer in Santiago de Chile, auf der die IRB-Floors beschlossen werden sollten, beschreibt ein zuversichtlicher Stefan Ingves (2016), Vorsitzender des BCBS, den Regulierungsprozess aus der Sicht des BCBS. Er betont, dass die Qualität der internationalen Standards, die das Komitee schafft, limitiert sei. Die BCBS Eigenkapitalstandards seien als Minimum-Standards zu verstehen, die für „internationally active banks“ designt seien. Er spricht konkret die nationalen Regulierer an, dass „in order to achieve something, everyone must be willing to give up little“. Und adressiert auch die Industrievertreter, die er nicht weniger als seine Gegenspieler sieht:

„In recent times, the Committee has received many offers from the industry to help us finalise post-crisis reforms. So much so that the nine most terrifying words for some of us have become:

⁴⁴⁴ Siehe auch BCBS (2013h) oder die Rede von Wayne Byres (2013). Hervorzuheben ist ebenso, dass auch die European Banking Authority (EBA 2015) zum Überdenken des IRB-Ansatzes aufruft.

„I’m from the industry and I’m here to help.“ Having said that, I fully understand that the Committee cannot, and does not, operate in a vacuum. Constructive input is highly valued, even though the interests of the regulators and regulated will not always align.“

Stefan Ingves folgert weiter, dass „standard setting for global banks should not be viewed as a trade negotiation.“ Vielmehr sei Konsens gefragt.

Das Konsens allerdings in Bezug auf die Floor-Regeln bei der Risikogewichtung nur schwer oder gar nicht zu erreichen war, ergaben die folgenden Tage und Wochen. Es wurde deutlich, dass vor allem die nationalen Industrieinteressen, also die Rücksichtnahme auf bestehende Regulierungsunterschiede sowie Finanzsystemtraditionen schwer zu überbrücken sind. Ursächlich dafür ist auch, dass Finanzsystemtraditionen immer auch Finanzierungstraditionen der Wirtschaft und des Staates selbst sind, sie darüber hinaus auch weitreichende Implikationen für die gesamte Wirtschafts- und Finanzpolitik haben. Diese stehen und fallen nicht zuletzt mit den nationalen Banken, deren Wettbewerbsfähigkeit es zu verteidigen gilt.

Grundlegend für die bis heute nicht abgeschlossenen und latent vor dem Scheitern stehenden Verhandlungen ist vor allem der Schutz der Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Banken, der aktuell von den Europäern stärker eingefordert wird als von den US-Amerikanern, weil es den US-Banken im Vergleich deutlich besser geht – sie wettbewerbsfähiger sind.

Ein zentraler Grund dafür ist, dass die US-Banken im Anschluss an die Krise von der Obama-Administration deutlich stärker zur Kapitalisierung gezwungen wurden als die Europäischen. Sie mussten sich bereits 2010 mit dem Dodd Franck Regelrahmen arrangieren. Ein Gesetz, das weitreichende Regelungsmaßstäbe setzt und in Bezug auf den überindividuellen Eigenkapitalschutz deutlich über die Bemühungen der europäischen Staaten hinausgeht, die sich was das regulatorische Eigenkapital angeht ganz an den Fortschritten im BCBS Regelsetzungs-Regime orientierten. Auch die im Gesetz angelegten Stress Tests sind deutlich strenger als die Europäischen. Die Kapitalisierung der US-amerikanischen Banken ist mittlerweile so hoch, dass Stimmen laut werden, ihre Regulierung aufzuweichen. Ganz im Gegenteil die europäischen Banken. Sie sind seit Jahren in der Krise, sitzen auf faulen Krediten in Billionenhöhe. Die Eurokrise wirkt weiterhin auf ihre Bilanzen. Ihre Wettbewerbsfähigkeit ist am Boden (Economist 2017c: 6).

Anfang 2017 ließ sich in den europäischen Medien die weiterhin bestehenden Veto-Möglichkeiten der nationalen Regulierer beobachten. Zwei Argumentationslinien begleiten die Polemik: Erstens wird der Vorschlag von den Regulierern als Schlussstein von Basel-III, von den europäischen Banken und den europäischen Bankenregulierern als Basel-IV bezeichnet. Also als ein Vorschlag, der deutlich über die im Prozess für Basel-III vorverhandelten Regulierungsinhalte hinausgeht. Zweitens wird argumentiert, dass sich für die europäischen und insbesondere auch die deutschen kreditgebenden Banken die Fristentransformation verteuert. Diesbezüglich argumentiert man, dass das BCBS kein Mandat besitze, um das

Geschäft der Banken weiter zu verteuern. Was durchaus denkbar ist, wenn man die deutlich schwierigeren Bedingungen der Verbriefung von Kreditaktiva in Europa in Rechnung stellt, die es den europäischen Banken erschweren, sich effektiv von ihren faulen Krediten zu entledigen. Dies wiederum begründet einen Teufelskreis, in dem die Staaten, die keine „kranken“ Banken gebrauchen können, in letzter Konsequenz ihre Banken solange stützen, bis es keinen anderen Ausweg mehr gibt.

Bei all dem fehlt der Debatte darüber hinaus ein zentraler Bezugspunkt, der am Anfang dieser Arbeit ausgearbeitet wurde: Dass die Krise in erster Linie eine Folge der überdrehten Finanzierungs- und Risikosteuerung der Dealer-Elitebanken und ihrer Geldmarkttöchter und -kunden, der Investoren ist.

7.2 ZWISCHENFAZIT: WETTBEWERB DER VETOSPIELER IM BCBS REGELSETZUNGS-REGIME?

Die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes kann aus einer instrumentenspezifischen Sicht mit Verweis auf die Natur der Policy erklärt werden. Es handelt sich mit Blick auf den IRB-Ansatz um eine Form der politischen Steuerung, deren Abschaffung redistributiven Charakter hat, weil hiermit ganz elementar in den Status quo der Dealer-Elitebanken und somit in ihre nationale Wettbewerbsfähigkeit eingegriffen wird, die auch abhängig von der nationalen Struktur des Finanzsystems ist. Kapitel 7.1.3 hat gezeigt, dass die Dealer-Elitebanken dieser Gefahr und dieser Chance hochgradig organisiert und mit besten Kenntnissen des politischen Prozesses begegnen. Sie hat aber auch gezeigt, dass insbesondere die europäischen Staaten aktuell in letzter Konsequenz die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Banken schützen, indem sie die Abschaffung bzw. Reduzierung der Freiheiten des IRB-Ansatzes verteidigen, um den Banken eine Möglichkeit zu belassen, mit den US-amerikanischen Banken zu konkurrieren.

Neben dem Policy-Typ, der den Organisationsgrad des Widerstands der Dealer-Elitebanken herausfordert, können darüber hinaus weitere strukturspezifische Ursachen für das Versagen des BCBS Regelsetzungs-Regimes ausgemacht werden, die auch für andere transnationale Mehrebenensysteme bzw. verflochtenen politische Governance-Regime Gültigkeit beanspruchen.

Aus einer governance-theoretischen Sicht ist der Verhandlungsprozesses im BCBS Regesetzungs-Regime nicht adäquat in den Schatten der Hierarchie eingebettet. Vielmehr gibt es viele nationale Hierarchien, die in einem Wettbewerb der Vetospieler auftreten. Dies ist umso mehr in den Bereichen der Fall, in denen das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit die Verhandlungen strukturiert, was im vorliegenden Fall – wie gezeigt – der Fall ist. Das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit verstärkt den Staatenwettbewerb, indem es seinen Protagonisten die Logik des Marktwettbewerbs aufzwingt. Es lässt den Staat im Prozess der Regelsetzung als ein multinationales Großunternehmen auftreten,⁴⁴⁵ weil es Kennziffern

⁴⁴⁵ Paul Krugman (1994, 29) zitiert in seinem Artikel „Competitiveness as a dangerous obsession“ Bill Clinton mit den Worten, dass jede Nation „like a big corporation competing in the global marketplace“ sei.

berechenbar macht, mit denen sich ein Standort und mit ihm ein System von Regelungen und Regelungskulturen vermarkten lässt.

Der Staatenwettbewerb des Regesetzungs-Regimes wird übersetzt in die Enthierarchisierung der regulativen Steuerungsinstrumente. Das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit lässt die miteinander in Verhandlungen verbundenen und von vielfachen Wettbewerben dominierten Akteure die Verhandlungen nach Effizienzerwägungen strukturieren, die umso besser erfüllt sind, je weniger die Normadressaten durch Regelungen belastet werden. Denn nur eine geringe regulative Belastung der Normadressaten erhält ihre Wettbewerbsfähigkeit. Dies spiegelt sehr deutlich die herrschende Dynamik aus Vorstoß und Imitation, die alle Deregulierungs- oder Harmonisierungsprozesse begleitet.

Aus einer Perspektive der Problemlösung, die auf das Konzept der Gemeinwohlförderung, d.h. gesellschaftliche Stabilität bzw. eine stabile Gesellschaftsordnung, abstellt, muss die Interdependenzbewältigung auf der Grundlage des Konzepts der Wettbewerbsfähigkeit, auch wenn mit ihm Entscheidungsfähigkeit suggeriert werden kann, zwangsläufig dazu beitragen, keine effektiven gemeinwohlorientierten Problemlösungen möglich sind – mit allen möglichen langfristigen Folgen für die Ordnung der Gesellschaft.

Die Ausführungen in diesem Kapitel, die mit Bezug auf die Problemlösungsunfähigkeit des BCBS Regesetzungs-Regime in der tiefgreifenden Verwicklung von Staaten und Banken gipfeln, haben aber auch gezeigt, dass das BCBS seiner Verantwortung bewusst zu werden scheint. Es plädiert für eine Entkomplexisierung und damit für eine Hierarchisierung des Verhältnisses zwischen den Staaten, ihren Aufsichtsbehörden und den Normadressaten. Allerdings zu dem Preis einer weiteren Novellierung der Unterschiede zwischen den nationalen Finanzsystemen, die wegen der Tiefe der damit verbundenen gesamtgesellschaftlichen Traditionen nationalpolitisch aktuell und möglicherweise auch strukturell nicht zu erwarten ist, weil Wettbewerber stets den Status quo ihrer Wettbewerbsfähigkeit wenigstens verteidigen – womit bei fehlender Distanz zum Problem und seinen Ursachen mit anhaltendem Markt- und Steuerungsversagen zu rechnen ist.

8. SCHLUSSTEIL: ANHALTENDES MARKT- UND STEUERUNGSVERSAGEN IM SCHATTEN DES WETTBEWERBS

Primäres Ziel der vorliegenden Arbeit war es, die Steuerungsqualität von Basel-III zu ermitteln. Es galt zu prüfen, ob die im Rahmen von Basel-III beschlossenen Regeln adäquat im Sinne der Ursachen sind. Zentral war die Ermittlung von validen Aussagen darüber, ob die beschlossenen Maßnahmen das Interbankenmarktsystem in Zukunft nachhaltig und effektiv vor einem Krisenverlauf schützen können, der sich durch die Ereignisse zum Ende der ersten Dekade des 21. Jahrhunderts in das kollektive Gedächtnis der Menschen gebrannt hat. Es galt die Frage zu beantworten, ob die Basel-III Maßnahmen die Dealer-Elitebanken zur Übernahme einer dem Gemeinwohl verpflichteten Systemverantwortung zwingen können. Es galt zu ermitteln, ob die beschlossenen Maßnahmen plausibel im Sinne eines problemorientierten, dem Gemeinwohl verpflichteten Steuerungsanspruchs sind und warum die beschlossenen Maßnahmen in der beobachteten Form durchgesetzt wurden.

Ein weiteres Ziel dieser Studie ist es gewesen, den *Wettbewerbsbegriff* für die Governance-Forschung und darüber hinaus für die handlungsorientierte Steuerungsforschung zu konkretisieren. Die Frage lautete:

- Was ist Wettbewerb in Bezug auf seine institutionelle Struktur, aufgeteilt in ein eigens entwickeltes Regimekonzept, das aus den Regimetypen Markt-Regime (globales Interbankenmarktsystem), Regelanwendungs-Regime (BCBS Eigenkapitalschutz-Regime) und Regelsetzungs-Regime (BCBS Regelsetzungs-Regime)?
- Wie wirkt Wettbewerb als institutionelle bzw. institutionalisierte Strukturodynamik, d. h. als Wettbewerbsintensität bzw. als Geschwindigkeit der Anpassung an den Fortschritt, auf das Verhalten von Akteuren in den einzelnen Regimen, die zusammen einem Wirtschaftssektor konstituieren, der hier aus dem Finanzsystem und den Arenen seiner politischen Steuerung besteht?

Zusammengefasst galt es Belege für die Bestätigung der These zu sammeln, dass intensiver oder dynamischer Wettbewerb als Strukturelement eines Koordinationszusammenhangs namens Interbankenmarktsystem, und konstituiert durch das regelgeprägte Verhalten der Regime-Anwender, anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen im Interbankenmarktsystem verursachen kann.

Zum Zweck der Analyse wurde der Ansatz der problemorientierten staatlichen Steuerung nach Nicolai Dose gewählt und insbesondere in Bezug auf die Problem- und die Durchsetzbarkeitsanalyse um eine governance-analytische, d. h. eine institutionelle und handlungstheoretische Komponenten vereinigende Perspektive ergänzt. Im Rahmen einer umfassenden, zwischen den Kategorien Marktversagen und Steuerungsversagen vermittelnden Problemanalyse ergab sich aus der institutionenanalytischen Anreicherung des handlungstheoretischen Steuerungsansatzes die Notwendigkeit, eine für die Steuerungsforschung noch unbekannt zentrale Problemkategorie zu ergänzen, die als »Wettbewerbsintensität« bezeichnet wurde. Eine Problemkategorie, die im Endeffekt auf eine institutionalisierte Strukturodynamik

verweist, die im Rahmen der Governance-Forschung auch als Muster verbundener Wettbewerbe im Schatten schwacher Hierarchie und Verhandlung beschrieben wird. Die Wettbewerbsintensität bzw. die institutionelle Strukturpolitik im Interbankenmarktsystem, aber auch in dem Mehrebenensystem seiner regulatorischen Stabilisierung, d. h. im BCBS Regelsetzungs-Regime, ist als die zentrale Ursache für ein kombiniertes Markt- und Steuerungsversagen anzuerkennen. Dieses Markt- und Steuerungsversagen konnte mit Basel-III letztlich nicht nachhaltig behoben werden, sondern verstärkt grundsätzliche Zweifel an der Problemlösungsfähigkeit transnationaler Regelsetzungs-Organisationsstrukturen.

8.1 POLICY-ANALYTISCHE FRAGE: EFFEKTIVE, URSACHENADÄQUATE PROBLEMLÖSUNG

Was die erste Frage nach der Ursachenadäquanz des Steuerungsvorhabens betrifft, so kommt die Arbeit zu dem Schluss, dass die Bemühungen um eine nachhaltig-effektive, d. h. banküberindividuelle und zeitunabhängige Stabilisierung des Interbankenmarktsystems nicht vollumfassend erfolgreich gewesen, insgesamt gar als unbefriedigend, aus einer staatszentrierten, am Gemeinwohl orientierten Perspektive folglich als Staatsversagen zu bezeichnen sind. Auch in der Zukunft werden Finanzkrisen im Interbankenmarktsystem trotz aller Bemühungen aller Voraussicht nach Bestandteil einer weiterhin äußerst dynamischen, transnationalen, von den US-amerikanischen Banken kompetitiv angeführten Wirtschaftsordnung bleiben, die sich auf der Grundlage ihrer politisch gewährten Freiheiten selbst destabilisiert. Diese Annahme konnte im Rahmen des Analysekonzepts mit ziemlicher Sicherheit entwickelt werden.

Die regulatorische Mindesteigenkapitalquoten, die mit Basel-III nach den Erfahrungen der Finanzkrise seit 2007 überarbeitet wurden und die jede lizenzierte Bank durch nationale Aufsichtsbehörden kontrolliert einhalten muss, um den konkurrierenden Marktteilnehmern eine Grundlage für die Annahme zu vermitteln, dass man bankindividuell im Sinne der Gläubiger verantwortungsbewusst wirtschaftet, fußt auf einem Bruchterm, der die getrennte Berechnung eines Zählers (regulatorisches Eigenkapital) und eines Nenners (risikogewichtete Aktiva) erforderlich macht. Beide, sowohl die Berechnung des Zählers als auch die Berechnung des Nenners, wurden durch Basel-II dereguliert (vgl. Kapitel 5), d. h. die Steuerungssystematik wurde auf Kosten der Einfachheit und überindividuellen Verständlichkeit bis zur Aufgabe jeglicher strafrechtlicher Haftungsgrundlagen flexibilisiert. Beispielsweise lassen die Baseler Regeln zur Eigenkapitaldefinition seither eine breite Palette von sogenannten kontingenten Eigenkapitalinstrumenten zur Anrechnung im Zähler zu, die nur schwerlich als Eigenkapital bezeichnet werden können, weil sie im Kern Fremdkapitalinstrumente sind und somit keine präventiv Vertrauen schützende Funktion erfüllen. Daneben stellen auch die Baseler Regeln zur Risikogewichtung eine zentrale Komponente für die fehlende Treffsicherheit des Regelsystems im Sinne einer präventiv Vertrauen schützenden Wirkung des BCBS Eigenkapitalschutz-Regimes dar. Dieser Regelungssystematik entsprechend kann die Risikogewichtung ihrer Aktiva, d. h. die Berechnung des Nenners des Bruchterms, abhängig von einer Lizenz, die heute der Großteil aller Finanzintermediäre besitzt, von den Finanzintermediären selbstregulativ übernommen werden. Die Steuerungspraxis hat die Marktpraxis des Risikomanagements übernommen. Die hierarchische Beziehung zwischen Staat und Gesellschaft, die in materiell-rechtlichen

Ge- und Verboten wie in keinem anderen Steuerungsinstrument ihren Ausdruck findet, ist bei der Risikogewichtung abgeschafft worden.

Der sogenannte Internal-Rating-Based- oder kurz: *IRB-Ansatz* ist der Fachterminus für diese Art der Verantwortungsübernahme durch die Banken. Jochen Sanio (2002, 149), damals Präsident des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, wusste bereits kurz nach ihrer Einführung, die der Einführung von Basel-II bereits vorausging, zu berichten, dass der IRB-Ansatz „die Durchführung des Kreditgeschäfts in Deutschland revolutionieren [würde], indem [...] [er] bahnbrechende Möglichkeiten für institutsspezifische Eigenkapitalentlastungen schafft“. Das heißt, anders gewendet, dass man in der bundesdeutschen Aufsichtsbehörde für das Kreditwesen die Eigenkapitalentlastung als Steuerungsziel ausgerufen und mitgetragen hat. Zusammen mit der Möglichkeit, die Risikogewichtung wahlweise auch nach den weniger strikten Regeln des Handelsbuchs anstatt des Bankbuchs zu berechnen sowie der regulatorischen Vernachlässigung des zunehmenden Gegenparteirisikos, wuchsen durch Basel-II die bankindividuellen Potenziale bei grundsätzlicher Meldung regelgerechter Mindesteigenkapitalquoten deutlich weniger Eigenkapital in der Bilanz zu halten als unter Basel-I – mit weitreichenden Folgen für das überindividuelle und zeitunabhängige Vertrauen im Interbankenmarktsystem: Es verlor an Stabilität, weil die Überflexibilität von Basel-II jeder Bank ermöglichte, eine eigene, noch dazu von den mit der Mindesteigenkapitalquote einhergehenden Erwartungen abweichende, individuell und zeitabhängig völlig intransparente Eigenkapitalquote zu präsentieren.

Bei den Verhandlungen zu Basel-III hat man sich zuvorderst auf die Regeln zur Berechnung des Zählers des Bruchterms zur Berechnung der Mindesteigenkapitalquote konzentriert (vgl. Kapitel 6.1.2). Hier wurden Regeln verschärft, die aus Sicht des Ziels eines überindividuellen und zeitunabhängigen Vertrauensschutzes durchaus zu würdigen sind. Beispielsweise ist die Höhergewichtung des sogenannten Going-Concern oder Tier-1 Eigenkapitals im Verhältnis zum Gone-Concern oder Tier-2 Eigenkapital ein deutlicher Schritt in die richtige Richtung. Waren nach Basel-II nur zwei Prozent Tier-1 Kernkapital, d. h. Aktienkapital, gefragt, müssen die Banken in Zukunft bis zu sechs Prozent Tier-1 Kernkapital vorweisen, wobei sich nur noch 1,5 Prozent aus dem sogenannten weichen Tier-1 Kernkapital zusammensetzen darf. Ebenso sind die zusätzlichen, von den nationalen Aufsichtsbehörden zu bestimmenden Kapitalpuffer hervorzuheben, mit denen sich die Mindesteigenkapitalquote von acht Prozent auf bis zu 15,5 Prozent erhöhen lässt, wobei 12 Prozent aus hartem Tier-1 Kernkapital bestehen. Dies ist insbesondere auch vor dem Hintergrund interessant, dass die Definition des harten Tier-1 Kernkapitals mittlerweile weniger Spielräume zulässt. Tier-1 Kernkapital muss vor allem aus Stammaktien bestehen, die keine vertraglichen Abreden enthalten dürfen, also Eigenkapital im klassischen Sinne darstellen. Darüber hinaus gilt es zudem, ihren Anteil am Gesamtkapital für alle sichtbar in der Bilanz auszuweisen, wodurch für die Berechnung des Nenners ein nennenswerter Fortschritt erreicht wurde.

Und auch im Bereich der Risikogewichtung lassen sich potenzielle Fortschritte ausmachen, die allerdings alle durch die Nichtabschaffung und Ausdehnung des IRB-Ansatzes auf weitere Risikoklassen,

namentlich das Gegenparteirisiko, überlagert werden, welcher letztlich die Treffsicherheit des gesamten Instrumentenbündels in Frage zu stellen vermag. Zentral ist erstens der Versuch die Freiheit des Wechsels zwischen Bankbuch und Handelsbuch zu reduzieren. Und zweitens der Versuch die Freiheiten durch Genehmigungsvorbehalte und definitorische Abgrenzungen von Organisationseinheiten (Trading Desks) sowie von Finanzinstrumenten, aber auch durch Genehmigungsvorbehalte von IRB-Modellen sowie der regulativen Neubestimmung einzelner ihrer Komponenten (Expected Shortfall, Stressed Expected Shortfall, Incremental Default Risk Charge) einzudämmen. Die wohl potenziell treffsicherste Regelung in diesem bis heute noch nicht endgültig verhandelten Bereich der Basel-III Regulierung ist die Wahl des Standard-Ansatzes als Modellreferenz für alle verwendeten IRB-Modelle. Da dieser Schritt allerdings faktisch einer Abschaffung des IRB-Ansatzes gleichkäme, ist davon auszugehen, dass sie erst mit Basel-IV ernsthaft verhandelt wird.

Unabhängig von diesem vorgreifenden Ausblick bleibt die Treffsicherheit dieser Maßnahmen allerdings nicht nur vor dem Hintergrund problematisch, dass den konkurrierenden Dealer-Elitebanken nicht die Freiheit genommen wurde, die Modelle zur Gewichtung ihrer Risiken selbst zu entwickeln, sondern auch, weil man in diesem Rahmen, anders als bei der Eigenkapitaldefinition, die Regelungsdichte erhöht bzw. verkompliziert hat. Man hat Regelungen geschaffen, deren effektive Kontrolle vor allem in Bezug auf die multinational organisierten und komplex verschachtelten Dealer-Elitebanken höchst unwahrscheinlich gelingen dürfte. Man hat Regelungen geschaffen, die sogar mehr Freiheiten für die sich im Informationsvorteil befindenden Dealer-Elitebanken bedeuten könnten. Man hat versucht, wie Andrew G. Haldane (2012, 24) es ausdrückt, Komplexität mit Komplexität zu bekämpfen.

Letztlich sind die nationalen Aufsichtsbehörden, was die Herstellung von überindividuellem und zeitunabhängigem Vertrauen zwischen den konkurrierenden Dealer-Elitebanken angeht, weiterhin auf den guten Willen nicht zuletzt der mächtigen Dealer-Elitebanken angewiesen. Allein auf den guten Willen dieser im Wettbewerb stehenden Großbanken zu vertrauen, hat allerdings auch die letzte Krise nicht nur nicht verhindern können, es hat zur Entwicklung der Krise durch die unkontrollierte Überproduktion und Überkonsumption des finanzwirtschaftlichen Innengelds beigetragen, die hier als Ursache für die sukzessive Destabilisierung des Vertrauens im Interbankenmarktsystems ausgemacht wurde. In Verbindung mit der Beibehaltung des IRB-Ansatzes und der Beibehaltung der Marktpraxis des bankindividuell konzipierten Risikomanagements als Grundlage einer staatlichen Steuerungspraxis, ist nunmehr zu erwarten, dass prozyklisches gewinnorientiertes Ausweichverhalten der Dealer-Elitebanken zu einer weiteren Komplexisierung der bestehenden Risikokategorien und ihres Managements führt, wie dies beispielsweise für die Berechnung des sogenannten Credit Value Adjustment (CVA) im Interbankenmarktssystem bereits ausgemacht werden kann.

Zu dieser und insbesondere zur letztgenannten Bewertung der Wirkung des Basel-III Instrumentenbündels hat in der Hauptsache die Problemanalyse (Kapitel 3, Kapitel 4 und Kapitel 5) beigetragen. Sie hat unter anderem gezeigt, welche historischen Wurzeln eine Dealer-Elitebank besitzt (Kapitel 3.1) und wie

sie ihre Finanzierung und ihre Risiken auf der Grundlage einer extrem verschachtelten, von internen Wettbewerben beeinflussten Organisation steuert (Kapitel 3.2). Sie hat gezeigt, dass die Dealer-Elitebanken, wie alle anderen Finanzdienstleister, die mit ihnen Geschäfte machen, gewinnmaximierende Unternehmen sind, deren strategisch-kompetitives Verhalten zusammen mit der Geldnatur der von ihnen gehandelten Produkte die Ursache für die evolutiv-dynamische Entstehung der Krise gewesen ist. Denn um ihre Geschäfte mit Fremdkapital zu finanzieren und die damit einhergehenden Risiken zu managen, komplexisierten die Dealer-Elitebanken ihre Unternehmensorganisationen und produzierten finanzwirtschaftliches Innengeld, d. h. eine Form von vertragsbasierten und handelbaren Geldsubstituten, mit denen sich die Passivseite ihrer Bilanzen, die einst nahezu nur von Einlagen und von Aktieneigenkapital geprägt waren, aktiv managen bzw. ausweiten ließ. Die Möglichkeiten, die mit den Geldmarkt-Finanzinstrumenten (Rückkaufvereinbarungen, Verbriefungen, Finanzderivate) einhergehen und die Möglichkeiten des Finanzierungs- und Risikomanagements bzw. des sogenannten *Liability Managements*, sind heute – ähnlich wie die TBTF Dealer-Elitebanken – aus der Bankenwirtschaft kaum mehr wegzudenken: Sie geben vor allem den Dealer-Elitebanken die Möglichkeit, allen Geldmarktteilnehmern, die multinationalen Großunternehmen eingeschlossen, Finanzierungen für Investitionen gegen Provision zu gestalten, zu vermitteln und zu verkaufen, die für die Dealer-Elitebanken wiederum einen fruchtbaren Boden für begleitende, im weitesten Sinne als Spekulation zu bezeichnende Geschäfte darstellen. Im Rahmen dieser von den Dealer-Elitebanken angeleiteten Produktion und Konsumtion von finanzwirtschaftlichem Innengeld, wie hier das Geld bezeichnet wird, das es vom Zentralbankgeld bzw. dem finanzwirtschaftlichen Außengeld zu unterscheiden gilt, entwickelte sich um die Dealer-Elitebanken herum ein komplexes Netz von gegenseitigen Abhängigkeiten, ein Schattenbankensystem, das sowohl die immer weitergehende Vernetzung als auch die verhängnisvolle Abwärtsspirale, die Flucht in die sicheren Werte, die alle unsicheren Werte illiquide macht, den sogenannten *Financial Meltdown*, das Symptom der Krise, bedingt hat.

Das zentrale Argument der Problemanalyse ist, dass die Entwicklung der Vernetzung im Interbankensystem, die eine umfassende wechselseitige Abhängigkeit aller Dealer-Elitebanken entstehen ließ, durch die *Wettbewerbsintensität* zwischen den Dealer-Elitebanken ausgelöst wurde (Kapitel 4). Es wurde gezeigt, dass die externen Effekte der Überproduktion und Überkonsumtion des finanzwirtschaftlichen Innengelds zwar die Finanzkrise bedingen, jedoch nicht als direkte Ursache für die Finanzkrise auszumachen sind, weil ihre Beobachtung nicht erklärt, warum die angenommenen Schutzmechanismen zum Beispiel des verantwortungsvollen Wirtschaftens nicht funktionierten. Genauso sind auch nicht die Informationsasymmetrien als direkte Ursache für die Finanzkrise auszumachen, weil sie ebenfalls nur ein Strukturmerkmal beschreiben, das allerdings verhaltensrelevant ist, insofern Informationsasymmetrien von den Dealer-Elitebanken genutzt werden können, um die Überproduktion und Überkonsumtion von finanzwirtschaftlichem Innengeld, seine Vermarktung auf der Basis von Unwissen zu forcieren. Und es ist nicht die Marktmacht der Dealer-Elitebanken, die als direkte Ursache für die Finanzkrise in Frage kommt, weil mit ihrem Befund ebenfalls nicht mehr als eine Aussage über eine

Struktur getroffen werden kann, die allenfalls einen Strukturmissbrauch in größerem Umfang möglich, aber nicht zwingend auch geschehen macht.

Es konnte vielmehr gezeigt werden, dass die zentrale Ursache für die Vernetzung und damit auch die wachsende Abhängigkeit zwischen den Dealer-Elitebanken, die mit ihren verschachtelten Konglomeraten im Laufe der Zeit zu ihren eigenen Investoren und zentralen Gegenparteien geworden sind, die *Wettbewerbsintensität* zwischen den Dealer-Elitebanken gewesen ist. Der wettbewerbsintensive, systemweite und für alle Beteiligten lukrative Überlebenskampf, in dem sich die Dealer-Elitebanken bis heute befinden, motivierte sie zu untypischem Anbieterverhalten, zu einem Wettbewerbshandeln, das man beim Namen genannt als ruinös und unethisch sowie im weitesten Sinne als strukturausbeuterisch bezeichnen muss. Die Wettbewerbsintensität motivierte zur regelabweichenden Innovation neuer Finanzinstrumente, d. h. zur Weiterentwicklung des Interbankenmarkt- bzw. des Schattenbankensystems, zur Senkung ihrer eigenen Risikotoleranz und letztlich sogar zur Manipulation überindividuell anerkannter und selbstregulativ verwalteter Marktleitplanken (Libor-Manipulation). Die Wettbewerbsintensität zwischen den Dealer-Elitebanken trieb die Produktion von finanzwirtschaftlichem Innengeld (externer Effekt), gestützt durch die herrschenden Informationsasymmetrien und die Marktmacht der Dealer-Elitebanken, eigendynamisch an und machte ein geregeltes Ausscheiden aus dem Markt zunehmend unmöglich, weil jedes Ausscheiden eines Konkurrenten aus dem komplexen Netz zukünftiger und in der Vergangenheit verankerter Wertansprüche, aber auch gemeinsamer Geheimnisse über die Praxen der Marktmanipulation, zwangsläufig die Existenz des Gesamtgebildes und damit immer auch die eigene Existenz gefährdet hätte. Die Stabilisierung von gegenseitigem Vertrauen ist für die Dealer-Elitebanken zwar ebenfalls von Bedeutung, wird dem Erzielen einer Eigenkapitalrendite, die bankindividuelle Wettbewerbsfähigkeit anzeigt, allerdings weitgehend untergeordnet.

Diese Entwicklung könnte man im Rahmen einer angemessenen politischen Steuerung bremsen, sie entdynamisieren oder – setzt man beim gegenseitigen Vertrauen der Dealer-Elitebanken, d. h. der Gläubiger im Interbankenmarktsystem an – ihr begegnen, indem man das gegenseitige Vertrauen, den Glauben in das Verhalten der Dealer-Elitebanken präventiv bzw. überindividuell und zeitunabhängig stärkt. Entdynamisierung und Vertrauensschutz kann aber nur auf der Grundlage der Verwendung von Steuerungsinstrumenten erfolgen, die Handlungsfreiheiten strikt begrenzen. Entdynamisierung und Vertrauensschutz brauchen hierarchisch anwendbare regulative Steuerungsinstrumente. Steuerungsinstrumente, die Handlungen verbieten, statt Handlungsfreiheiten zu gewähren. Und regelanwendende Behörden, die den Normadressaten mindestens auf Augenhöhe begegnen und eindeutigen Tatbeständen klar sanktionierende Rechtsfolgen auferlegen lassen. Denn jede regulatorische Unbestimmtheit geht in einem wettbewerbsintensiven Umfeld unweigerlich mit unintendierten Nebeneffekten, mit Ausweichverhalten der Normadressaten, mit der Prozyklizität bzw. der Eigendynamik des Gesamtsystems, d. h. mit anhaltendem Marktversagen einher, das auf lange Sicht nicht mehr zu kontrollieren ist.

Dass es die „Staatengemeinschaft“ im BCBS Regelsetzungs-Regime nicht geschafft hat, den IRB-Ansatz abzuschaffen, der als Inbegriff einer überflexibilisierten, d. h. einer quasi selbstregulierten und haftungsfreien, politischen Steuerung gelten kann, ist ein weiteres Phänomen, dem sich die vorliegende Arbeit gewidmet hat. Aus einer steuerungstheoretischen Sicht ist entscheidend, dass der organisierte Widerstand der Dealer-Elitebanken durch das *Institute of International Finance* (IIF) bereits in der Phase des Agenda-Settings die Nichtabschaffung des IRB-Ansatzes sicherstellte. Ein Grund für die Vereinnahmung ist neben den Informationsvorteilen der Dealer-Elitebanken insbesondere der Glaube der Staaten, dass die Dealer-Elitebanken an einer effektiven politischen Lösung im Interesse ihres Sitzstaates interessiert sind, weswegen man sie gerne umfangreich und von Beginn an der Revision der Basel-III Eigenkapitalregeln beteiligte. Dabei wurde allerdings wie so oft im kooperativen Staat verkannt, dass die Dealer-Elitebanken – wie andere privatrechtlich organisierte Akteure auch – geschäftliche Interessen über das Gemeinwohl stellen.

Bei der Verwirklichung ihrer Ziele hilft ihnen neben ihrem höchst strategischen Einfluss auf den Regelsetzungsprozess das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit des Standortes, das ein nicht zu beugendes betriebswirtschaftliches Argument darstellt, welches faktisch die Problemlösungsfähigkeit des BCBS Regelsetzungs-Regimes schwächt, weil vor seinem Hintergrund die Breite möglicher Lösungsansätze auf diejenigen beschränkt bleiben muss, die nicht einseitig umverteilende, d. h. strikte bzw. inflexible, materiell-rechtliche Ge- und Verbote darstellen. Die Problemlösungsunfähigkeit wird anhaltend solange die Wirklichkeit prägen, wie die mit der politischen Steuerung des Interbankenmarktsystems per Mandat beauftragten Vertreter der Staaten es nicht schaffen, die mit der institutionellen Struktur des Finanzsystems einhergehende Problematik anzuerkennen, dass das Verhalten der Banken vornehmlich von ihrer Rationalität der Nutzenmaximierung geprägt ist, und sich im Rahmen der Wettbewerbsintensität in einer strategischen Grundhaltung ihre Interessen betreffend spiegelt. Wie die Arbeit auch feststellen konnte, lässt sich eine Tendenz beobachten, die darauf schließen lässt, dass ein neuerlicher Financial Meltdown und damit ein neues Mandat zur Überarbeitung des BCBS Vertrauensschutz-Regime die Abschaffung des IRB-Ansatzes möglich machen könnte. Der Grund dafür ist allerdings weniger die Läuterung der Interessenvertreter der Dealer-Elitebanken als vielmehr die Lehren, die die Regulatoren aus den Krisenereignissen seit 2007 gezogen haben – sie wollen ihrer politischen Verantwortung gerecht werden.

8.2 GOVERNANCETHEORETISCHE FRAGE: MARKT- UND STEUERUNGSVERSAGEN IM SCHATTEN DES WETTBEWERB?

Nachfolgend gilt es die präsentierten policy-analytischen Ergebnisse in einen größeren governancetheoretischen Zusammenhang zu stellen. Es gilt die governancetheoretische Fragestellung danach zu beantworten, wie Wettbewerb als Strukturelement auf die Problemstellung- und auf die Problemlösungsstruktur des präsentierten Steuerungszusammenhangs wirkt. Anders gewendet geht es darum, potenziell störungsanfällige und gleichzeitig generalisierbare Wirkungsmuster von Struktur-Prozesskonstellationen im Steuerungszusammenhang festzustellen. Haben wir es im vorliegenden Fall mit einem

störungsanfälligen Muster der Interdependenzbewältigung, d. h. einem Muster einer Struktur-Prozesskonstellation, zu tun, das anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen durch starken Wettbewerb und schwache Hierarchien und Verhandlung nach sich zieht?

Grundsätzlich sei festgestellt, dass die in Kapitel 2 zusammengetragenen Erkenntnisse der Governance-Forschung, die in eine vorgeschlagene Gliederung des Analyserahmens in drei voneinander zu trennende Governance-Regime (Markt-Governance-Regime, Regelanwendungs-Regime und Regelsetzungs-Regime) eingeflossen sind (vgl. Abschnitt 2.1.2.5), für eine Beantwortung der Frage hilfreich sind, weil sie Typen von Governance-Regimen unterscheiden helfen, mit denen sich die Komplexität eines policy-analytisch zu fassenden Koordinationszusammenhangs sinnvoll reduzieren lässt. Gleiches gilt für die Operationalisierung des Konzepts der Wettbewerbsintensität (vgl. Abschnitt 2.1.2.5). Wettbewerbsintensität ist die Geschwindigkeit mit der Konkurrenten die zwischen ihnen entstehenden Ungleichheiten wieder ausgleichen. Wettbewerbsintensität ist die Dynamik von Vorstoß und Imitation im Wettbewerbsprozess.

Das Interbankenmarktsystem ist die Problementstehungsstruktur, das Markt-Governance-Regime, in dem sich das strukturell angelegte gesellschaftliche Problem der Vertrauensinstabilität des Bankgeschäfts in all seiner Komplexität bis zum Zusammenbruch der Beziehungen zwischen den Dealer-Elitebanken und darüber hinaus vergrößert hat. Die Arbeit hat ohne Anspruch auf Vollständigkeit zeigen können, dass das Interbankenmarktsystem ein Governance-Regime verbundener Wettbewerbe darstellt, das eine Eigendynamik der Strukturveränderung erzeugt, die im Zeitverlauf das Potenzial aufweist, ein Marktversagen infolge von Wettbewerbsintensität oder ruinösem Wettbewerb auszulösen. Dieses Marktversagen ist ein kombiniertes, insofern die Dynamik von Vorstoß und Imitation, in deren Folge der negative externe Effekte der Überproduktion und Überkonsumtion von finanzwirtschaftlichem Inngeld entsteht, sowohl durch Informationsasymmetrien als auch Marktmacht angetrieben wird, letztlich aber vom Verhalten der Dealer-Elitebanken im Interbankenmarktsystem abhängt. Im Interbankenmarktsystem sind unterschiedliche, von der Governance-Form Wettbewerb dominierte Arenen miteinander verbunden. Ihre weitgehend konkurrentielle Bewältigung der Interdependenzen, die die dynamische Entwicklung des Interbankenmarktsystems nach sich zieht, wurde in Kapitel 3 und 4 herausgearbeitet. Verbunden in diesem Arrangement sind die Arenen der Dealer-Elitebanken und ihre überkomplexen Organisationen, aber auch die Arenen der Märkte, auf denen sie sich finanzieren und gleichzeitig risikoversichern. Einzelne Abteilungen der Dealer-Elitebanken aber auch andere Marktteilnehmer gilt es als miteinander verbundene Arenen zu bezeichnen, in denen auf der Basis eines eindeutig vorherrschenden Nutzenkalküls, das durch die zahlreichen Besonderheiten der Corporate Governance der Finanzinstitute (Vergütungssysteme, Wettbewerb um Fachkräfte) noch verstärkt wird, höchst strategische Investitions- und tatsächlich auch Manipulationsentscheidungen für das eigene marktwirtschaftliche Überleben getroffen werden. Was den Marktwettbewerb angeht, konnte gezeigt werden, dass dieser zuerst einmal als störungsfreie Interdependenzbewältigung verstanden werden kann. Ein Muster, das Dynamik im Zeitverlauf als potenzielle Störungskategorie benennt, muss allerdings zwangsläufig dem

Zeitverlauf größeres analytisches Gewicht beimessen. Es konnte gezeigt werden, dass die Verbundenheit der Arenen, die Wettbewerbsintensität und damit die Dynamik von Vorstoß und Imitation im Interbankenmarktsystem fördert, weil sie ein weitaus reaktiveres Verhalten bzw. das Verhalten der Beobachtung zur Anpassung anregt. Aus governance-analytischer Perspektive ist mit Blick auf diese Arbeit anzunehmen, dass der Interdependenzgrad im Markt-Governance-Regime, d. h. die gegenseitige Abhängigkeit in der Problemstellungstruktur, für die Intensivierung des Wettbewerbs nicht unbedeutend ist, weil sie auf die Reaktionsverbundenheit der im Marktwettbewerb verbundenen Unternehmen verweist. Den im Oligopol organisierten Dealer-Elitebanken bleiben nur wenige Auswege, sich im intensiven Wettbewerb zu behaupten bzw. sich einen Vorteil zu erarbeiten. Ein Weg ist es, sich zu vergrößern, ein anderer besteht darin, riskantere Geschäfte einzugehen und ein dritter, der wiederum in den Bereich der verbotenen Absprachen oder der Kartellierung fällt, ist die Manipulation von Leitplanken des Marktes. Alle diese Strategien werden dynamisch angewandt, d. h. sobald einer mit einer Strategie einen Vorstoß wagt, ziehen die anderen nach. Keine dieser Strategien ist allerdings geeignet, stabiles gegenseitiges Vertrauen zu fördern. Denn – wie die Governance-Theorie weitgehend ignoriert, wenn sie Vertrauen auf die Governance-Form Netzwerk reduziert – es sind vor allem auch die oligopolisierten, reaktionsverbundenen Märkte für Vertrauensgüter, die überindividuelles und zeitunabhängiges Vertrauen als strukturüberbrückenden Stabilitätsgaranten nötig machen, um das Geschäftemachen langfristig stabil funktionieren zu lassen. Die damit einhergehende Frage, wo genau die Grenze zwischen den Governance-Formen Wettbewerb und Netzwerke liegt, kann leider nicht explizit beantwortet werden.

Das Regelanwendungs-Regime bzw. die bestehenden Regeln des BCBS Eigenkapitalschutzes sind faktisch Teil des Interbankenmarktsystems und somit Teil der Problemstellungstruktur, können aber auch der Problemlösungsstruktur zugerechnet werden. Weil sie als Teil der Problemstellungstruktur das Vertrauen in die gegenseitigen Beziehungen der Dealer-Elitebanken hätte stärken müssen, müssen sie hier ganz eindeutig als schwache Hierarchie und Verhandlung gewertet werden, womit sie den wettbewerbsintensiven Charakter des Markt-Governance-Regimes stützen bzw. ihm aus einer steuerungsanalytischen Perspektive nichts entgegenzusetzen haben. Die sie adressierenden Akteure sind nur lose an die ihrer Regulierung dienenden Regeln gekoppelt, nicht zuletzt weil sie in einem Maß überflexibilisiert sind, das aus einer am Staat und seiner Leistungsfähigkeit interessierten Perspektive an Selbstaufgabe erinnern muss. Die Überflexibilisierung geht soweit, dass weder staatliche Hierarchie noch Verhandlungen im Schatten der Hierarchie die Anwendung des BCBS Eigenkapitalschutzes prägen. Die mit den flexiblen Regeln konstituierte kooperative Anwendungsverwaltung ist vielmehr geprägt von einem hochgradig asymmetrischen Verhältnis zwischen den Normadressaten und den Aufsichtsbehörden. Diese Asymmetrie ist jedoch an dieser Stelle bereits wegen der weitgehend wirkungslosen Natur der Regelungen analytisch unbedeutend. Die Wirkungslosigkeit der Regelungen mündet letztlich nicht in ihre strukturelle Irrelevanz, sondern in Verbindung mit der konkurrentiellen Handlungsrationalität der Dealer-Elitebanken in eine Funktion der unterstützenden Dynamisierung des Markt-Governance-Regimes. Das BCBS Eigenkapitalschutz-Regime bietet – wie gezeigt – Anreize, prozyklisch neue

Märkte zu entwickeln und zu explorieren, und so das gesamte Interbankenmarktsystem zu komplexisieren. Dies gilt aber – wie Kapitel 3 gezeigt hat – auch für viele andere vor allem nationalstaatlich erlassene Steuerungsinitiativen, die Ausweichstrategien nach sich gezogen haben, welche die Notwendigkeit transnationaler staatlicher Steuerung erst heraufbeschwört haben. Sie alle ziehen vor dem Hintergrund, dass das Verhalten der Normadressaten zur Interdependenzbewältigung von verbundenen Wettbewerben bzw. Wettbewerbsintensität geprägt ist, ein Ausweichverhalten der Normadressaten nach sich, dass neue Realitäten der Vernetzung und des systemübergreifenden Risikos schafft – und das fortlaufend und höchst eigendynamisch. Es konnte gezeigt werden, dass das Eine das Andere nach sich zieht und umgekehrt, d. h. dass die Risikoversicherung in Kombination mit der Finanzierung vor dem Hintergrund einer überflexibilisierten politischen Steuerung einen prozyklischen Feedback Loop erzeugt, der die Verflechtung zwischen Akteuren und damit auch die Wettbewerbsintensität bzw. die Verbundenheit der Arenen sowie den Zwang vergrößert, die zukünftige Interdependenzbewältigung auf ähnliche Weise strategisch ruinös-nutzenmaximierend fortzuführen. Das Marktversagen ist somit anhaltend eine potenzielle Gefahr im Wettbewerbsverbund.

Das Regelsetzungs-Regime, d. h. das BCBS Mehrebenensystem der transnationalen Eigenkapitalsteuerung oder die Problemlösungsstruktur, zeichnet sich ebenso durch schwache Hierarchien und Verhandlungen aus. In diesem transnationalen Mehrebenen-Governance-Regime sind zwar auch Blockaden möglich und bei Basel-II auch empirisch beobachtbar gewesen, es scheint allerdings eher mustertypisch zu sein, dass das Entstehen der potenziell möglichen Blockaden durch die Ineffektivität der zur Verhandlung stehenden Problemlösung verhindert wird. Dass also eine Entscheidung nur deswegen möglich ist, weil die zur Entscheidung stehenden Problemlösungsvorschläge die Normadressaten nicht belasten, ja, sie ihnen sogar neue Gelegenheitsstrukturen der kreativen Gewinnmaximierung und Weiterentwicklung ihres Geschäfts auf der Basis des Status quo gewähren. Für den vorliegenden Fall konnte gezeigt werden, dass die Verhandlungen aus Sicht der gemeinwohlverantwortlichen Staatsvertreter schwach gewesen sind. Die Vertreter eines auf langfristige Stabilität zielenden Gemeinwohlinteresses, d. h. die Vertreter einer potenziell hierarchischen Beeinflussung von gesellschaftlichen Teilsystemen im BCBS Regelsetzungs-Regime, haben den Zugriff auf die Problementstehungsstruktur weitgehend verloren. Die weitreichende Verflechtung zwischen den diversen Verhandlungsarenen, in denen Staaten mit Staaten, Banken mit Staaten und Banken mit Banken, nicht selten unter Beteiligung von Verbänden, Kanzleien und Wirtschaftsberatungen verhandeln, bringt es mit sich, dass die Grundbedingungen für einen im Sinne des Gemeinwohls effektiven Interessenwettbewerb nicht gegeben sind. Die Notwendigkeit im BCBS Regelsetzungs-Regime einen Konsens zu erreichen, zieht im Einklang mit der Governancetheorie die Strukturierung des Verhandlungsprozesses nach sich, um die Komplexität der divergierenden Interessen handhabbar zu machen. Die Strukturierung erfolgte zum einen auf eine der Mehrebenen-Governancetheorie bekannten Art und Weise, d. h. beispielsweise durch seine Gliederung in Vor- und Nachverhandlungen, der Segmentierung und der vertrauensvollen Beteiligung der Normad-

ressaten. Zum anderen erfolgte sie aber auch durch die Verwendung des Konzepts der Wettbewerbsfähigkeit. Das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit ist für die Konsensfindung im BCBS Regelsetzungs-Regime von herausragender Bedeutung. Es kann im Marktwettbewerb und im Staatenwettbewerb als Ziel verwendet werden und es ist in gewisser Weise messbar, womit es eine taktisch-strategische Verwendung möglich macht. Die Verwendung des Konzepts weist – wie die anderen Techniken auch – jedenfalls darauf hin, dass eine hohe Wettbewerbsintensität zwischen den verbundenen Arenen herrscht. Die Wettbewerbsintensität im oligopolistischen BCBS Regelsetzungs-Regime wird durch das Leitbild der Wettbewerbsfähigkeit reduziert. Auf der Grundlage des einenden Leitbilds der Wettbewerbsintensität wird die Suche nach einer Entscheidung zur Lösung des komplexen Problems vereinfacht. Dass der Verhandlungswettbewerb zwischen dem Staat und der Gesellschaft wegen der auch hier konstitutiven Informations- und Machtasymmetrie zwischen den Normadressaten und den Agenten der Staaten nur einen Gewinner kennt, macht das vorliegende Fallbeispiel deutlich: Es sind die gut informierten Repräsentanten der Gesellschaft selbst, die Normadressaten bzw. die Dealer-Elitebanken sowie ihre Kunden und Klienten auf den transnationalen Finanzmärkten, die viel lieber am Erhalt des lukrativen Status quo interessiert sind, als an einer verhaltensbeschränkenden Intervention in die komplexen und potenziell verfänglichen Gelegenheitsstrukturen, über die sie sich finanzieren und ihrer Risiken zu versichern wissen.

Letztlich spricht vieles dafür, dass das Governance-Regime-Muster verbundener Wettbewerbe im Schatten schwacher staatlicher Hierarchien und Verhandlungen zumindest für den vorliegenden Fall der anhaltenden Instabilität der internationalen Finanzmärkte Gültigkeit beanspruchen kann. Dahingehend ist die Differenzierung der Governance-Regime als eine gewinnbringende analytische Erweiterung nicht zuletzt für die Anbindung des Ansatzes der problemorientierten staatlichen Steuerung zu verstehen. Mit ihr lässt sich zeigen, dass die Steuerung eines gesellschaftlichen Problems nicht unabhängig von der Problementstehungsstruktur zu denken ist. Die Problementstehungsstruktur ist vielmehr der zentrale Untersuchungsgegenstand für eine präskriptive problembasierte Steuerungsforschung. Das Muster verbundener Wettbewerbe im Schatten schwacher Hierarchie und Verhandlung verweist auf die Dynamik dieser Struktur, ist aber auch auf die Problemlösungsstruktur, das Mehrebenensystem der BCBS Regelung anzuwenden. Die Problemlösungsstruktur sei geprägt von schwacher Hierarchie und Verhandlung, was darauf abstellt, dass die zuständigen, laut Papier zuvorderst gemeinwohlorientierten Vertreter der Staaten bei der Regelung im jeweiligen Regelsetzungs-Regime keinen oder nur noch einen schwachen Zugriff auf die effektive Steuerung der Problementstehungsstruktur besitzen, sie den Wettbewerb um die Problemlösungshoheit – so könnte man sagen – verloren haben.

Dies gibt der governancetheoretischen These Nahrung, dass zumindest für den vorliegenden Fall der Finanzmarktentwicklung und Finanzmarktregulierung der Markt nicht in den Staat, sondern der Staat in den Markt eingebettet ist (Benz und Dose 2010c, 269). Aus einer staatszentrierten Perspektive müsste man im Sinne der Governancetheorie und auch im Sinne einer weiterentwickelten Steuerungsforschung eher von einem Muster verbundener Verhandlungen im Schatten starken Wettbewerbs sprechen. Ein

Wettbewerb, der dem Mehrebenensystem anhaltend die Problemlösungsfähigkeit nimmt, die seine Akteure jedoch durch das Verhandeln bis zur Entscheidungsfähigkeit zumindest als eine solche verkaufen lässt. Letztlich ist es aber egal, wie man das Muster dreht oder wendet. Im Ergebnis handelt es sich um ein anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen durch Wettbewerbsintensität. Was aber Wettbewerbsintensität strukturell betrachtet ausmacht, was also eine Strukturdynamik konstituiert, und in welchen Kontexten sie als ein adäquater Mechanismus der Interdependenzbewältigung eingesetzt werden kann, das ist eine Frage, die weiterer wissenschaftlicher Arbeit bedarf. In komplexen Mehrebenen- oder Regelsystemen – so scheint es – braucht es wenigstens prozessstrukturierende Leitideen, um einen Konsens zu erreichen, d. h. um entscheidungsfähig zu sein. Problemlösungsfähigkeit jedoch ist eine höchst voraussetzungsvolle Funktionalität von komplexen Mehrebenensystemen, die selbst im bundesdeutschen Verbundföderalismus schwer zu finden ist.

8.3 HANDLUNGSEMPFEHLUNGEN

Der Wettbewerb und seine Intensitäten bzw. Dynamiken muss als eine strukturelle Problemkategorie ernster genommen werden: Es muss mehr Arbeit investiert werden, die Wirkung von Wettbewerbsintensität auf die strategisch-kreative Exploration von potentiellen Freiheiten sektorspezifisch zu untersuchen. Wie hoch darf Wettbewerbsintensität sektorspezifisch sein, ohne eine Dynamik hervorzurufen, die langfristige Destabilisierungseffekte auslöst. Insbesondere die Kategorie der Vertrauensgüter scheint dahingehend analytisch, vor allem in Verbindung mit Wissen und Marktmacht, nicht unbedeutend zu sein. Sie ist nicht nur auf marktwirtschaftliche Güter beschränkt anwendbar, sondern gewinnt überall dort an analytischer Relevanz, wo Vertrauen zentraler Bestandteil von stabiler Handlungskoordination ist. Dabei ist es allerdings wichtig, wie im vorliegenden Fall auch, das Vertrauensproblem bzw. seine akute Destabilisierung als ein Strukturproblem wahrzunehmen, das tiefgreifende Veränderungen erforderlich macht, die eine geschlossene, formal legitimierte politische Antwort voraussetzen. Dahingehend ist die G-20 mit der Verleihung eines formalen Mandats an das BCBS einen richtigen Schritt gegangen, der allerdings noch weitere das Verfahren formalisierende Schritte erforderlich macht.

Die politische Wiederanerkennung der Staatsnähe und des Gemeinwohlcharakters des vertrauensabhängigen Bankensektors: In der policy-analytischen Literatur und in der politischen Praxis wird der Bankensektor hinsichtlich seiner Wettbewerbsverträglichkeit weiterhin behandelt, als wäre er mit jedem anderen Wirtschaftssektor vergleichbar. Dies ist allerdings weiterhin nicht der Fall. Es ist an der Zeit, die für die realwirtschaftliche Dynamik und Funktionsfähigkeit der Marktwirtschaft so wichtigen Funktionen des klassischen Bankgeschäfts zu betonen und sie als staatsnahe Organisation besser zu schützen und zu fördern. Dazu gehört insbesondere die Finanzierung und Risikosteuerung der Banken selbst. Der US-amerikanische Glass-Steagall Act sowie weitere im Anschluss an die Große Depression erlassene Rechtsakte haben durch die systematische Trennung des klassischen von anderen Finanzmarktaktivitäten sehr weitgehend Wettbewerb zwischen finanzwirtschaftlichen Industriezweigen verhindert. Sie ha-

ben – zumindest in den USA – auch verhindert, dass das klassische Bankgeschäft mit dem Investmentbankgeschäft konkurriert und zwangsläufig alle Banken zu Investmentbanken werden oder umgekehrt. Diese Entdynamisierung hat die Globalisierung geschluckt. Sie müsste auf transnationaler Ebene wiederbelebt werden, wollte man den Finanzsektor effektiv im Sinne von Staatsnähe und Vertrauensabhängigkeit regulieren.

Das Stoppen der Überflexibilisierung des nationalen Aufsichtsrechts: Die Überflexibilisierung des nationalen Bankenaufsichtsrechts ist kein Ansatz zur Lösung des Problems der Instabilität des Bankensektors. Es verstärkt den Effekt der Selbstdestabilisierung noch. Die überflexibilisierten Aufsichtsregeln bieten den Normadressaten unkontrollierbare Letztentscheidungskompetenzen, die im herrschenden Wettbewerb Vertrauen destabilisieren und zur Ausweitung des Interbankenmarktsystems genutzt werden. Zentral in diesem Sinne ist die regulatorische Risikogewichtung, die an die professionelle bankwirtschaftliche Risikosteuerung anknüpft, womit – gegeben die Tatsache, dass wir bei den Normadressaten von hochgradig integrierten Dealer-Elitebanken sprechen – bereits die Komplexität des Regelungsanspruchs deutlich wird. Die Dealer-Elitebanken und ihre Großkunden reagieren auf überflexibilisierte Hindernisse strategisch und keineswegs – wie erwartet – im Sinnen einer versprochenen *Verantwortungsteilung* kooperativ. Sie umschiffen Regeln spätestens wenn sie erlassen sind so, dass sie Risikosteuerungsprodukte erfinden, mit denen sie neue Märkte der Risikosteuerung organisieren, deren größte Kunden sie selber sind. Die Überflexibilisierung zu stoppen macht die Überwindung der Vereinnahmung des Interessenausgleichs und die Wiederentdeckung der notwendigen Verhaltensbeschränkung des Normadressaten notwendig. Die Überflexibilisierung des Aufsichtsrechts zu stoppen, bedeutet den Banken Freiheiten im Wettbewerb nehmen und unintendierte Effekte verhindern.

Der Bedeutung von technischen Behördennetzwerken mit Vorsicht begegnen: Die Behördennetzwerke, denen man auf transnationaler, aber auch auf europäischer und nationaler Ebene zunehmend begegnet, sind weniger Agenten des Staates als Treuhänder der Klientel, die sie vertreten und deren System sie verstehen. Es ist nicht anzunehmen, dass sich durch sie ein gesellschaftliches Problem ursachenadäquat lösen lässt. Die zunehmende Unabhängigkeit der Aufsichtsbehörden, die auch aus der Komplexität der zu steuernden Problemzusammenhänge resultiert, muss wieder stärker an den Staat gekoppelt werden. Es braucht sowohl bei der Regelanwendung als auch bei der Regelsetzung einen stärkeren hierarchischen Schatten, um die Problemlösungsfähigkeit und damit auch die gefühlte demokratische Repräsentation der Bürger zu stärken. Ein solcher hierarchischer Schatten dürfte langfristig auch in die Gestaltung einfacherer Regeln münden. Regeln, die den Regel-Anwendern weniger Freiheiten geben und die sich besser beaufsichtigen lassen.

Das Potenzial der nationalen Wettbewerbspolitik stärken: Die Wettbewerbspolitik sollte deutlich aktiver gegen integrierte Dealer-Elitebanken vorgehen. Ihre zahlreichen auch strafrechtlich relevanten Verfehlungen, die oftmals auf Absprachen beruhen, verweisen darauf, dass die Wettbewerbsintensität im Interbankenmarktsystem an der Schwelle zum ausschließlichen Machtproblem rangiert. Einzelne

Märkte des Interbankenmarktsystems lassen bereits auf eine Monopolisierung im Nationalen schließen. Der Wettbewerbspolitik stützt sich allerdings auf eine komplexe, an unternehmerischer Effizienz orientierte Wettbewerbstheorie, die zahlreiche grenzwertige Verhaltenspraktiken toleriert. Die Wettbewerbspolitik ist allerdings auf dieser Basis kaum problemlösungsfähig. Der Wettbewerbspolitik täte es gut, anzuerkennen, dass Informationsvorsprünge und Marktmacht weitreichende instrumentelle Freiheiten begründen können und somit triftige Gründe darstellen sich einen Markt und auch die dort sich vollziehende Preisentwicklung genauer anzuschauen. Dass eine zentrale staatliche Stelle möglicherweise auch Daten über die Kalkulation von Preisen einfordert, ficht den Wettbewerb als solchen nicht an, solange die eingeforderten Daten nicht öffentlich gemacht werden, sondern der Ermittlung manipulativer Tatbestände dienen. Der Wettbewerbspolitik täte es ebenso gut, den Unternehmen gegenüber deutlich misstrauischer aufzutreten. Die systematische Anerkennung der Staatsnähe der Bankenwirtschaft als Produzent von Vertrauensgütern mit Systemcharakter wäre dahingehend ein Anfang. Der Bedeutung von Vertrauensgütern sollte aus staatlich-gemeinwohlorientierter Sicht größere Bedeutung zukommen.

Nationale Wettbewerbsfähigkeit als politische Handlungsmaxime überdenken – Staatenwettbewerb demokratisieren: Die Welt befindet sich in einem sozioökonomischen Staatenwettbewerb, dessen treibende Kraft das Konzept der Wettbewerbsfähigkeit ist. Die Wettbewerbsfähigkeit ist ein sozialunverträgliches Bewertungskriterium von Steuerungsinstrumenten. Mit ihm wird weniger die Problemlösung als die Problemfolgenmäßigung der Problemlösung verhandelt. Die Wettbewerbsfähigkeit ist ein Rationalisierungskriterium und ein Deregulierungskriterium von wirtschaftlichem und politischem Handeln geworden. Mit ihm werden Gewerkschaften geschwächt, materiell-rechtliche Steuerungsinstrumente überflexibilisiert und der Wähler übergangen. Mit weitreichenden Folgen für die politische Ordnung der westlichen Welt.

8.4 AUSBLICK

Der nachfolgende Ausblick soll die gewonnenen Ergebnisse in einen politikfeldübergreifenden politikwissenschaftlichen Zusammenhang stellen. Die vorangegangenen Ausführungen haben am Beispiel der Finanzmärkte und ihrer eigendynamischen Entwicklung zeigen können, dass die Einbettung in einen hierarchisch, durch die Staaten vertretenen Gemeinwohlananspruch von politischer Steuerung Gefahr läuft, im zunehmenden Schatten des Marktwettbewerbs an Bedeutung zu verlieren. Der Markt und die Vermarktlichung vieler Lebensbereiche gewinnen an Relevanz gegenüber dem Gut des Gemeinwohls, für dessen Bereitstellung in Form problemlösender Maßnahmen der Staat eine Verantwortung trägt, die allerdings mit dem Profitinteresse der Privatwirtschaft konkurriert, deren Maßstäbe zusehends die politischen Regelsetzungsprozesse beeinflussen. Die potenziellen Folgen dieser Entwicklung weg von der Problemlösung lassen sich gerade weltweit beobachten. Sie lauten: Desintegration durch Zuwachs von Misstrauen in die politischen und wirtschaftlichen Eliten verbunden mit einem Bedeutungsgewinn populistischer Parteien und Strömungen sowie einer von diesen übermittelten Politik der Wut.

Wir erleben gerade also sehr deutlich, wie labil nicht nur die komplexen Regelsysteme der Finanzmärkte, sondern auch die komplexen Regelsysteme unserer nationalen und transnationalen Integration auf Dynamik und inadäquate Wettbewerbsintensitäten und der damit einhergehenden Problemlösungschwäche reagieren. Die Entwicklung zeigt, dass anhaltendes Markt- und Steuerungsversagen im Zeitverlauf gefühlte Repräsentationsmängel bei den Bürgern erzeugen kann. Demokratie macht Prozessverständnis und Problemlösungen im Sinne der Bürger notwendig, weil diese ihre Repräsentanten wählen können. Stabilität und Integration ist nichts beharrliches, sondern insbesondere in sich dynamisch verändernden Gesellschaften einer permanenten Zersetzung ausgeliefert. Diese Zersetzung in Grenzen zu halten, ist seit jeher Aufgabe der Politik. Und diese Aufgabe macht zuallererst funktionierende Problemlösungen und alles andere als gegenseitige Schuldzuweisungen und strategische Spielchen notwendig. Staatliche Stabilitäts- und Integrationserzeugung kann und muss im Umkehrschluss als Entdynamisierung verstanden werden. Die Verfassung eines Bundesstaats nimmt ihren Akteuren potenzielle Handlungsoptionen. Eine solche politische Entdynamisierung ist nicht in allen Bereichen vollumfänglich möglich. Man denke beispielsweise an die dynamischen Veränderungen, die die Flüchtlingsströme in jüngster Zeit ausgelöst haben und die nur schwer zu stoppen sind. Aber in den gesellschaftlichen Problembereichen, in denen Problemlösungen durch Entdynamisierung, d. h. durch eine Beschränkung von Handlungsfreiheiten, möglich und gefordert sind, da ist es geboten, im Sinne der gesellschaftlichen Stabilität zu handeln – d. h. Regeln zu setzen, die einerseits möglichst einfach ein Problem lösen und die andererseits sich dadurch auszeichnen, dass sich ihre potenzielle Wirksamkeit erklären und verstehen lässt. Dies gilt vor allem für Märkte, deren effektive politische Steuerung häufig im Wettbewerb mit den organisierten Interessen an Substanz verliert.

Das alles bekräftigt nicht zuletzt die Relevanz dieser Arbeit, aber auch den Stellenwert politischer Lösungen, die zwingend mehr zu sein haben, als triviale Entscheidungen oder hyperkomplexe Scheinlösungen. Der Ansatz für ein problemorientiertes Policy-Design beginnt genau hier seinen Nutzen zu entfalten. Mit ihm lassen sich Problemlösungen verbessern. Wenngleich man skeptisch bleiben darf, ob adäquate Problemlösungen in einem hoch integrierten bzw. verflochtenen Mehrebenensystem, das von einem Markt- und Standortwettbewerb überwölbt wird, was destabilisierende Fliehkräfte erzeugt, in Zukunft mehr sein werden als bloße Entscheidungen.

LITERATURVERZEICHNIS

- Abbott, Kenneth W./Duncan Snidal, 2009: The Governance Triangle: Regulatory Standards Institutions and the Shadow of the State, in: Walter Mattli/Ngaire Woods (Hrsg.), *The Politics of Global Regulation*, Princeton, NJ, 44-88.
- Abrantes-Metz, Rosa M./Michael Kraten/Albert D. Metz/Gim S. Seow, 2012: Libor manipulation?, in: *Journal of Banking & Finance*, 36 (1): 136-150.
- Acharya, Viral/Philipp Schnabl, 2009: Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-2009, 10th Jacques Polak Annual Research Conference, 5./6. November 2012, Washington, DC.
- Admati, Anat R./Peter M. DeMarzo/Martin F. Hellwig/Paul C. Pfleiderer, 2013: Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is not Expensive, Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series No. 161, Reprints of the Max Planck Institute for Research and Collective Goods, 2013/23, Stanford, Bonn.
- Admati, Anat R./Martin Hellwig, 2013: *The Bankers' New Clothes*, Princeton.
- Adrian, Tobias/Brian Begalle/Adam Copeland/Antoine Martin, 2013: Repo and Securities Lending, FRBNY Staff Reports, No. 529, New York.
- Adrian, Tobias/Hyun Song Shin, 2010a: The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 439, March 2010, Revised April 2010, New York.
- Adrian, Tobias/Hyun Song Shin, 2010b: Liquidity and leverage, in: *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3): 418-437.
- Afhüppe, Sven/Jan Hildebrand/Donata Riedel, 2013: Vollendung der Bankunion bleibt eine große Herausforderung, Interview mit Bundesfinanzminister Dr. Wolfgang Schäuble, in: *Handelsblatt*, Nr. 235, 5.12.2013, 4-7.
- Akerlof, George A., 1970: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 84 (3): 488-500.
- Albach, Horst, 1985: Kampf ums Überleben: Der Ernstfall als Normalfall für Unternehmen in einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 14 (2): 149-166.
- Alfred D. Chandler, Jr., 1978: *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, London.
- Allen, Franklin/Elena Carletti, 2009: The Role of Liquidity in the Financial System: A Symposium, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (Hrsg.), *Maintaining Stability in a Changing Financial System*, Jacksonhole, Wyoming, 379-430.
- Allen, Franklin/Elena Carletti, 2010: The Roles of Banks in Financial Systems, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, New York, 37-57.
- Allen, Franklin/Anthony M. Santomero, 1997: The theory of financial intermediation, in: *Journal of Banking & Finance*, 21 (11-12): 1461-1485.
- Allen&Overy, 2014: Capital Requirements Directive IV Framework Credit Valuation Adjustment (CVA), Client Briefing Paper, London. URL: <http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Capital%20Requirements%20Directive%20IV%20Framework/Credit%20valuation%20adjustment.pdf> (15.2.2015).
- Anderson, Richard G./Charles S. Gascon, 2009: The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007-2009 Financial Crisis, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 91 (6): 589-612.

- Anderson, Ronald W./Karin Jõeveer, 2012: Bankers and bank investors: Reconsidering the economies of scale in banking, LSE Financial Market Group Discussion Paper 712, London. URL: <http://www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/discussionPapers/fmgdps/dp712.pdf> (12.5.2015).
- Andres, Christian/André Betzer/Inga van den Bongard, 2012: Das Ende der Deutschland AG, in: *Kredit und Kapital*, 44 (2): 185-216.
- Arakelyan, Armen/Pedro Serrano, 2012: Liquidity in Credit default Swap Markets, Job Market Paper, 10.1.2012, Madrid.
- Arndt, Helmut, 1952: *Schöpferischer Wettbewerb und klassenlose Gesellschaft*, Berlin.
- Arndt, Helmut, 1981: Macht und Wettbewerb, in: Helmut Cox/Uwe Jens/Kurt Markert (Hrsg.), *Handbuch des Wettbewerbs: Wettbewerbstheorie, Wettbewerbspolitik, Wettbewerbsrecht*, München, 49-78.
- Arnold, Wolfgang/Karl-Heinz Boos, 2001: Basel II - Einzel- und gesamtwirtschaftliche Aspekte, in: *Die Bank*, 10: 712-715.
- Arrow, Kenneth J., 1963: Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care, in: *American Economic Review*, 53 (5): 941-973.
- Aso, Pier Francesco/Robert Leeson, 2012: Monetary Policy Rules: From Adam Smith to John Taylor, in: Evan F. Koenig/Robert Leeson/George A. Kahn (Hrsg.), *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*, Stanford, CA, 3-62.
- Auerbach, Joseph/Samuel L. Hayes III, 1987: Underwriting Regulation and the Shelf Registration Phenomenon, in: III Samuel L. Hayes (Hrsg.), *Wall Street and Regulation*, Boston, MA, 127-155.
- Augar, Philip, 2005: *The Greed Merchants: How the Investment Banks Played the Free Market Game*, London.
- Aust, Anthony, 2007: *Modern Treaty Law and Practice*, 2. Auflage, Cambridge, MA, New York, NY.
- Avraham, Dafna/Patricia Selvaggi/James Vickery, 2012: A structural view of U.S. Bank Holding Companies, in: *FRBNY: Economic Policy Review*, 18 (2): 65-81.
- Ayadi, Rym/Patrick Behr, 2009: On the necessity to regulate credit derivatives markets, in: *Journal of Banking Regulation*, 10 (3): 179-201.
- Ayres, Ian/John Braithwaite, 1991: Tripartism: Regulatory Capture and Empowerment, in: *Law & Social Inquiry*, 16 (3): 435-496.
- Baba, Naohiko/Robert N. McCauley/Srichander Ramaswamy, 2009: US dollar money market funds and non-US banks, in: *BIS Quarterly Review*, März 2009: 65-81.
- Bacharach, Peter/Morton S. Baratz, 1962: Two Faces of Power, in: *The American Political Science Review*, 56 (4): 947-952.
- Bain, Joe S., 1971 *Barriers to new competition : their character and consequences in manufacturing industries*, 5. Auflage, Cambridge, MA.
- Baker, Andrew, 2013: The gradual transformation? The incremental dynamics of macroprudential regulation, in: *Regulation & Governance*, 7 (4): 417-434.
- Banner, Stuart, 1998: *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge, MA.
- Bannier, Christina E./Eberhard Feess/Natalie Packham, 2012: Competition, Bonuses, and Risk-taking in the Banking Industry, in: *Review of Finance*, 0: 1-36.
- Barett, Ross/John Ewan, 2006: *BBA Credit Derivatives Report 2006*, British Bankers Association, London.
- Baringa-Partners, k.A.: *Treasury Trading: Exploring the thin line between risk and control*, London. URL: http://www.baringa.com/files/documents/Treasury_Trading_-_Exploring_the_thin_line_between_Risk_and_Control.pdf (24.11.2014).

- Barkbu, Bergljot B./Li Lian Ong, 2010: FX Swaps: Implications for Financial and Economic Stability, IMF Working Paper, WP/10/55, Washington, DC.
- Baron, David P./David Besanko, 2001: Strategy, Organization and Incentives: Global Corporate Banking at Citibank, in: *Industrial and Corporate Change*, 10 (1): 1-36.
- Barr, Michael S./Geoffrey P. Miller, 2006: Global Administrative Law: The View from Basel, in: *European Journal of International Law*, 17 (1): 15-46.
- Barth, James R./R. Dan Brumbaugh/James A. Wilcox, 2000: Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking, in: *The Journal of Economic Perspectives*, 14 (2): 191-204.
- Battilossi, Stefano, 2000: Financial innovation and the golden ages of international banking: 1890–1931 and 1958–81, in: *Financial History Review*, 7 (02): 141-175.
- Battilossi, Stefano, 2002: Banking with Multinationals: British Clearing Banks and the Euromarkets' Challenge, 1958-1976, in: Stefano Battilossi/Youssef Cassis (Hrsg.), *European banks and the American challenge: competition and cooperation in international banking under Bretton Woods*, Oxford, New York, 103-134.
- Baumann, Claude, 2010: Der mächtigste Herrenclub, in: *Handelszeitung*, URL: <http://www.handelszeitung.ch/invest/der-maechtigste-herrenklub> (26.10.2014).
- Baumol, William J./John C. Panzar/Robert D. Willig, 1982: *Contestable Market and the Theory of Industry Structure*, New York.
- Baums, Theodor, 2011a: Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung, in: *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR)*, 175, 160-209.
- Baums, Theodor, 2011b: Risiko und Risikosteuerung im Aktienrecht, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 40 (3): 218-274.
- Baxter, Lawrence G., 2011: "Capture" in Financial Regulation; Can we channel it toward the common good?, in: *Cornell Journal of Law and Public Policy*, 21: 175-200.
- BayernLB, 2006: *ABS Handbuch. Einführung in Asset Backed Securities*, München.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1983 [1975]: *Principles for the Supervision of Banks' Foreign Establishments*, BCBS 2, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1988: *Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen*, BCBS 4, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1998: Press release: Instruments eligible for inclusion in Tier 1 capital, 27.10.1998, Basel. URL: <http://www.bis.org/press/p981027.htm> (20.7.2014).
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1999a: *Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basle Accord*, BCBS WP1, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1999b: *Neuregelung der angemessenen Eigenkapitalausstattung, Konsultationspapier*, BCBS 50, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 1999c: *A New Capital Adequacy Framework, consultative paper, issued for comment by 31 March 2000*, BCBS 50, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2005a: *Amendment to the Capital Accord to incorporate market risk*, BCBS 119, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2005b: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework*, BCBS 118, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2006: *Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und Eigenkapitalanforderungen*, BCBS 128, Basel.
- BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2009a: *Enhancements to the Basel II framework*, BCBS 157, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2009b: Guidelines for computing capital for incremental risk in the trading book, BCBS 159, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2009c: Revision to the Basel II market risk framework, Updated as of 31 Dezember 2010 (February 2011), BCBS 158, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2010a: Basel III: Internationale Rahmenvereinbarung über Messung, Standards und Überwachung in Bezug auf das Liquiditätsrisiko, BCBS 188, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2010b: Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer, BCBS 187, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2011a: Basel III: Ein globaler Regulierungsrahmen für widerstandsfähigere Banken und Bankensysteme, BCBS 189, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2011b: Global systemrelevante Banken: Bewertungsmethodik und Anforderungen an die zusätzliche Verlustabsorptionsfähigkeit, BCBS 207, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2012a: Capital requirements for banks to central counterparties, BCBS 227, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2012b: Rahmenregelung für den Umgang mit national systemrelevanten Banken, BCBS 233, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013a: Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools, BCBS 238, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013b: Charta, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013c: Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework. Consultative Document, BCBS 265, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013d: Principles for effective risk data aggregation and risk reporting, BCBS 239, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013e: Regulatory Consistency Assessment Programm (RCAP), Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book, BCBS 256, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013f: Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book, BCBS 267, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013g: Regulatory consistency assessment programme (RCAP), Analysis of risk-weighted assets for market risk, BCBS 240, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2013h: The regulatory framework: balancing risk sensitivity, simplicity and comparability, Discussion paper, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2014a: Basel III: The Net Stable Funding Ratio, Consultative Document, BCBS 295, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2014b: Capital floors: the design of a framework based on standardised approaches. Consultative Document, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2014c: Capital requirements for bank exposure to central counterparties, BCBS 282, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2014d: Reducing excessive variability in banks' regulatory capital ratios. A report to the G20, Basel.

BCBS - Basel Committee on Banking Supervision, 2014e: Supervisory framework for measuring and controlling large exposures, BCBS 283, Basel.

- Bebchuk, Lucian A./Alma Cohen/Holger Spamann, 2010: The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, in: *Yale Journal on Regulation*, 26 (2): 257-282.
- Beck, Thorsten, 2008: *Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?*, Worldbank Policy Research Working Paper 4656, New York.
- Beck, Thorsten/Diane Coyle/Mathias Dewatripont/Xavier Freixas/Paul Seabright, 2010: *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition. An analysis of state-supported schemes for financial institutions*, Centre for Economic policy Research (CEPR), London.
- Beck, Thorsten/Asli Demirgüç-Kunt/Ross Levine, 2000: A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector, in: *The World Bank Economic Review*, 14 (3): 597-605.
- Becker, Johannes/Nadja Dwenger, 2013: § 2 Die Besteuerung von Fremd- und Eigenkapital aus ökonomischer Sicht, in: Wolfgang Schön (Hrsg.), *Eigenkapital und Fremdkapital: Steuerrecht – Gesellschaftsrecht – Rechtsvergleich – Rechtspolitik*, Heidelberg, Dordrecht, London, New York, 101-124.
- Becker, Lukas, 2014: Black box blues, in: *Risk magazine*, 27 (6): 24-26.
- Beckert, Jens/Rainer Diaz-Bone/Heiner Ganßmann (Hrsg.), 2007: *Märkte als soziale Strukturen*, Frankfurt a. M., New York.
- Beckert, Jens/Wolfgang Streeck, 2008: *Economic Sociology and Political Economy: A Programmatic Perspective*, MPIfG Working Paper 08/4, Köln.
- Behrens, Maria/Alexander Reichwein, 2007: Global Governance, in: Arthur Benz/Susanne Lütz/Uwe Schimank/Georg Simonis (Hrsg.), *Handbuch Governance. Theoretische Grundlagen und empirische Anwendungsfelder*, Wiesbaden, 311-324.
- Beier, Nils/Holger Harreis/Thomas Poppensieker/Dirk Sojka/Mario Thaten, 2010: *Getting to grips with counterparty risk*, McKinsey Working Papers on Risk, Number 20, München.
- Beisse, Heinrich, 1993: Gläubigerschutz - Grundprinzip des deutschen Bilanzrechts, in: Heinrich Beisse/Marcus Lutter/Heribald Nährger (Hrsg.), *Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993*, Berlin, New York, 77-97.
- Bennett, Paul/Stavros Peristiani, 2002: Are U.S. Reserve Requirements Still Binding?, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 8 (1): 53-68.
- Benz, Arthur, 1994: *Kooperative Verwaltung: Funktionen, Voraussetzungen und Folgen*, Baden-Baden.
- Benz, Arthur, 2006a: Eigendynamik von Governance in der Verwaltung, in: Jörg Bogumil/Werner Jann/Frank Nullmeier (Hrsg.), *Politik und Verwaltung, PVS-Sonderheft 37*, Wiesbaden, 30-49.
- Benz, Arthur, 2006b: Eigendynamik von Governance in der Verwaltung, in: Jörg Bogumil/Werner Jann/Frank Nullmeier (Hrsg.), *Politik und Verwaltung (PVS-Sonderheft 37)*, Wiesbaden, 29-49.
- Benz, Arthur, 2007: *Governance in Connected Arenas - Political Science Analysis of Coordination and Control in Complex Rule Systems*, in: Dorothea Jansen (Hrsg.), *New Forms of governance in Research Organizations. Disciplinary Approaches, Interfaces and Integration*, Dordrecht, 3-22.
- Benz, Arthur, 2008: *Der moderne Staat: Grundlagen der politologischen Untersuchung*, München.
- Benz, Arthur, 2009: *Politik in Mehrebenensystemen*, Wiesbaden.
- Benz, Arthur, 2010a: *Blockiert durch Komplexität? Demokratie in Mehrebenensystemen föderaler und transnationaler Politik*, in: *vorgänge*, 49 (2): 64-72.
- Benz, Arthur, 2010b: *Multilevel Governance - Governance in Mehrebenensystemen*, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen. Eine Einführung, 2., aktualisierte und veränderte Auflage*, Wiesbaden, 111-135.

- Benz, Arthur, 2010c: Multilevel Governance - Governance in Mehrebenensystemen, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen*, 2., aktualisierte und überarbeitete Auflage, Wiesbaden, 111-135.
- Benz, Arthur/Nicolai Dose, 2010a: Governance - Modebegriff oder nützliches sozialwissenschaftliches Konzept?, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen*, 2., aktualisierte und veränderte Auflage, Wiesbaden, 13-36.
- Benz, Arthur/Nicolai Dose (Hrsg.), 2010b: *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen*, 2., aktualisierte und veränderte Ausgabe, Wiesbaden.
- Benz, Arthur/Nicolai Dose, 2010c: Von der Governance-Analyse zur Policytheorie, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen: Eine Einführung*, 2., aktualisierte und veränderte Auflage, Wiesbaden, 251-276.
- Benz, Arthur/Susanne Lütz/Uwe Schimank/Georg Simonis, 2007: Einleitung, in: Arthur Benz/Susanne Lütz/Uwe Schimank/Georg Simonis (Hrsg.), *Handbuch Governance*, 9-25.
- Berger, Allen N./Richard J. Herring/Giorgio P. Szegö, 1995a: The role of capital in financial institutions, in: *Journal of Banking & Finance*, 19 (3-4): 393-430.
- Berger, Allen N./Anil K. Kashyap/Joseph M. Scalise/Mark Gertler/Benjamin M. Friedman, 1995b: The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995 (2): 55-218.
- Bernanke, Ben S., 1983: Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, in: *The American Economic Review*, 73 (3): 257-276.
- Bernanke, Ben S., 1995: The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (1): 1-28.
- Bernstein, Peter L., 1992: *Capital ideas: the improbable origins of modern Wall Street*, New York.
- Berringer, Christian, 2004: *Regulierung als Erscheinungsform der Wirtschaftsaufsicht*, München.
- Bertezzo, Giulia, 2009: The European Union facing the global arena: standard setting bodies and financial regulation, in: *European Law Review*, 34 (2): 257-280.
- Bhansali, Vineer, 2008: Tail Risk Management, in: *Journal of Portfolio Management*, 34 (4): 68-75.
- Bieg, Hartmut/Gregor Krämer/Gerd Waschbusch, 2004: *Bankenaufsicht in Theorie und Praxis*, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, Frankfurt a. M.
- Bikker, Jacob A./Laura Spierdijk/Paul Finnie, 2006: *The Impact of Bank Size on Market Power*, DNB Working Paper No.120, Amsterdam.
- Binder, Jens-Hinrich, 2006: Die Auswirkungen der Basel II-Umsetzung auf die aufsichtsrechtlichen Eingriffskompetenzen nach dem Kreditwesengesetz, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, (45): 2114-2124.
- Binswanger, Hans Christoph, 2009: Die Rolle von Geld und Kapital in unserer Gesellschaft, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 26/2009, 3-5.
- Birk, Dieter, 2004: Kontinuitätsgewehr und Vertrauensschutz, in: Heinz-Jürgen Pezzer (Hrsg.), *Vertrauensschutz im Steuerrecht*. 28. Jahrestagung der Deutschen Steuerjuristischen Gesellschaft e.V., Graz, 15. und 16. September 2003, Köln, 9-24.
- BIZ - Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2011: *Macroprudential regulation and policy. Proceedings of a joint conference organised by the BIS and the Bank of Korea in Seoul on 17-18 January 2011*, BIS Papers No. 60, Basel.
- Bismuth, Régis, 2010: The Independence of Domestic Financial Regulators: An Underestimated Structural Issue in International Financial Governance, in: *Goettingen Journal of International Law*, 2 (1): 93-110.

- Bitz, Michael, 2007: Schöpfungswille und Harmoniestreben des Renaissancemenschen: Luca Pacioli und die Folgen - Dogmenhistorische und sprachtheoretische Reflektionen zum Begriff des Eigenkapital, in: Norbert Winkeljohann/Peter Bareis/Michael Hinz/Gerrit Volk (Hrsg.), Rechnungslegung, Eigenkapital und Besteuerung: Entwicklungstendenzen, FS für Dieter Schneeloch zum 65. Geburtstag, München, 147-166.
- BIZ - Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2004: Press Release, G10 Central bank governors and heads of supervision endorse the publication of the revised capital standards, 26.6.2004, Basel, URL: <http://www.bis.org/press/p040626.htm> (13.3.2014).
- BIZ - Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2005: The role of ratings in structured finance: issues and implications, Basel.
- BIZ - Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 2010: Makroprudenzielle Politik und Umgang mit Prozyklizität, in: BIZ 80. Jahresbericht 2009/10, Kapitel VII, S. 101-116, Basel.
- Black, Julia, 1997: Rules and Regulators, Oxford.
- Blackrock, 2011: Understanding ABCP: A Primer, New York.
- Blaich, Fritz, 1973: Kartell- und Monopolpolitik im kaiserlichen Deutschland. Das Problem der Marktmacht im deutschen Reichstag zwischen 1879 und 1914, Düsseldorf.
- Blair, Margaret M., 2010: Financial Innovation, Leverage, Bubbles and the Distribution of Income, in: Review of Banking & Financial Law, 30 (1): 225-311.
- Blair, Margaret M., 2013: Making Money: Leverage and Private Sector Money Creation, in: Seattle University Law Review, 36 (2): 417-454.
- Blum, Jürg M., 2008: Why 'Basel II' may need a leverage ratio restriction, in: Journal of Banking & Finance, 32 (8): 1699-1707.
- Blundell-Wignall, Adrian/Caroline Roulet, 2014: Macro-prudential policy, bank systemic risk and capital controls, in: OECD Journal: Financial Market Trends 2014, 2013 (2): 1-22.
- BMF - Bundesministerium der Finanzen, 2013: Monatsbericht des BMF, Dezember 2013, Berlin.
- BNY-Mellon, 2013: To Clear or not to clear...Collateral is the Question, Global Collateral Services 02/2013, New York.
- Bodin, Jean, 1981: Sechs Bücher über den Staat, München.
- BoE - Bank of England, 2009: The Role of macroprudential policy, London.
- BoE - Bank of England, 2011: Instruments of macroprudential policy, Bank of England Discussion Paper, London.
- Böger, Andreas/Thomas Heidorn/Philipp Waldstein, 2000: Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute, Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft 22, Frankfurt a. M.
- Böhm, Franz, 1966: Privatrechtsgesellschaft und Marktwirtschaft, in: ORDO - Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, 17: 75-151.
- Bonus, Holger, 1980: Öffentliche Güter und der Öffentlichkeitsgrad von Gütern, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft/Journal of Institutional and Theoretical Economics, 50-81.
- Boot, Arnoud W. A./Matej Marinč, 2008: The evolving landscape of banking, in: Industrial and Corporate Change, 17 (6): 1173-1203.
- Boot, Arnoud W. A./Anjan V. Thakor, 2010: The Accelerating Integration of Banks and Markets and its Implications for Regulation, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, New York, 58-89.
- Booth, Richard A., 2006: USA Capital Requirements in United States Corporation Law, in: Marcus Lutter (Hrsg.), Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht (ZGR), Sonderheft 17, Berlin, 717-742.

- Bord, Vitaly M./João A. C. Santos, 2012: The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation, in: FRBNY Economic Policy Review, 18 (2): 21-34.
- Borio, Claudio, 2011: Implementing a Macroprudential Framework: Blending Boldness and Realism, in: Capitalism and Society, 6 (1): 1-23.
- Borio, Claudio/Craig Furfine/Philip Lowe, 2001: Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, in: BIS Monetary and Economic Department (Hrsg.), Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability, Basel, 1-57.
- Boyd, John H./Gianni De Nicoló, 2005: The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited, in: The Journal of Finance, 60 (3): 1329-1343.
- Boyd, John H./Mark Gertler, 1994: Are Banks Dead? Or are the Reports Greatly Exaggerated?, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review, 18 (3): 2-23.
- Brendsel, Leland C., 1996: Securitization's Role in Housing Finance: The Special Contributions of the Government-Sponsored Enterprises, in: Leon T. Kendall/Michael J. Fishman (Hrsg.), A Primer on Securitization, Cambridge, London, 17-30.
- Bronk, Richard, 2011: Uncertainty, modelling monocultures and the financial crisis, in: The business economist, 42 (2): 5-18.
- Brost, Heike/Martin Faust (Hrsg.), 2006: Private Banking und Wealth Management, Frankfurt a. M.
- Brunner, Daniel, 2009: Für wen bilanzieren Banken eigentlich?, URL: <http://archive.dbrunner.de/pub/bankbilanz.pdf> (1.10.2014).
- Brunnermeier, Markus K./Gang Dong/Darius Palia, 2012: Banks' Non-Interest Income and Systemic Risk, AFA 2012 Chicago Meetings Paper, Princeton, NJ.
- Brunnermeier, Markus K./Arvind Krishnamurthy/Gary Gorton, 2014: Liquidity Mismatch Measurement, in: Markus K. Brunnermeier/Arvind Krishnamurthy (Hrsg.), Risk Topography: Systemic Risk and Macro Modelling, Chicago, London, 99-112.
- Brunnermeier, Markus/Arvind Krishnamurthy (Hrsg.), 2014: Risk Topography: Systemic Risk and Macro Modelling, Chicago, London.
- Brunsdon, Jim, 2013: Banks Face Risk-Model Clampdown in Basel Trading-Book Review, Bloomberg.com, 21.10.2013. URL: <http://www.bloomberg.com/news/2013-10-20/banks-face-risk-model-clampdown-in-basel-trading-book-review.html> (26.11.2014).
- Bryan, Dick/Michael Rafferty, 2006: Capitalism with derivatives. A political economy of financial derivatives, capital and class, New York.
- Bryan, Dick/Michael Rafferty, 2007: Financial derivatives and the theory of money, in: Economy and Society, 36 (1): 134-158.
- Buiter, Willem H., 1999: Alice in Euroland, in: JCMS: Journal of Common Market Studies, 37 (2): 181-209.
- Bundesbank, 2001: Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), in: Deutsche Bundesbank Monatsbericht, 2001 (April): 15-44.
- Bundesbank, 2006: Geldpolitik und unternehmerische Verantwortung - Bremse oder Gaspedal? Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler, Rede bei der Vollversammlung der IHK Niederbayern, 8.12.2006, Passau.
- Deutsche Bundesbank, 2011: Basel III - Leitfaden zu den neuen Eigenkapital- und Liquiditätsregeln für Banken, Frankfurt a. M.
- Burghof, Hans-Peter/Bernd Rudolph, 1996a: Bankenaufsicht: Theorie und Praxis der Regulierung, Wiesbaden.
- Burghof, Hans-Peter/Bernd Rudolph, 1996b: Gestaltungsformen bankaufsichtlicher Normen, in: Hans-Peter Burghof/Bernd Rudolph (Hrsg.), Bankenaufsicht, Wiesbaden, 35-61.

Burk, Kathleen, 1992: Witness Seminar on the Origins and Early Development of the Eurobond Market, in: *Contemporary European History*, 1 (1): 65-87.

Burrough, Bryan/John Helyar, 1990: *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*, 1990.

Butler, Patrick, 2009: Learning from financial regulation's mistakes, in: *McKinsey Quarterly*, June 2009, URL:

http://www.mckinsey.com/insights/public_sector/learning_from_financial_regulations_mistakes (5.3.2014).

Byres, Wayne, 2013: Simplicity, risk Sensitivity and Comparability: The Regulatory Balancing Act, BCBS-EMEAP-FSI High-Level Meeting 25-26 February, Seoul, Korea.

Calomiris, Charles W., 1993: Regulation, Industrial Structure, and Instability in U.S. Banking: An Historical Perspective, in: Michael Klausner/Lawrence J. White (Hrsg.), *Structural Change in Banking*, Homewood, IL, 19-116.

Calomiris, Charles W., 1995: The Cost of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914, in: Naomi R. Lamoreaux/Daniel M. G. Raff (Hrsg.), *Coordination and information: historical perspectives on the organization of enterprise*, London, Chicago, IL, 257-312.

Calomiris, Charles W., 1998: Universal Banking "American-Style", in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154 (1): 44-85.

Calomiris, Charles W., 2010: The Great Depression and other 'contagious' events, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford, New York, 693-710.

Calomiris, Charles W., 2013: Is a 25% bank equity requirement really a no-brainer?, VOX CEPR's Policy Portal, 28.11.2013. <http://www.voxeu.org/article/25-bank-equity-requirement> (4.12.2014).

Calomiris, Charles W./Gary Gorton, 1991: The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation, in: R. Glenn Hubbard (Hrsg.), *Financial Markets and Financial Crisis*, Chicago, IL, 109-174.

Cameron, Matt, 2011: Securitising CVA, in: *Risk magazine*, 24 (2): 29-31.

Cameron, Matt, 2014a: JP Morgan takes \$1.5 billion funding valuation adjustment loss, in: *Risk magazine*, 27 (2): 4.

Cameron, Matt, 2014b: Nomura reports ¥10 billion FVA loss, in: *Risk magazine*, 27 (3): 5.

Cameron, Matt/Tom Newton, 2013: Pressure on US to copy EU CVA exemption, in: *Risk magazine*, 26 (5): 8.

Camilli, Enrico Leonardo, 2011: Basel-Brussels one way? The EU in the legalization process of Basel soft law, in: Edoardo Chiti/Bernardo Giorgio Mattarella (Hrsg.), *Global administrative law and EU administrative law: relationships, legal issues and comparison*, Heidelberg, Dordrecht, London, New York, 323-358.

Cane, Marilyn B./David A. Barclay, 1990: Competitive Inequality: American Banking in the international arena, in: *Boston College International and Comparative Law Review*, 13 (2): 273-338.

Carlisle, Anna, 2011: Tall order, SCI Special Report, 10/2011, URL: http://frank-oertel-math.de/SCI%20CVA%20Special%20Report_Oct11.pdf (15.2.2015).

Carosso, Vincent P., 1970: *Investment Banking in America*, Cambridge, London.

Caruana, Jaime, 2012: Central bank cooperation: reflections on the experience of the last eight decades, Keynote speech, CEMLA's 60th Anniversary Commemorative Conference, 20.7.2012, Mexico City.

Carver, Laurie, 2011a: Dealers predict CVA-CDS loop will create sovereign volatility, in: *Risk magazine*, 24 (11): 16-20.

- Carver, Laurie, 2011b: Sovereign volatility puts Basel III CVA charge in spotlight, in: Risk magazine, 24 (8): 6.
- Carver, Laurie, 2012a: Basel proposes an end to VAR, in: Risk magazine, 25 (6): 8.
- Carver, Laurie, 2012b: VAR at risk, in: Risk magazine, 25 (3): 24-25.
- Carver, Laurie, 2013a: The CCP price, in: Risk magazine, 26 (9): 34-36.
- Carver, Laurie, 2013b: Deutsche Bank loses €94 million on CVA mismatch, in: Risk magazine, 26 (9): 6.
- Carver, Laurie, 2013c: The fatal conceit, in: Risk magazine, 26 (2): 37-38.
- Carver, Laurie, 2013d: Grand centralisation, in: Risk magazine, 26 (9): 22-24.
- Carver, Laurie, 2013e: The pricing impasse, in: Risk magazine, 26 (12): 26-28.
- Carver, Laurie, 2013f: Runaway adjustment, in: Risk magazine, 26 (3): 15-18.
- Carver, Laurie, 2014: Expected Shortfall a tall order, in: Risk magazine, 27 (6): 32-34.
- Cassis, Youssef, 2002: Before the Storm: European Banks in the 1950s, in: Stefano Battilossi/Youssef Cassis (Hrsg.), European banks and the American challenge: competition and cooperation in international banking under Bretton Woods, Oxford, New York, 36-52.
- Cetorelli, Nicola, 2012: A Principle for Forward-Looking Monitoring of Financial Intermediation: Follow the Banks!, NYFRB Liberty Street Economics, 23.7.2012. URL: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/07/a-principle-for-forward-looking-monitoring-of-financial-intermediation-follow-the-banks.html> (15.11.2013).
- Cetorelli, Nicola/Linda S. Goldberg, 2012: Liquidity management of U.S. global banks: Internal capital markets in the great recession, in: Journal of International Economics, 88 (2): 299-311.
- Cetorelli, Nicola/Stavros Peristiani, 2012: The Role of Banks in Asset Securitization, in: FRBNY Economic Policy Review, 18 (2): 47-63.
- Chandler Jr., Alfred D. , 1994: Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism, 3. Auflage, Cambridge, MA London.
- Chase, Anthony G., 1971: The Emerging Financial Conglomerate: Liberalization of the Bank Holding Act, in: Georgetown Law Journal, 60: 1225-1251.
- Chen, Hsuan-Chi/Jay R. Ritter, 2000: The Seven Percent Solution, in: The Journal of Finance, 55 (3): 1105-1131.
- Chen, James Ming, 2014: Measuring market risk under the Basel accords: VaR, stressed VaR, and expected shortfall, in: Aestimatio, The IEB International Journal of Finance, 8 (2014): 184-201.
- Chernow, Ron, 1990: The house of Morgan: an American banking dynasty and the rise of modern finance, New York.
- Choudhry, Moorad, 2007: Bank Asset and Liability Management. Strategy, Trading, Analysis, Singapore.
- Clam, Jean, 2011: What is a crisis?, in: Poul F. Kjaer/Gunther Teubner/Alberto Febbrajo (Hrsg.), The Financial Crisis in Constitutional Perspective. The Dark Side of Functional Differentiation, Oxford, Portland, OR, 189-217.
- Clark, Joel, 2010: A going concern, in: Risk magazine, 23 (8): 57-59.
- Clark, Joel, 2011: CCP charge confusion, in: Risk magazine, 24 (2): 23-25.
- Clark, Robert L., 2003: A history of public sector pensions in the United States, Philadelphia, PA.
- Clarke, Stephen V.O., 1983: American Banks in the International Interbank Market, New York.
- Cleveland, Frederick A., 1908: Neglected Aspects of Currency and Banking, in: The ANNALS of the American Academy of Political and Social Science, 31 (2): 120-147.

- Coase, R. H., 1937: The Nature of the Firm, in: *Economica*, 4 (16): 386-405.
- Contiguglia, Catherine, 2015: Banking book blues, in: *Risk magazine*, 28 (2): 42-43.
- Contiguglia, Catherine, 2016: Regulatory fragmentation drives Basel RWA impasse, 29.9.2016, www.risk.net.
- Cook, Timothy Q., 1998: Treasury Bills, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), *Instruments of the Money Market*, Federal Reserve Bank of Richmond, Virginia, 75-88.
- Cook, Timothy Q./Jeremy G. Duffield, 1979: Money Market Mutual Funds: A Reaction to Government Regulation or a Lasting Financial Innovation?, in: *The Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, (July): 15-31.
- Copeland, Adam, 2012: Evolution and Heterogeneity among Larger Bank Holding Companies: 1994 to 2010, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 18 (2): 83-93.
- Copeland, Adam/Isaac Davis/Eric LeSueur/Antoine Martin, 2012a: Mapping and Sizing the U.S. Repo Market, *NYFRB Liberty Streets Economics*, 25.6.2012. URL: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2012/06/mapping-and-sizing-the-us-repo-market.html> (12.5.2015).
- Copeland, Adam/Darrell Duffie/Antoine Martin/Susan McLaughlin, 2012b: Key Mechanics of the U.S. Tri-Party Repo Market, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 18 (3): 17-28.
- Copeland, Adam/Antoine Martin/Michael Walker, 2010: The Tri-Party Repo Market before the 2010 Reforms, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 477, November 2010, New York.
- Corwin, Shane A./Paul Schultz, 2005: The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition, in: *The Journal of Finance*, 60 (1): 443-486.
- Coy, Peter, 2013: The Volcker Rule is tough. It's complicated. Will it be effective?, *Bloomberg Business Week*, 11.12.2013. URL: <http://www.bloomberg.com/bw/articles/2013-12-11/the-volcker-rule-is-tough-dot-its-complicated-dot-will-it-be-effective> (15.5.2015).
- Craig, Ben/Goetz von Peter, 2010: Interbank tiering and money center banks, *Deutsche Bundesbank, Eurosystem, Discussion Paper Series 2: Banking and Financial Studies No 12/2010*, Frankfurt a. M.
- Craig, Susanne/Azam Ahmed, 2011: Delta One Desk are big Moneymakers, *New York Times*, 15.9.2011. URL: <http://dealbook.nytimes.com/2011/09/15/delta-one-desks-are-rising-moneymakers/> (4.12.2014).
- Crotty, James, 2008: If Financial Market Competition is Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current 'Golden Age' of Finance, in: *Competition and Change*, 12 (2): 167-183.
- Cullen, Angela, 2013: *Deutsch Bank hires McKinsey Executive for Risk Control*, URL: <http://www.bloomberg.com/news/2013-12-09/deutsche-bank-hires-mckinsey-executive-for-risk-control.html> (17.3.2014).
- Cumming, Douglas/Na Dai/Sofia Johan, 2014: Are Hedge Funds Registered in Delaware Different?, *SSRN*. URL: <http://ssrn.com/abstract=2265663> (12.4.2015).
- Currie, Lauchlin, 1931: The Decline of the Commercial Loan, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 45 (4): 698-709.
- Curry, Elisa A./Justin G. Fung/Ian R. Harper, 2003: Multinational banking: historical, empirical and case perspectives, in: Andrew W. Mullineux/Victor Murinde (Hrsg.), *Handbook of International Banking*, Cheltenham, UK, 27-59.
- Daldrup, Andre, 2005: *Kreditrisikomaße im Vergleich*, Arbeitsbericht Nr. 13 (2005), Institut für Wirtschaftsinformatik Georg-August-Universität, Göttingen.
- Dale, Richard, 1996: *Risk and regulation in global securities markets*, Chichester.

- Danielsson, Jon, 2013: The new market-risk regulations, VOX CEPR's Policy Portal, 28.11.2013. URL: <http://www.voxeu.org/article/new-market-risk-regulations> (2.12.2014).
- Dannenberg, Marius, 2001: Strategisches Bankmanagement: Die Bewältigung von Komplexität, Dynamik und Unsicherheit im Kreditgewerbe, Wiesbaden.
- Das, Satyajit, 2010: Trader, Guns & Money: Knowns and unknowns in the dazzling world of derivatives, 2. Auflage, Harlow, UK.
- Davidson, Clive, 2012a: Cutting CVA corners, in: Risk magazine, 25 (4): 58-60.
- Davidson, Clive, 2012b: Mind the language gap, in: Risk magazine, 25 (5): 54-56.
- Davis, E. Philipp/Ben Steil, 2001: Institutional Investors, Cambridge, London.
- Davis, Kevin, 2007: Banking Concentration, Financial Stability and Public Policy, in: Christopher Kent/Jeremy Lawson (Hrsg.), The Structure and Resilience of the Financial System, Sydney, 255-284.
- Deeg, Richard, 2010: Industry and Finance in Germany since Unification, in: German Politics and Society, 28 (2): 116-129.
- de Larosière, Jacques/Leszek Balcerowicz/Otmar Issing/Rainer Masera/Callum Mc Carthy/Lars Nyberg/José Pérez/Onno Ruding, 2009: The High-Level Group on financial Supervision in the EU, Chaired by Jacques de Larosière, 25. Februar, Brüssel.
- De Long, J. Bradford, 1991: Did J.P. Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism, in: Peter Temin (Hrsg.), Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information, Chicago, IL, 205-249.
- Deloitte, 2012: The Deloitte Shadow Banking Index. Shedding light on banking's shadows, Deloitte Center for Financial Services, New York.
- Dequech, David, 2003: Uncertainty and Economic Sociology: A Preliminary Discussion, in: American Journal of Economics and Sociology, 62 (3): 509-532.
- Deuster, Jens, 1996: Internationale Standortverlagerungen deutscher Unternehmen. Systematisierung - Bestimmungsfaktoren - Auswirkungen, Wiesbaden.
- DeutscheBank, 2010: Financial Report, Consolidated Financial Statement, 42 - Shareholdings, Frankfurt a. M.
- Devasabai, Kris, 2014: BlackRock adds to clamour for mor CCP capital, in: Risk magazine, 27 (10).
- DeYoung, Robert, 2010: Scale economies are a distraction, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, The Region, September: 14-16.
- DeYoung, Robert/Tara Rice, 2004: How do banks make money? The fallacies of fee income, in: Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 28 (4): 34-51.
- Di Fabio, Udo, 2007: Wettbewerbsprinzip und Verfassung: der freie Wettbewerb und die Verantwortung, in: Zeitschrift für Wettbewerbsrecht, 5 (3): 266-276.
- Diamond, Douglas W./Philip H. Dybvig, 1983: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: Journal of Political Economy, 91 (3): 401-419.
- Djelic, Marie-Laure/Thibault Kleiner, 2006: The international competition network: Moving towards transnational governance, in: Marie-Laure Djelic/Kerstin Sahlin-Andersson (Hrsg.), Transnational Governance: Institutional Dynamics of Regulation, Cambridge, UK, 287-307.
- Dodd, Randall, 2008: Markets: Exchange or Over-the-Counter, in: Finance & Development, 45 (2): 34-35.
- Dodd, Randall, 2012: What are money markets?, in: Finance & Development, 49 (2): 46-47.
- Döhle, Patricia, 2013: An der Leine, Die Zukunft der Banken, in: Brand Eins, 06/13, 24-30.

- Döhler, Marian, 2012: Gesetzgebung auf Honorarbasis – Politik, Ministerialverwaltung und das Problem externer Beteiligung an Rechtsetzungsprozessen, in: *Politische Vierteljahresschrift*, 53 (2): 181-210.
- Dopfer, Kurt/John Foster/Jason Potts, 2004: Micro-meso-macro, in: *Journal of Evolutionary Economics*, 14 (3): 263-279.
- Dorris, Malcolm S./Anna E. Panayotou, 2004: Multi-Seller Commercial Paper Conduits and Securitization. A Brief History and Current Challenges, in: *The Journal of Structured and Private Finance*, 9 (4): 21-26.
- Dose, Nicolai, 1993: Plädoyer für eine realitätsnahe und vollzugsorientierte Betrachtung staatlicher Steuerung im Umweltbereich - eine verwaltungswissenschaftliche Perspektive, in: Klaus König/Nicolai Dose (Hrsg.), *Instrumente und Formen staatlichen Handelns*, Köln, Berlin, Bonn, München, 371-379.
- Dose, Nicolai, 1995: Kooperatives Verhalten in der Umweltschutzverwaltung, in: Nicolai Dose/Rüdiger Voigt (Hrsg.), *Kooperatives Recht*, Baden-Baden, 91-130.
- Dose, Nicolai, 1997: Die verhandelnde Verwaltung: Eine empirische Untersuchung über den Vollzug des Immissionsschutzrechts, Baden-Baden.
- Dose, Nicolai, 2001a: Marktversagen und politische Steuerung, in: Angelika Benz/Natascha Füchtner (Hrsg.), *Einheit und Vielfalt - Verwaltung im Wandel*, Vorträge des Forschungssymposiums am 16. Oktober 1999 zum 65. Geburtstag von Klaus König, Speyer, 77-107.
- Dose, Nicolai, 2001b: Problemorientierte politische Steuerung, in: Hans-Peter Burth/Axel Görlitz (Hrsg.), *Politische Steuerung in Theorie und Praxis*, Baden-Baden, 315-336.
- Dose, Nicolai, 2002: Die Bedeutung nicht konkretisierter unbestimmter Rechtsbegriffe in der IVU-Richtlinie für den nationalstaatlichen Vollzug, in: Jürgen Becker/Reto M. Hilty/Jean-Fritz Stöckli/Thomas Würtenberger (Hrsg.), *Recht im Wandel seines sozialen und technologischen Umfelds*, Festschrift für Manfred Rehbinder, Bern, 485-499.
- Dose, Nicolai, 2003: Trends und Herausforderungen der politischen Steuerungstheorie, in: Edgar Grande/Rainer Prätorius (Hrsg.), *Politische Steuerung und neue Staatlichkeit*, Baden-Baden, 19-55.
- Dose, Nicolai, 2008a: Governance als problemorientierte Steuerung. Steuerung angesichts alter Probleme und neuer Herausforderungen, in: Gunnar Folke Schuppert/Michael Zürn (Hrsg.), *Governance in einer sich wandelnden Welt*, *Politische Vierteljahresschrift – Sonderheft 41*, Wiesbaden, 77-94.
- Dose, Nicolai, 2008b: Problemorientierte staatliche Steuerung: Ansatz für ein reflektiertes Policy-Design, Baden-Baden.
- Dose, Nicolai, 2008c: Wiederbelebung der Policy-Forschung durch konzeptionelle Erneuerung, in: Frank Janning/Katrin Toens (Hrsg.), *Die Zukunft der Policy-Forschung: Theorien, Methoden, Anwendungen*, Wiesbaden, 175-190.
- Dose, Nicolai/Oliver Buntrock, 2010: Politische Steuerung der Finanzkrise. Das Beispiel der europäischen Regulierung von Ratingagenturen, Hans-Böckler Stiftung, Düsseldorf.
- Dose, Nicolai/Rüdiger Voigt (Hrsg.), 1995: *Kooperatives Recht*, Baden-Baden.
- Driffill, John, 2008: Central Banks as Trustees rather than Agents, URL: http://www3.eeg.uminho.pt/economia/nipe/docs/Actividades_Seminarios/2008/Driffill_14_10_2008.pdf (20.5.2015).
- Duffie, Darrell, 2010: The Failure Mechanics of Dealer Banks, in: *The Journal of Economic Perspectives*, 24 (1): 51-72.
- Duffie, Darrell, 2012: Dark markets: asset pricing and information transmission in over-the-counter markets, Princeton, NJ.

Dulleck, Uwe/Rudolf Kerschbamer, 2006: On Doctors, Mechanics, and Computer Specialists: The Economics of Credence Goods, in: *Journal of Economic Literature*, 44 (1): 5-42.

Duport, Yannick, 2013: First-Order Capture: An investigation of the decision-making process within transnational actors, Leijden.

Earnisse, Arie C., 2012: Banking on Cooperation: The Role of the G-20 in Improving the International Financial Architecture, in: *Duke Journal of Comparative & International Law*, 22 (2): 239-266.

Eavis, Peter, 2013: Rising Bank Profits Tempt a Push for Tougher Rules, *Deal Book*, New York Times, 17.4.2013. URL: <http://dealbook.nytimes.com/2013/04/17/rising-bank-profits-tempt-a-push-for-tougher-rules/> (15.2.2015).

European Banking Authority (EBA), 2015: Future of the IRB approach, EBA/DP/2015/01, London.

Eberle, Dagmar, 2010: Governance in der politischen Ökonomie II: Corporate Governance, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen*, 2., aktualisierte und veränderte Auflage, Wiesbaden, 155-173.

European Banking Federation (EBF), 2014: EBF response to Basel Fundamental Review of the Trading Book: A revised market risk framework, Brüssel.

Ebke, Werner F., 2011: Der Einfluss des US-amerikanischen Rechts auf das internationale Gesellschaftsrecht in Deutschland und Europa: Rezeption oder Abwehr?, in: Werner F. Ebke/Siegfried H. Elsing/Bernhard Großfeld/Gunther Kühne (Hrsg.), *Das deutsche Wirtschaftsrecht unter dem Einfluss des US-amerikanischen Rechts*, Frankfurt a. M., 175-203.

Eckstein, W., 1980: The Role of the Banks in Corporate Concentration in West Germany, in: *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 136 (3): 465-482.

Economist, 2006: Free exchange: Sawbones, cowboys and cheats, Vol. 379, No. 8473, 15.4.2006, London, 78.

Economist, 2012a: Free exchange: Bank capital, Vol. 405, No. 8810, 10.11.2012, London, 73.

Economist, 2012b: Interdealer brokers: At the sharp end, Vol. 405, No. 8811, 17.11.2012, London, 71.

Economist, 2012c: The Libor scandal: The rotten heart of finance, Vol. 404, No. 8792, 7.7.2012, London, 23-25.

Economist, 2012d: Risk-weighted assets: DIY capital, Vol. 405, No. 8814, 8.12.2012, London, 73.

Economist, 2013a: America's non-banks: The anointed, Vol. 407, No. 8839, 8.6.2013, London, 67.

Economist, 2013b: Equity Capital Requirements: The people versus the bankers, *Free Exchange Economics Blog*, 13.2.2013. URL: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2013/02/equity-capital-requirements> (4.12.2014).

Economist, 2013c: A FICC for your trouble. Fixed income, currencies and commodities, *Special Report International Banking*, Vol. 407, No. 8835, 11.5.2013, London, 12.

Economist, 2013d: The new American Capitalism: Rise of the Distorporation, Vol. 409, No. 8859, 26.10.2013, London, 26-28.

Economist, 2013e: Taking a break: Securities lending, Vol. 407, No. 8835, 11.5.2013, London, 71.

Economist, 2013f: The Volcker Rule: More questions than answers, Vol. 409, No. 8866, 14.12.2013, London, 65-66.

Economist, 2013g: We happy few. Why scale matters, *Special Report International Banking*, Vol. 407, No. 8835, 11.5.2013, London, 14-16.

Economist 2017a: After Dodd-Frank, in: *Special Report on International Banking, Ten years on*, Vol. 423, No. 9039, 6.5.2017, London, 8-10.

Economist 2017b: Bother over Basel, in: *Special Report on International Banking, Ten years on*, Vol. 423, No. 9039, 6.5.2017, London, 10-12.

- Economist 2017c: Sheep and goats, in: Special Report on International Banking, Ten years on, Vol. 423, No. 9039, 6.5.2017, London, 6-8.
- Eilert, Hergen, 2012: Anmerkungen zur Debatte über prinzipienbasiertes Aufsichtsrecht, besonders zum aufsichtsrechtlichen Prinzipienbegriff, in: Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft, 101 (5): 621-628.
- Einhaus, Christian, 2007: Das Management von Reputationsrisiken in der Finanzwirtschaft, in: Thomas Kaiser (Hrsg.), Wettbewerbsvorteil Risikomanagement: Erfolgreiche Steuerung der Strategie-, Reputations- und operationellen Risiken, Göttingen, 277-290.
- Einzig, Paul, 1971: Parallel Money Markets, Volume One, The New Markets in London, London, Basingstoke.
- Einzig, Paul, 1972: Parallel Money Markets, Volume Two, Overseas Markets, London, Basingstoke.
- Eisenbeis, Robert A./George G. Kaufman, 2010: Deposit Insurance, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, New York, 339-356.
- Ellis, Katrina/Roni Michaely/Maureen O'Hara, 2000: When the Underwriter Is the Market Maker: An Examination of Trading in the IPO Aftermarket, in: The Journal of Finance, 55 (3): 1039-1074.
- Engelen, Ewald/Ismail Erturk/Julie Froud/Adam Leaver/Karel Williams, 2010: Reconceptualizing financial innovation: frame, conjuncture and bricolage, in: Economy and Society, 39 (1): 33-63.
- Epperlein, Eduardo/Kyriakos Chourdakis/Marc Jeannin/James McEwen, 2013: A cross-section for CVA, in: Risk magazine, 26 (3): 20-21.
- Erel, Isil/Taylor Nadauld/René M. Stulz, 2011: Why did U.S. banks invest in highly-rated securitization tranches?, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Dice Center WP 2011-16, Fisher College of Business WP 2011-03-016, Boston.
- Erturk, Ismail/Stefano Solari, 2007: Banks as Continuous Reinvention, in: New Political Economy, 12 (3): 369-388.
- Ertürk, Korkut/Gökcer Özgür, 2009: What is Minsky all about, anyway?, in: real-world economics review, 50 (8): 3-15.
- Euromoney, 2013: Basel capital rules for banks' trading books will shift business models, 11/2013. URL: <http://www.euromoney.com/Article/3277346/Basel-capital-rules-for-banks-trading-books-will-shift-business-models.html?single=true> (14.11.2014).
- Evrensel, Ayşe Y., 2008: Banking crisis and financial structure: A survival-time analysis, in: International Review of Economics & Finance, 17 (4): 589-602.
- EZB - Europäische Zentralbank, 2011: Euro Money Market Survey. September 2011, Frankfurt a. M.
- Ezrachi, Ariel/Maurice E. Stucke, 2015: The Curious Case of Competition and Quality, in: Journal of Antitrust Enforcement, 3 (2): 227-257.
- Fama, Eugene F., 1970: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: The Journal of Finance, 25 (2): 383-417.
- Fares, Ziad/Benoit Genest, 2013: CVA capital charge under Basel III standardized approach. An explanation document, London.
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2004: Investmentbanken drängen verstärkt ins Prime Brokerage, 23.9.2004, Nr. 222, 23.
- FAZ, 2009: Ackermann warnt vor einem Banken-Oligopol, FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung, faz.com, 18.6.2009. URL: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftswissen/finanzkrise-ackermann-warnt-vor-einem-banken-oligopol-1816254.html> (12.5.2015).
- FAZ - Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2016: Welche Bankbilanz ist die richtige?, 28.1.2016, Nr. 23, 21.

- FED - Board of Governors of the Federal Reserve System, 2003: Report to the Congress on Financial Holding Companies under the Gramm-Leach-Bliley Act, Washington, DC.
- FED - Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008a: Order Approving Formation of Bank Holding Companies and Notice to Engage in Certain Nonbanking Activities, Morgan Stanley, Morgan Stanley Capital Management LLC, Morgan Stanley Domestic Holdings, Inc., 21.9.2008, Washington, DC.
- FED - Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008b: Order approving Formation of Bank Holding Company, The Goldman Sachs Group, Inc., Goldman Sachs Bank USA Holdings LLC, 21.9.2008, Washington, DC.
- Felsenfeld, Carl/Genci Bilali, 2004: The Role of the Bank for International Settlements in Shaping the World Financial System, in: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, 25 (3): 945-1045.
- Ferri, G./L. G. Liu/J. E. Stiglitz, 1999: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis, in: Economic Notes, 28 (3): 335-355.
- Finke, Björn/Andrea Rexer/Markus Zydra, 2013: Das Devisen-Kartell: Bankhändler sollen weltweit Währungskurse manipuliert haben, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 280, 4.12.2013, 20-21.
- Fischer, Gerald C., 1968: American Banking Structure, New York.
- Fisher, Irving, 1933: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Econometrica, (1): 337-357.
- Fisher, Peter R., 2009: Commentary: The Role of Liquidity in Financial Crisis by Franklin Allen and Elena Carletti, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (Hrsg.), Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jacksonhole, Wyoming, 413-422.
- FitchRatings, 2009: Special Report: Derivatives: A closer look at what new disclosures in the U.S. reveal, Credit Policy, New York.
- FitchRatings, 2012: Repos: a deep dive in the collateral pool, Macro Credit Research, New York, London.
- Fleischer, Victor, 2010: Regulatory Arbitrage, in: Texas Law Review, 89 (1): 227-289.
- Fleming, Sam/Philip Stafford, 2014: JPMorgan tells clearers to build bigger buffers, Financial Times, 11.9.2014. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/48aa6b02-38f9-11e4-9526-00144feabdc0.html#axzz3UqHAX0ag> (20.2.2015).
- Folkman, Peter/Julie Froud/Sukhdev Johal/Karel Williams, 2007: Working for themselves? Capital market intermediaries and present day capitalism, in: Business History, 49 (4): 552-572.
- Ford, Christie L., 2008: New Governance, Compliance, and Principles-Based Securities Regulation, in: American Business Law Journal, 45 (1): 1-60.
- Fortune, 1969: Wall Street's Coming Revolution, April 1969, New York, 81.
- Foucault, Michel, 2004: Geschichte der Gouvernementalität II: Die Geburt der Biopolitik. Vorlesung am Collège de France 1978-1979, Frankfurt a. M.
- Foulke, Roy A., 1980 [1931]: The commercial paper market. (The rise of commercial banking). Reprint of the 1931 ed., New York.
- Fox, Eleanor M., 1997: US and EU Competition Law: A Comparison, in: Edward M. Graham/J. David Richardson (Hrsg.), Global Competition Policy, Washington, DC, 339-354.
- Franke, Günter, 1998: Transformation of Banks and Bank Services, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, 154 (1): 109-133.
- Frankel, Tamar, 2010: The Regulation of Brokers, Dealers, Advisers and Financial Planers, in: Review of Banking and Financial Law, 30 (1): 123-140.

- Franzius, Claudio, 2009: Gewährleistung im Recht: Grundlagen eines europäischen Regelungsmodells öffentlicher Dienstleistungen, Tübingen.
- Freiling, Carsten/Rainer Klingeler/Matthias Koll/Rico Noack, 2010: Aufsichtsrechtliche Anforderungen an „Incremental Risk Charge“-Modelle, in: Risiko-Manager, 4 (6): 18-25.
- Friedman, Milton/Anna Schwartz, 1963: A Monetary History of the United States, 1867-1960, Princeton, NJ.
- Fritsch, Michael, 2011: Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 8. Auflage, München.
- FSA, 2012: Final Notice to Barclays Bank PLC, London. URL: <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/final/barclays-jun12.pdf> (15.5.2015).
- Financial Stability Board (FSB), 2011: Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note, Basel.
- FSB - Financial Stability Board, 2012: Update of group of global systemically important banks, Basel.
- Fung, William/David A. Hsieh, 1999: A primer on hedge funds, in: Journal of Empirical Finance, 6 (3): 309-331.
- Furfine, Craig H., 1999: The Microstructure of the Federal Funds Market, in: Financial Markets, Institutions & Instruments, 8 (5): 24-44.
- Furfine, Craig H., 2001: Banks as Monitors of Other Banks: Evidence from the Overnight Federal Funds Market, in: The Journal of Business, 74 (1): 33-57.
- G20 - Group of Twenty, 2008: Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy, 15.11.2008, Washington, DC.
- G20 - Group of Twenty, 2009: The Global Plan for Recovery and Reform, 2.4.2009, London.
- G20 - Group of Twenty, 2010: The G-20 Toronto Summit Declaration, 26.-27.6.2010, Toronto.
- Gallati, Reto R., 2011: Verzinsliche Wertpapiere: Bewertung und Strategien, 3. Auflage, Wiesbaden.
- Garbade, Kenneth D., 2006: The Evolution of Repo Contracting Conventions in the 1980s, in: FRBNY Economic Policy Review, 12 (1): 27-42.
- Gawel, Eric, 1996: Internalisierung externer Effekte durch das Ordnungsrecht, in: VDI (Hrsg.), Externe Kosten von Energieversorgung und Verkehr, VDI-Berichte 1250, Düsseldorf, 195-211.
- Genschel, Philipp/Laura Seelkopf, 2015: The Competition State: The Modern State in a Global Economy, in: Stephan Leibfried/Evelyne Huber/Matthew Lange/Jonah D. Levy/Frank Nullmeier/John D. Stephens (Hrsg.), The Oxford Handbook of Transformations of the State, Oxford, UK, 237-252.
- Gerberich, Claus W., 2005: Neue Herausforderungen an das Management und das Unternehmenscontrolling, in: Claus W. Gerberich (Hrsg.), Praxishandbuch Controlling. Trends, Konzepte, Instrumente, Wiesbaden, 9-54.
- Gerken, Lüder, 1999: Der Wettbewerb der Staaten, Tübingen.
- Gibson, Michael S., 2007: Credit Derivatives and Risk Management, Finance and Economics Discussion Series, Division of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, DC.
- Gilbert, R. Alton, 1986: Requiem for Regulation Q: What it Did and Why It Passed Away, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 68 (2): 22-37.
- Gilmore, Grant, 1954: The Commercial Doctrine of Good Faith Purchase, in: The Yale Law Journal, 63 (8): 1057-1122.
- Gischer, Horst/Bernhard Herz/Lukas Menkhoff, 2012: Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung, 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, Heidelberg.
- Gischer, Horst/Toni Richter, 2011: Konsolidierung, Effizienz und Stabilität: Sind große Banken leistungsfähiger als kleine?, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, 62 (2): 172-195.

- Go, Tian-Kang, 1999: *American Commercial Banks in Corporate Finance 1929-1941. A Study in Banking Concentration*, New York, London.
- Goetzmann, William N./Frank Newman, 2010: *Securitization in the 1920's*, NBER Working Paper Series. Working Paper 15650, Cambridge, MA.
- Gomory, Ralph/Richard Sylla, 2013: *The American Corporation*, in: *Daedalus*, 142 (2): 102-118.
- Goodfriend, Marvin/William Whelpley, 1998: *Federal Funds*, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), *Instruments of the Money Market*, Federal Reserve Bank of Richmond, 7-21.
- Goodhart, Charles, 2005: *The Future of Central Banking* LSE Financial Market Group Special Paper No. 162, London.
- Goodhart, Charles, 2011: *The Basel Committee on Banking Supervision: a history of the early years, 1974-1997*, Cambridge, New York.
- Goralnik, Nathan, 2012: *Bankruptcy-Proof Finance and the Supply of Liquidity*, in: *The Yale Law Journal*, 122 (2): 460-506.
- Görlitz, Axel, 1983: *Zur Transformation von Recht durch Vernetzung*, in: Rüdiger Voigt (Hrsg.), *Gegentendenzen zur Verrechtlichung, Jahrbuch für Rechtssoziologie und Rechtstheorie, Band 9*, Opladen, 77-87.
- Gorton, Gary B., 2010: *Slapped by the Invisible Hand: The Panic of 2007*, Oxford, New York.
- Gorton, Gary B./George G. Pennacchi, 1995: *Banks and loan sales Marketing nonmarketable assets*, in: *Journal of Monetary Economics*, 35 (3): 389-411.
- Gorton, Gary/Andrew Metrick, 2012: *Securitized banking and the run on repo*, in: *Journal of Financial Economics*, 104 (3): 425-451.
- Granovetter, Mark, 1985: *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*, in: *American Journal of Sociology*, 91 (3): 481-510.
- GRCO, 2014: *The End of IRB?*, London, Frankfurt am Main, Luxemburg.
<http://www.gutmark.net/en/end-irb> (20.4.2015).
- Greenbaum, Stuart I./Anjan V. Thakor, 1987: *Bank funding modes: Securitization versus deposits*, in: *Journal of Banking & Finance*, 11 (3): 379-401.
- Gregory, Jon, 2010: *Counterparty Casino: The need to adress a systemic risk*, European Policy Forum - EPF, London.
- Gregory, Jon, 2012: *Counterparty Credit Risk and Credit Value Adjustment: A continuing challenge for Global Financial Markets*, 2. Auflage, Chichester.
- Griffith, Sean J., 2013: *Clearinghouse hope or hype? Why mandatory clearing may fail to contain systemic risk*, in: *Harvard Business Law Review Online*, 3 (April 2013): 160-168.
- Gropp, Reint/Florian Heider, 2010: *The Determinants of Bank Capital Structure*, in: *Review of Finance*, 14 (4): 587-622.
- Grossman, Richard S., 1994: *The Shoe That Didn't Drop: Explaining Banking Stability During the Great Depression*, in: *The Journal of Economic History*, 54 (3): 654-682.
- Groth, Markus/Stefan Baumgärtner, 2009: *Pigous Beitrag zur Nachhaltigkeit*, in: *Wirtschaftsdienst*, 89 (6): 419-424.
- Grubel, H. G., 1977: *A theory of multinational banking*, in: *PSL Quarterly Review*, 30 (123): 349-363.
- Guinn, Mark A./William L. Harvey, 2002: *Taking OTC Derivatives Contracts as Collateral*, in: *The Business Lawyer*, 57 (3): 1127-1156.
- Gurtler, David M./Grant Miller, 2006: *Water, Water Everywhere. Municipal Finance and Water Supply in American Cities*, in: Edward L. Glaeser/Claudia Goldin (Hrsg.), *Corruption and Reform: Lessons from America's Economic History*, Chicago, 153-183.

- Gürtler, March/Dirk Heithecker, 2004: Der Loss Given Default und die Behandlung erwarteter Verluste im Baseler IRB-Ansatz, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57 1279-1282.
- Gutowski, Achim, 1999: Innovation als Schlüsselfaktor eines erfolgreichen Wirtschaftsstandortes - nationale und regionale Innovationssysteme im globalen Wettbewerb, Bremen.
- Haas, Marcus, 2007: Definition und Abgrenzung der Risikoarten, in: Thomas Kaiser (Hrsg.), Wettbewerbsvorteil Risikomanagement: Erfolgreiche Steuerung der Strategie-, Reputations- und operationellen Risiken, Berlin, 11-20.
- Haas, Peter M., 1989: Do Regimes Matter? Epistemic Communities and Mediterranean Pollution Control, in: International Organization, 43 (3): 377-403.
- Hackley, Howard H., 1966: Our Baffling Banking System, in: Virginia Law Review, 52 (4): 565-632.
- Hahm, Joon-Ho/Hyun Song Shin/Kwanho Shin, 2012: Non-Core Bank Liabilities and Financial Vulnerability, NBER Working Paper No. 18428, Cambridge, MA.
- Hahn, Thomas K., 1998: Commercial Paper, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, 105-127.
- Haldane, Andrew/Simon Brennan/Vasileios Madouros, 2010: What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?, in: Adair Turner/Andrew Haldane/Paul Woolley/Sushil Wadhvani/Charles Goodhart/Andrew Smithers/Andrew Large/John Kay/Martin Wolf/Peter Boone/Simon Johnson/Richard Layard (Hrsg.), The Future of Finance: The LSE Report, London, 87-120.
- Haldane, Andrew G., 2011: Capital Discipline, based on a speech given at the American Economic Association, 9.1.2011, Denver, CO.
- Haldane, Andrew G., 2012: The dog and the frisbee, Speech given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th economic policy symposium, "The Changing Policy Landscape", 31.8.2012, Jackson Hole, WY.
- Haldane, Andrew G., 2013: Rethinking the financial network, in: Stephan A. Jansen/Eckhard Schröter/Nico Stehr (Hrsg.), Fragile Stabilität – stabile Fragilität, 243-278.
- Hammond, Bray, 1934: Long and Short Term Credit in Early American Banking, in: The Quarterly Journal of Economics, 49 (1): 79-103.
- Handke, Stefan, 2010: Yes, We Can (Control Them)! - Regulatory Agencies: Trustees or Agents?, in: Goettingen Journal of International Law, 2 (1): 111-134.
- Handke, Stefan, 2012: A problem of Chief and Indian—The role of the supervisory authority BaFin and the ministry of finance in German financial market policy, in: Policy and Society, 31 (3): 237-247.
- Hanrieder, Tine, 2009: Die Weltgesundheitsorganisation unter Wettbewerbsdruck: Auswirkungen der Vermarktlichung globaler Gesundheitspolitik, in: Klaus Dingwerth/Dieter Kerwer/Andreas Nölke (Hrsg.), Die organisierte Welt: Internationale Beziehungen und Organisationsforschung, Baden-Baden,
- Hansmann, Henry/Reinier R. Kraakman, 2004: What is Corporate Law?, in: Reinier R. Kraakman/Paul Davies/Henry Hansmann/Gerard Hertig/Klaus J. Hopt/Hideki Kanda/Edward B. Rock (Hrsg.), The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach, Oxford, 1-20.
- Hanson, Jon/David Yosifon, 2003: The Situation: an introduction to the situational character, critical realism, power economics, and deep capture, in: University of Pennsylvania Law Review, 152 (1): 129-346.
- Hao, Qing/Xuemin Yan, 2012: The Performance of Investment Bank-Affiliated Mutual Funds: Conflict of Interest or Informational Advantage?, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47 (3): 537-565.
- Härde, Wolfgang Karl/Christian Friedrich Wolfgang Kirchner, 2009: Quantifizierbarkeit von Risiken auf Finanzmärkten?, Humboldt-Universität, SFB 649 "Economic Risk", Discussion Paper 2009-045, Berlin. URL: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2009-45/PDF/45.pdf> (12.5.2015).

- Harper, Christine, 2011: Goldman Special Situation Profit seen at risk with Volcker Rule, Bloomberg.com, 27.5.2011. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2011-03-28/goldman-special-situation-profit-at-risk-with-volcker-correct-> (5.12.2014).
- Hasse, Raimund/Georg Krücken, 2013: Competition and Actorhood: A Further Expansion of the Neo-Institutional Agenda, in: *Sociologia internationalis: europäische Zeitschrift für Kulturforschung*, 51 (2): 181-205.
- Hauschildt, Jürgen, 1998: Facetten des Innovationsbegriffs, in: Wolfgang Hoffmann-Riem/Jens-Peter Schneider (Hrsg.), *Rechtswissenschaftliche Innovationsforschung: Grundlagen, Forschungsansätze, Gegenstandsbereiche*, Baden-Baden, 29-38.
- Hayek, Friedrich A., 1948: The Meaning of Competition, in: Ders. (Hrsg.), *Individualism and Economic Order*, Chicago, IL, 92-106.
- Hayes, Alfred, 1971: The 1970 Amendment to the Bank Holding Company Act: Opportunities to Diversify, in: *FRBNY Monthly Review*, February 1971: 23-27.
- Hayes III, Samuel L./A. Michael Spence/David van Praag Marks, 1983: *Competition in the Investment Banking Industry*, Cambridge, London.
- Hazen, Thomas L., 2005: Disparate Regulatory Schemes for Parallel Activities: Securities Regulation, Derivatives Regulation, Gambling, and Insurance, in: *Annual Review of Banking & Financial Law*, 24 375-441.
- Hecker, Jan, 2007: *Marktoptimierende Wirtschaftsaufsicht. Öffentlich-rechtliche Probleme staatlicher Wirtschaftsinterventionen zur Steigerung der Funktionsfähigkeit des Marktes*, Tübingen.
- Heidorn, Thomas/Stephan Rupprecht, 2009: *Einführung in das Kapitalmanagement bei Banken*, Frankfurt School of Finance & Management, Working Paper No. 121, Frankfurt am Main.
- Heinemann, Friedrich/Michael Schröder/Martin Schüler/Claudia Stirböck/Peter Westerheide, 2003: *Towards a Single European Market in Asset Management*, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim.
- Helleiner, Eric, 1994: *States and the Reemergence of Global Finance: from Bretton Woods to the 1990s*, Ithaca, NY.
- Helleiner, Eric, 2010: G20 faces its most difficult test yet on financial reform, in: CIGI - Center for International Governance Innovation (Hrsg.), *The G20 Agenda and Process: Analysis and Insight by CIGI Experts*, Waterloo, Ontario, Canada, 8-9.
- Hellwig, Martin, 2009: Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis, in: *De Economist*, 157 (2): 129-207.
- Henderson, M. Todd, 2009: Credit Derivatives are not "Insurance", in: *Connecticut Insurance Law Journal*, 16 (1): 1-60.
- Hendricks, Darryll/Beverly Hirtle, 1997: Bank Capital Requirements for Market Risk: The Internal Models Approach, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 3 (4): 1-12.
- Hendrickson, Jill M., 2001: The Long and Bumpy Road to Glass-Steagall Reform: A Historical and Evolutionary Analysis of Banking Legislation, in: *American Journal of Economics and Sociology*, 60 (4): 849-879.
- Herrhausen, Alfred, 1983: *Wettbewerb und Regulierung in der Kreditwirtschaft*, Tübingen.
- Herring, Richard, 2007: The Rocky Road to Implementation of Basel II in the United States, in: *Atlantic Economic Journal*, 35 (4): 411-429.
- Herring, Richard/Jacopo Carmassi, 2010: The corporate structure of International Financial Conglomerates. Complexity and its implications for safety and soundness, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford, New York, 195-232.

- Herrmann-Pillath, Michael, 2000: Einführung, in: Ders. (Hrsg.), *Evolution von Wirtschaft und Kultur: Bausteine einer transdisziplinären Methode*, Marburg, 7-28.
- Hertner, Peter, 1990: German banks abroad before 1914, in: Geoffrey Jones (Hrsg.), *Banks as multinationals*, London, New York, 99-119.
- Hickel, Rudolf/Harald Mattfeldt, 1986: Die Zukunft des Keynesianismus, in: Hochschule für Wirtschaft und Politik Hamburg (Hrsg.), *Jahrbuch für Sozialökonomie und Gesellschaftstheorie. Staatliche Wirtschaftsregulierung in der Krise*, Opladen, 15-37.
- Hickerson, Steven R., 1984: Complexity and the Meaning of Freedom: The Instrumentalist View, in: *American Journal of Economics and Sociology*, 43 (4): 435-442.
- Hicks, Morgan, 2010: Regulating Money Creation after the Crisis, in: *Harvard Business Law Review*, 1 (1): 75-143.
- Hildyard, Nicholas, 2008: *A (crumbling) Wall of Money: Financial Bricolage, Derivatives and Power*, The Corner House Briefing 39, Dorset, UK.
- Hill, Andy, 2014: Collateral is the new cash: The systemic risks of inhibiting collateral fluidity, *International Capital Market Association (ICMA)*, Zürich.
- Hill, Julie Anderson, 2012: Bank Capital Regulation by Enforcement An Empirical Study, in: *Indiana Law Journal*, 87 (2): 645-708.
- Hiller, Christian von, 2004: Kampf um die nationalen Champions, in: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 11, 14.3.2004, 35.
- Hoernig, Andreas, 2011: *Hybrides Kapital im Jahresabschluss*, Berlin, Boston.
- Hof, Hagen, 2000: Zur Anthropologie des Vertrauens, in: Thomas Würtenberger/Dieter K. Tscheulin/Jean-Claude Usunier/Dominique Jeannerod/Eric Davoine (Hrsg.), *Wahrnehmungs- und Betätigungsformen des Vertrauens im deutsch-französischen Vergleich*, Berlin, 25-37.
- Hoffman, Paul, 1984: *The Dealmakers. Inside the World of Investment Banking*, Garden City, New York.
- Höfinghoff, Tim, 2010: Banken sichern sich Lagerhäuser für Industriemetalle, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)*, 4.3.2010, Nr. 53, 23.
- Hoisington, Van R., 2010: The Debt Deflation/Inflation Debate, in: *CFA Institute Conference Proceedings Quarterly*, 27 (1): 35-44.
- Hollingsworth, J. Roger, 1990: *The Governing of American Manufacturing Sectors: The Logic of Coordination and Control*, MPIFG Discussion Paper 90/4, Köln.
- Holman, Otto, 2008: Public-private partnerships and transnational governance in the European Union. The case of the Lisbon Strategy, in: Jean-Christophe Graz/Andreas Nölke (Hrsg.), *Transnational Private Governance and its Limits*, London, New York, 171-185.
- Holton, Glyn A. , 2002: *History of Value-at-Risk: 1922-1998*, Working Paper, Boston, MA.
- Hood, Christopher, 2006: Gaming in Targetworld: The Targets Approach to Managing British Public Services, in: *Public Administration Review*, 66 (4): 515-521.
- Hoogervorst, Hans, 2012: The Concept of Prudence: dead or alive?, Speech at the FEE Conference on Corporate Reporting of the Future, 18.9.2012, Brüssel.
- Hördahl, Peter/Michael R. King, 2008: Developments in repo markets during the financial turmoil, in: *BIS Quarterly Review*, (December 2008): 37-53.
- Horn, Gustav, 2013: Euro-Staaten im Wettbewerb – am Ende verlieren alle, *IMKdirekt*, 17.4.2013, Düsseldorf. http://www.boeckler.de/imk_33663_42698.htm (13.4.2015).
- Houben, Aerd/Jan Willem Slingenberg, 2013: Collateral scarcity and asset encumbrance: implications for the European financial system, in: *Banque de France, Financial Stability Review*, 17: 197-206.

- Hovenkamp, Herbert, 2010: Harvard, Chicago, and transaction cost economics in antitrust analysis, in: *Antitrust Bulletin*, 55 (3): 613-662.
- Huault, Isabelle/Hélène Rainelli-Le Montagner, 2009: Market Shaping as an Answer to Ambiguities: The Case of Credit Derivatives, in: *Organization Studies*, 30 (5): 549-575.
- Huck, Steffen/Jidong Zhou, 2011: Consumer behavioural biases in competition: A survey. *Finanl Report*, London.
- Huffschnid, Jörg, 2006: Harmonisierung als Alternative zur Deregulierung?, Thesen zur öffentlichen Anhörung der Bundestagsfraktion Die Linke zur EU-Dienstleistungsrichtlinie, Berlin, 21.3.2006. URL: <http://www-user.uni-bremen.de/~huffschnid/docs/Harmonisierung%20als%20Alternative.pdf> (15.2.2015).
- Hull, John/Alan White, 2012: CVA and Wrong-Way Risk, in: *Financial Analysts Journal*, 68 (5): 58-69.
- Humphrey, Thomas M., 2010: Lender of Last Resort: What it is, whence it came, and why the Fed isn't it, in: *Cato Journal*, 30 (2): 333-364.
- Hunt, Shelby D./Robert M. Morgan, 1995: The Comparative Advantage Theory of Competition, in: *Journal of Marketing*, 59: 1-15.
- IBM, 2013: The optimization of everything: OTC derivatives, counterparty credit risk and funding, IBM Software Business Analytics - White Paper, New York. URL: [http://www-935.ibm.com/services/multimedia/SIS - The Optimization of everything whitepaper.pdf](http://www-935.ibm.com/services/multimedia/SIS_-_The_Optimization_of_everything_whitepaper.pdf) (20.2.2015).
- Ingves, Stefan, 2016: Reflections of a Basel Committee Chairman, Keynote address at the 19th International Conference of Banking Supervisors, Santiago.
- International Capital Markets Association (ICMA), 2012: European repo market survey, Number 22 - conducted December 2011, Zürich.
- Institute of International Finance (IIF), 2007: *Institute of International Finance: The First 25 Years*, Washington.
- Institute of International Finance (IIF), 2009: *Restoring Confidence, Creating Resilience: An Industry Perspective on the Future of International Financial Regulation and the Search for Stability*, July 2009, Washington.
- Institute of International Finance (IIF), 2013: *By-Laws of the Institute of International Finance*, as amended through April 10, 2013, Washington.
- IIF/CREFC/GFMA/ISDA, 2015: *Comments on the Consultative document: Capital Floors: the design of a framework based on standardized approach*, New York.
- International Monetary Fund (IMF), 2010: *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System*, 01/2010, Washington, DC.
- Ingraham, Patricia W., 1987: Toward More Systematic Consideration of Policy-Design, in: *Policy Studies Journal*, 15 (4): 611-628.
- ISDA, 2013: *ISDA Margin Survey 2013*, New York.
- ISDA, 2014: *ISDA Margin Survey 2014*, New York.
- ISDA/GFMA/IIF, 2014: *Second Consultative Document Fundamental Review of the Trading Book*, New York.
- Issing, Otmar, 2007: *Einführung in die Geldtheorie*, 14. Auflage, München.
- Issing, Otmar, 2011: *Einführung in die Geldtheorie*, 15., wesentlich überarbeitete Auflage, München.
- Jacoby, Neil H./Raymond J. Saulnier, 1942a: Definition of a Term Loan, in: Neil H. Jacoby/Raymond J. Saulnier (Hrsg.), *Term Lending to Business*, New York, 9-14.
- Jacoby, Neil H./Raymond J. Saulnier, 1942b: *Term Lending to Business*, New York.

- Jaidev, Ramya, 2012: Unclear on clearing, in: Risk magazine, 25 (9): 30-31.
- James, Harold, 1996: International Monetary Cooperation Since Bretton Woods, Washington, DC, New York, NY, Oxford, UK.
- James, Harold, 2001: The End of Globalization: Lessons from the Great Depression, Cambridge, London.
- James, Harold, 2011: Learning from Crises, project-syndicate.org, 11.7.2011, URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/learning-from-crises> (12.6.2015).
- James, John A., 1976: The Development of the National Money Market, 1893-1911, in: The Journal of Economic History, 36 (04): 878-897.
- James, John A./David F. Weiman, 2010: From Drafts to Checks: The Evolution of Correspondent Banking Networks and the Formation of the Modern U.S. Payments System, 1850–1914, in: Journal of Money, Credit and Banking, 42 (2-3): 237-265.
- Jann, Werner/Marie Therese Junkers, 1977: 25 Jahre Lehre von Politik und Ökonomie am Otto-Suhr Institut in Berlin, in: Carl Böhret (Hrsg.), Politik und Wirtschaft. Festschrift für Gert von Eynern, Politische Vierteljahresschrift, Sonderheft 8, Opladen, 14-25.
- Jann, Werner/Kai Wegrich, 2007: Theories of the Policy-Cycle, in: Frank Fischer/Gerald J. Miller/Mara S. Sidney (Hrsg.), Handbook of Public Policy Analysis. Theories, Politics, and Methods, Boca Raton, London, New York, 43-62.
- Johanning, Lutz, 2011: Risiko, Risikomessung und Risikoregulierung aus ökonomischer Sicht, in: Eberhard Kempf/Klaus Lüderssen/Klaus Volk (Hrsg.), Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?, Berlin, Boston, MA, 205-215.
- Johansson, Erica, 2009: Property Rights in Investment Securities and the Doctrine of Specificity, Berlin, Heidelberg.
- Johnson, Simon/James Kwak, 2010: 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown, New York.
- Jones, Geoffrey, 1990a: Banks as multinationals, in: Geoffrey Jones (Hrsg.), Banks as multinationals, London, New York, 1-13.
- Jones, Geoffrey, 1990b: Competitive Advantage in British multinational banking since 1890, in: Geoffrey Jones (Hrsg.), Banks as multinationals, London, New York, 30-61.
- Jordan, John L., 2002: Financial Accountability in Indirect Government, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), The Tools of Government. A Guide to the New Governance, Oxford, New York, 511-522.
- Josen, Jasvin, 2011: Delta one - What do they do?, Derivative Times Blog, 18.12.2011. URL: <http://derivativetimes.blogspot.de/2011/12/delta-one-what-does-it-do.html> (5.12.2014).
- Ju, Jiandong/Scott C. Linn/Zhen Zhu, 2010: Middlemen and Oligopolistic Market Makers, in: Journal of Economics & Management Strategy, 19 (1): 1-23.
- Kahr, Andrew, 2013: How to compete against the Oligopolies, American Banker, americanbanker.com, 4.2.2013, New York. URL: <http://www.americanbanker.com/bankthink/how-to-compete-against-the-oligopolies-1056409-1.html> (12.5.2015).
- Kane, Edward J., 2007a: Basel II: A Contracting Perspective, in: Journal of Financial Services Research, 32 (1): 39-53.
- Kane, Edward J., 2007b: Connecting National Safety Nets: The Dialectics of the Basel II Contracting Process, in: Atlantic Economic Journal, 35 (4): 399-409.
- Kantzenbach, Erhard, 1966: Die Funktionsfähigkeit des Wettbewerbs, 2. Auflage, Göttingen.
- Kapstein, Ethan B., 1991: Supervising international banks: origins and implications of the Basle accord, Princeton.

- Kapstein, Ethan B., 1992: *Between Power and Purpose: Central Bankers and the Politics of Regulatory Convergence*, in: *International Organization*, 46 (1): 265-287.
- Kasiske, Peter, 2013: *Das Kapitalmarktstrafrecht im Treibsand prinzipienorientierter Regulierung. Die neuen Strafvorschriften in § 54a KWG und § 142 VAG*, in: *Zeitschrift für Internationale Strafrechtsdogmatik*, 8 (6): 257-265.
- Kay, John/John Vickers/Colin Mayer/David Ulph, 1988: *Regulatory Reform in Britain*, in: *Economic Policy*, 3 (7): 285-351.
- Keeley, Michael C., 1990: *Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking*, in: *The American Economic Review*, 80 (5): 1183-1200.
- Kelly, David, 2011: *How the Credit Crisis has Changed Counterparty Risk Management*, in: *Risk Professional Magazine*, (December 2011): 27-31.
- Kempf, Eberhard, 2011: *Neue Bilanzkriminalität*, in: Eberhard Kempf/Klaus Lüderssen/Klaus Volk (Hrsg.), *Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?*, Berlin, Boston, MA, 95-114.
- Kenis, Patrick/Volker Schneider, 1991: *Policy Networks and Policy Analysis: Scrutinizing an New Analytical Toolbox*, in: Bernd Marin/Renate Mayntz (Hrsg.), *Policy networks: Empirical evidence and theoretical considerations*, Boulder, CO, 25-59.
- Kenyon, Chris/Andrew Green, 2013: *A clear alternative*, in: *Risk magazine*, 26 (9): 33.
- Kersten, Jens, 2010: *Herstellung von Wettbewerb als Verwaltungsaufgabe. 2. Bericht*, in: *Veröffentlichungen der Vereinigung der deutschen Staatsrechtslehrer (VVDSStRL)*, 69 (Gemeinwohl durch Wettbewerb): 288-334.
- Keynes, John Maynard, 1921: *Treatise on Probability*, London.
- Keynes, John Maynard, 1935: *A Treatise on Money*, London.
- Khalique, Farah, 2012: *A trading desk by any other name is still risky*, *Financial News*, Issue 803, 28.5.2012. URL: <http://www.efinancialnews.com/story/2012-05-28/a-trading-desk-by-any-other-name> (15.5.2015).
- Kindleberger, Charles P., 1978: *Maniacs, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New York, NY.
- Kirchgässner, Gebhard, 2000: *Staatliche Bereitstellung von Gütern: Allokative und Distributive Aspekte*, in: *Swiss Political Science Review*, 6 (1): 9-28.
- Kirchhof, Paul, 2005: *Der Staat tut dem Wettbewerb gut: Eine gedankliche Begegnung mit Viktor Vanberg*, in: *ORDO - Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 56: 55-59.
- Kirsch, Clifford E./Bibb L. Strench, 2012: *An Introduction to Mutual Funds*, in: Clifford E. Kirsch (Hrsg.), *Financial Product Fundamentals: Law, Business, Compliance*, New York, 6.1-6.24.
- Klee, Kenneth N./Brendt C. Butler, 2002: *Asset-Backed Securitization, Special Purpose Vehicles and Other Securitization Issues*, in: *Uniform Commercial Code Law Journal*, 35: 23-67.
- Klein, Ezra, 2010: *Explaining financial regulator: Leverage and capital requirements*, *Washington Post, Economic and Domestic Policy*, and Lots of it, 26.11.2013, Washington, DC. URL: http://voices.washingtonpost.com/ezra-klein/2010/04/explaining_financial_regulatio.html (15.5.2015).
- Klump, Rainer, 2013: *Wirtschaftspolitik. Instrumente, Ziele und Institutionen*, 3., aktualisierte Auflage, München.
- Knee, Jonathan A., 2006: *The accidental Investment Banker: Inside the Decade That Transformed Wall Street*, West Sussex.
- Knight, Frank H., 1969 [1935]: *The Ethics of Competition and other Essays*, New York.
- Knight, Frank H., 1971 [1921]: *Risk, Uncertainty and Profit*, Chicago, IL, London.

Knorr Cetina, Karin, 2005: How are Global Markets Global? The Architecture of a Flow World, in: Karin Knorr Cetina/Alex Preda (Hrsg.), *The Sociology of Financial Markets*, Oxford, New York, 38-61.

Europäische Kommission, 2012: Grünbuch Schattenbankwesen, 19.3.2012, COM(2012) 102 final, Brüssel.

Kondor, Imre, 2014: Estimation Error of Expected Shortfall, Response to the Consultative Document of the Basel Committee on Banking Supervision: Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework (2014), München. URL: www.bis.org/publ/bcbs265/imrekondor.pdf (2.12.2014).

König, Klaus/Nicolai Dose (Hrsg.), 1993a: *Instrumente und Formen staatlichen Handelns*, Köln, Berlin, Bonn, München.

König, Klaus/Nicolai Dose, 1993b: Klassifikationsansätze zum staatlichen Handeln, in: Klaus König/Nicolai Dose (Hrsg.), *Instrumente und Formen staatlichen Handelns*, Köln, Berlin, Bonn, München, 3-150.

König, Klaus/Nicolai Dose, 1993c: Referenzen staatlicher Steuerung, in: Klaus König/Nicolai Dose (Hrsg.), *Instrumente und Formen staatlichen Handelns*, Köln, Berlin, Bonn, München, 519-582.

Konings, Martijn, 2008: The institutional foundations of US structural power in international finance: From the re-emergence of global finance to the monetarist turn, in: *Review of International Political Economy*, 15 (1): 35 - 61.

Kotz, David M., 1978: *Bank Control of Large Corporations in the United States*, Los Angeles, CA, London.

Krause, Andreas, 2003: Exploring the Limitations of Value at Risk: How good is it in practice?, in: *The Journal of Risk Finance*, 4 (2): 19-28.

Die Deutsche Kreditwirtschaft, 2014: Stellungnahme zum Konsultationspapier des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht "Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework" Berlin.

Kregel, Jan, 2012: The Libor Scandal: The Fix is in - The Bank of England did it., Policy Note, 9/2012, Levy Economics Institute of Bard College.

Krishnamurthy, Arvind, 2010: How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis, in: *Journal of Economic Perspectives*, 24 (1): 3-28.

Kropp, Sabine, 2010: *Kooperativer Föderalismus und Politikverflechtung*, Wiesbaden.

Krugman, Paul, 1994: Competitiveness: A Dangerous Obsession, in: *Foreign Affairs*, 73 (2): 28-44.

Krugman, Paul, 2009: Making Banking Boring, *New York Times*, 9.4.2009. URL: <http://www.nytimes.com/2009/04/10/opinion/10krugman.html> (22.10.2014).

Krüsselberg, Hans-Günter, 1997: Humanvermögen in evolutionären Wettbewerbsprozessen, in: Karl von Delhaes/Ulrich Fehl (Hrsg.), *Dimensionen des Wettbewerbs: Seine Rolle in der Entstehung und Ausgestaltung von Wirtschaftsordnungen*, Stuttgart, 139-176.

Kunz, Harald, 1985: *Marktsystem und Information. 'Konstitutionelle Ungewissheit' als Quelle von 'Ordnung'*, Tübingen.

Kunz, Roger M., 1998: Das Shareholder-Value-Konzept, in: Manfred Bruhn/Markus Lusti/Werner Müller/Henner Schierenbeck/Tobias Studer (Hrsg.), *Wertorientierte Unternehmensführung*, 391-412.

Ladeur, Karl-Heinz, 1983: Politische Ökonomie verwaltungsgerichtlicher Planungskontrolle, in: Rüdiger Voigt (Hrsg.), *Gegentendenzen zur Verrechtlichung*, Jahrbuch für Rechtssoziologie und Rechtstheorie, Band 9, Opladen, 102-115.

Ladeur, Karl-Heinz, 2009: Der Staat der "Gesellschaft der Netzwerke". Zur Notwendigkeit der Fortentwicklung des Paradigmas des "Gewährleistungsstaates", in: *Der Staat*, 48 (2): 163-192.

- Lall, Ranjit, 2012: From failure to failure: The politics of international banking regulation, in: *Review of International Political Economy*, 19 (4): 609-638.
- Lall, Ranjit, 2014: Timing as a source of regulatory influence: A technical elite network analysis of global finance, in: *Regulation & Governance*, im Erscheinen.
- Lamoreaux, N. R., 1988: *The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904*, Cambridge, UK.
- Lange, Stefan, 2010: Deutsche Hochschulpolitik im Kontext der Gemeinschaftsaufgaben, in: Margrit Seckelmann/Stefan Lange/Thomas Horstmann (Hrsg.), *Die Gemeinschaftsaufgaben von Bund und Ländern in der Wissenschafts- und Bildungspolitik. Analysen und Erfahrungen*, Baden-Baden, 109-143.
- Lange, Stefan/Uwe Schimank, 2004: Governance und gesellschaftliche Integration, in: Stefan Lange/Uwe Schimank (Hrsg.), *Governance und gesellschaftliche Integration*, Wiesbaden, 9-44.
- Larah, Ben, 2013: Pro-Cyclicality, CVA and CCDS, *The OTC Space*, 3.4.2013. URL: <http://www.theotcspace.com/2013/04/03/pro-cyclicality-cva-and-ccds> (15.2.2015).
- Laux, Christian/Christian Leuz, 2010: Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?, in: *Journal of Economic Perspectives*, 24 (1): 93-118.
- Le Leslé, Vanessa /Sofiya Avramova, 2012: Revisiting Risk-Weighted Assets: Why do RWAs differ across countries and what can be done about it?, IMF Working Paper, WP/12/90, Washington, DC.
- Lebor, Adam, 2013: *Tower of Basel: The Shadowy History of the Secret Bank that runs the World*, New York.
- Ledgerwood Shaun, D./R. Carpenter Paul, 2012: A Framework for the Analysis of Market Manipulation, in: *Review of Law & Economics*, 8 (1): 253-295.
- Lehmann, Matthias, 2009: *Finanzinstrumente. Vom Wertpapier- und Sachenrecht zum Recht der unkörperlichen Vermögensgegenstände*, Tübingen.
- Lehmbruch, Gerhard, 1976: *Parteienwettbewerb im Bundesstaat*, Stuttgart.
- Leibfried, Stephan/Evelyn Huber/Matthew Lange/Jonah D. Levy/Frank Nullmeier/John D. Stephens (Hrsg.), 2015: *The Oxford Handbook of Transformations of the State*, Oxford, UK.
- Lerner, Daniel/Harold D. Laswell (Hrsg.), 1951: *The Policy Sciences. Recent Developments in Scope and Method*, Stanford.
- Levine, Matt, 2013: Market-Making is Making Markets, *Bloomberg View*, 13.12.2013. URL: <http://www.bloombergvew.com/articles/2013-12-13/market-making-is-making-markets> (26.1.2015).
- Lewis, Mervyn K./Kevin T. Davis, 1987: *Domestic and International Banking*, Oxford.
- Lieberman, Marvin B./David B. Montgomery, 1988: First-mover advantages, in: *Strategic Management Journal*, 9 (S1): 41-58.
- Linder, Stephen H./B. Guy Peters, 1984: From Social Theory to Policy Design, in: *Journal of Public Policy*, 4 (3): 237-259.
- Liu, Henry C. K., 2007: Commercial Paper and pesky SIVs, *Asia Times Online*, 28.11.2007. URL: http://atimes.com/atimes/Global_Economy/IK28Dj04.html (12.5.2015).
- Llewellyn, David, 1992: Financial Innovation: A Basic Analysis, in: Henry Cavanna (Hrsg.), *Financial Innovation*, London, 14-51.
- Llewellyn, David T., 1986: *Regulation and Supervision of Financial Institutions*, Institute of Bankers, London.
- Löhr, Julia, 2014: Der Club der Macht, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ)*, Nr. 39, 15./16. Februar, Spezial: Consulting, 1.
- Lounsbury, Michael, 2007: A Tale of Two Cities: Competing Logics and Practice Variation in the Professionalizing of Mutual Funds, in: *The Academy of Management Journal*, 50 (2): 289-307.

- Lowndes, Vivien, 2010: The Institutional Approach, in: David Marsh/Gerry Stoker (Hrsg.), *Theory and Methods in Political Science*, Houndsmills, UK, New York, NY, 60-79.
- Lubben, Stephen J., 2007: Credit Derivatives and the Future of Chapter 11, in: *The American Bankruptcy Journal*, 81 (4): 405-430.
- Lucca, David/Amit Seru/Francesco Trebbi, 2014: The Revolving Door and Worker Flows in Banking Regulation, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 678, June 2014, New York.
- Ludwig, Björn, 2012: Warum der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht mit seinem antizyklischen Kapitalpuffer falsch liegt†, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 13 92-102.
- Luhmann, Niclas, 1984: *Soziale Systeme: Grundriss einer allgemeinen Theorie*, Frankfurt a. M.
- Lumpkin, Stephen A., 1998: Repurchase and Reverse Repurchase Agreements, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), *Instruments of the Money Market*, Federal Reserve Bank of Richmond, 56-74.
- Luttermann, Claus, 1998: *Unternehmen, Kapital und Genußrechte: eine Studie über Grundlagen der Unternehmensfinanzierung und zum internationalen Kapitalmarktrecht*, Tübingen.
- Luttermann, Claus, 1999: *Bilanzrecht in den USA und internationale Kostenrechnung*, Tübingen.
- Luttermann, Claus, 2010: War und ist die Finanzkrise die Folge von Hyperspekulation?, in: *Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen*, 58 (7): 444-448.
- Luttermann, Claus, 2012: Internationale Vermögensordnung, Insolvenzrecht und Schulden(transfer)systeme, in: *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 33 (7): 305-313.
- Lütz, Susanne, 1998: Wenn Banken sich vergessen ... Risikoregulierung im internationalen Mehr-Ebenen-System, MPIfG Discussion Paper 98/5, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, 5, Köln.
- Lütz, Susanne, 2002: *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Frankfurt a. M., New York.
- Lütz, Susanne, 2010: Governance in der politischen Ökonomie I: Makro- und Mesoperspektiven, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), *Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen*, 2., aktualisierte und veränderte Auflage, Wiesbaden, 138-154.
- Lux, Thomas, 2013: Effizienz und Stabilität von Finanzmärkten: Stehen wir vor einem Paradigmenwechsel?, in: *Wirtschaftsdienst*, 93 (13): 16-22.
- Macey, Jonathan, 2012: It's all shadow banking, actually, in: *Review of Banking and Financial Law*, 31 (2): 593-617.
- Macey, Jonathan R., 2003: Regulatory Globalization as a Response to Regulatory Competition, in: *Emory Law Journal*, 52 (6): 1353-1379.
- Macey, Jonathan R./Maureen O'Hara, 2003: The Corporate Governance of Banks, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 9 (1): 91-107.
- MacKenzie, Donald, 2003: An Equation and its Worlds, in: *Social Studies of Science*, 33 (6): 831-868.
- MacKenzie, Donald, 2008: An Address in Mayfair, in: *London Review of Books*, 30 (23): 9-12.
- MacKenzie, Donald, 2009: *Material Markets: How Economic Agents are Constructed*, New York.
- Madigan, Peter, 2014: Clear desk policy?, in: *Risk magazine*, 27 (8): 21-23.
- Maerowitz, Seth P., 1981: The Market for Federal Funds, in: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, July/August: 3-7.
- Mandel, Benjamin H./Donald Morgan/Chenyang Wei, 2012: The Role of Bank Credit Enhancements in Securitization, in: *FRBNY Economic Policy Review*, 18 (2): 35-46.
- Mankiw, N. Gregory, 2010: *Macroeconomics*, 7. Auflage, New York.

- Mariathan, Mike/Ouarda Merrouche, 2014: The manipulation of basel risk-weights, in: *Journal of Financial Intermediation*, 23 (3): 300-321.
- Marin, Bernd/Renate Mayntz, 1991a: Introduction: Studying Policy Networks, in: Bernd Marin/Renate Mayntz (Hrsg.), *Policy Networks: Empirical Evidence and Theoretical Considerations*, Frankfurt a. M., Boulder, CO, 11-23.
- Marin, Bernd/Renate Mayntz (Hrsg.), 1991b: *Policy Networks: Empirical Evidence and Theoretical Considerations*, Frankfurt a. M., Boulder, CO.
- Marples, Donald J., 2013: *Taxation of Hedge Fund and Private Equity Managers*, Congressional Research Service, Washington, DC.
- Massa, Massimo/Zahid Rehman, 2008: Information flows within financial conglomerates: Evidence from the banks–mutual funds relation, in: *Journal of Financial Economics*, 89 (2): 288-306.
- Masuch, Michael, 1985: Vicious Circles in Organizations, in: *Administrative Science Quarterly*, 30 (1): 14-33.
- Mathiason, Nick, 2011: Analysis: The real rogue is not UBS's Kweku Adoboli but Delta One Trading, *The Bureau of Investigative Journalism*, 16.9.2011. URL: <http://www.thebureauinvestigates.com/2011/09/16/analysis-the-real-rogue-is-not-kweku-adoboli-but-delta-one/> (4.12.2014).
- Maurer, Hartmut, 2011: *Allgemeines Verwaltungsrecht*, 18., überarbeitete und ergänzte Auflage, München.
- Maxwell, Fiona, 2014: Failure to report, in: *Risk magazine*, 27 (3): 49-51.
- Mayntz, Renate, 1977: Die Implementation politischer Programme: Theoretische Überlegungen zu einem neuen Forschungsgebiet, in: *Die Verwaltung*, 10 (1): 51-66.
- Mayntz, Renate, 1979: Regulative Politik in der Krise?, in: Joachim Matthes (Hrsg.), *Sozialer Wandel in Westeuropa: Verhandlungen des 19. Deutschen Soziologentages in Berlin*, Frankfurt am Main, 55-81.
- Mayntz, Renate, 1987: Politische Steuerung und gesellschaftliche Steuerungsprobleme - Anmerkungen zu einem theoretischen Paradigma, in: Thomas Ellwein/Joachim Jens Hesse/Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), *Jahrbuch zur Staats- und Verwaltungswissenschaft*, Band 1, Baden-Baden, 89-110.
- Mayntz, Renate, 1996: Politische Steuerung. Aufstieg Niedergang und Transformation einer Theorie, in: Klaus von Beyme/Claus Offe (Hrsg.), *Politische Theorien in der Ära der Transformation. Politische Vierteljahresschrift*, 36. Jahrgang, Sonderheft 26/1995, Opladen, 148-168.
- Mayntz, Renate, 1997 [1983]: The Conditions of Effective Public Policy, in: Renate Mayntz (Hrsg.), *Soziale Dynamik und politische Steuerung. Theoretische und methodologische Überlegungen*, Frankfurt a. M., New York, 143-167.
- Mayntz, Renate, 1997 [1993]: Policy-Netzwerke und die Logik von Verhandlungsnetzwerken, in: Renate Mayntz (Hrsg.), *Soziale Dynamik und politische Steuerung. Theoretische und methodologische Überlegungen*, Frankfurt a. M., New York, 240-262.
- Mayntz, Renate, 1997 [1995]: Historische Überraschungen und das Erklärungspotential der Sozialwissenschaft, in: Renate Mayntz (Hrsg.), *Soziale Dynamik und politische Steuerung*, Frankfurt a. M., New York, 328-340.
- Mayntz, Renate, 1997 [1996]: Politische Steuerung. Aufstieg Niedergang und Transformation einer Theorie, in: Renate Mayntz (Hrsg.), *Soziale Dynamik und politische Steuerung. Theoretische und methodologische Überlegungen*, Frankfurt a. M., New York, 263-292.
- Mayntz, Renate, 2000: Individuelles Handeln und gesellschaftliche Ereignisse. Zur Mikro-Makro-Problematik in den Sozialwissenschaften, in: Max-Planck-Gesellschaft (Hrsg.), *Wie entstehen neue Qualitäten in komplexen Systemen? 50 Jahre Max-Planck-Gesellschaft 1948-1998. Dokumentation*

des Symposiums zum 50jährigen Gründungsjubiläum der Max-Planck-Gesellschaft am 18. Dezember 1998 in Berlin, Göttingen, 95-104.

Mayntz, Renate, 2001: Zur Selektivität der steuerungstheoretischen Perspektive, in: Hans-Peter Burth/Axel Görlitz (Hrsg.), Politische Steuerung in Theorie und Praxis, Baden-Baden, 17-28.

Mayntz, Renate, 2002: Common Goods and Governance, in: Adrienne Héritier (Hrsg.), Common Goods. Reinventing European and International Governance, Lanham, Boulder, New York, Oxford, 15-27.

Mayntz, Renate, 2007: The Architecture of Multi-level Governance of Economic Sectors, in: Renate Mayntz (Hrsg.), Über Governance. Institutionen und Prozesse politischer Regelung, Frankfurt a. M., 79-104.

Mayntz, Renate, 2012: Die Regelung von Finanzmärkten durch internationale Organisationen, in: Stephan Duschek/Michael Gaitanides/Wenzel Matiaske/Günther Ortman (Hrsg.), Organisationen regeln. Die Wirkmacht korporativer Akteure, Wiesbaden, 263-275.

Mayntz, Renate/Birgitta Nedelmann, 1987: Eigendynamische soziale Prozesse. Anmerkungen zu einem analytischen Paradigma, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 39 (4): 648-668.

Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf, 1973a: Kriterien, Voraussetzungen und Einschränkungen aktiver Politik, in: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), Planungsorganisation. Die Diskussion um die Reform von Regierung und Verwaltung, München, 115-145.

Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), 1973b: Planungsorganisation. Die Diskussion um die Reform von Regierung und Verwaltung des Bundes, München.

Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf, 1995a: Der Ansatz des akteurszentrierten Institutionalismus, in: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), Gesellschaftliche Selbstregelung und politische Steuerung, Frankfurt a. M., 39-72.

Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), 1995b: Gesellschaftliche Selbstregelung und politische Steuerung, Frankfurt a. M.

Mayntz, Renate/Fritz W. Scharpf, 1995c: Steuerung und Selbstorganisation in staatsnahen Sektoren, in: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), Gesellschaftliche Selbstregelung und politische Steuerung, Frankfurt a. M., New York, 9-38.

McCulley, Paul, 2007: Teton Reflections, PIMCO Global Central Bank Focus, Newport Beach, CA.

McCulley, Paul, 2009: The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey, PIMCO Global Central Bank Focus, Newport Beach, CA.

McGowan, Michael J., 2010: The Rise of Computerized High Frequency Trading: Use and Controversy, in: Duke Law & Technology Review, 16, 1-22.

McGuire, Patrick/Goetz von Peter, 2009: The US dollar shortage in global banking, in: BIS Quarterly Review, (März 2009): 47-63.

Meerscham, David M., 1987: Breaking Relationships: The Advent of Price Banking in the United States, in: Samuel L. Hayes III (Hrsg.), Wall Street and Regulation, Boston, MA, 63-96.

Mehran, Hamid/René M. Stulz, 2007: The economics of conflicts of interest in financial institutions, in: Journal of Financial Economics, 85 (2): 267-296.

Meigs, A. James, 1966: Recent Innovations in the Functions of Banks, in: The American Economic Review, 56 (1/2): 167-177.

Mengle, David, 2010: The Importance of Close-Out Netting, ISDA Research Notes - Number 1, 2010, New York.

Mengle, David L., 1993: Behind the Money Market: Clearing and Settling Money Market Instruments, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), Instruments of the Money Market, Federal Reserve Bank of Richmond, 173-187.

- Merkley, Jeff/Carl Levin, 2010: Making the Dodd-Frank Act Restrictions on Proprietary Trading and Conflict of Interest Work, in: Michael Konczal (Hrsg.), Roosevelt Institute: Project on Global Finance - Step 1: Restoring the Integrity of the US Financial System New York, NY, 29-35.
- Merkt, Hanno, 1995: Das Europäische Gesellschaftsrecht und die Idee des Wettbewerbs der Gesetzgeber, in: *Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 59 (3-4): 545-568.
- Merkt, Hanno, 2001: Entwicklungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts in den USA - Vorbild für Deutschland und Europa?, in: *Zeitschrift für Internationale und Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (KoR)*, 1 (4): 142-150.
- Merkt, Hanno, 2012: Die Rolle des Bilanzrechts in der aktuellen Corporate Governance-Diskussion, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82 (5): 5-30.
- Meßerschmidt, Klaus, 2012: Private Gesetzgebungshelfer - Gesetzgebungsoutsourcing als privatisiertes Regulierungsmanagement in der Kanzleiendemokratie?, in: *Der Staat*, 51 (3): 387-415.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim, 1978: Die sichtbare Hand des Rechts. Über das Verhältnis von Rechtsordnung und Wirtschaftssystem, Baden-Baden.
- Mestmäcker, Ernst-Joachim, 2011: Soziale Marktwirtschaft - Eine Theorie für den Finanzmarkt nach der Krise?, in: Eberhard Kempf/Klaus Lüderssen/Klaus Volk (Hrsg.), *Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?*, Berlin, Boston, MA, 13-26.
- Minsky, Hyman P., 1970: *Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster*, Prepared for the Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Appointed by the Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.
- Minsky, Hyman P., 1986: *Stabilizing an unstable economy*, New Haven, London.
- Mishkin, Frederic C./Philip E. Strahan, 1999: *What will Technology do to Financial Structure?*, NBER Working Paper Series. Working Paper 6892, Cambridge, MA.
- Moerman, Filip, 1993: Ruffles in the level playing-field, in: *Euromoney*, 295 (November): 24.
- Möller, Christian, 1997: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise im Privatrecht: Dargestellt an den Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsvorschriften im Recht der GmbH, Berlin.
- Möllers, Christoph, 2005: Transnationale Behördenkooperation: Verfassungs- und völkerrechtliche Probleme transnationaler administrativer Standardsetzung, in: *Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht*, 65: 351-389.
- Morris, Marc D./John R. Walter, 1998: Large Negotiable Certificates of Deposit, in: Timothy Q. Cook/Robert K. Laroche (Hrsg.), *Instruments of the Money Market*, Federal Reserve Bank of Richmond, 34-47.
- Morrison, Alan D., 2005: Credit Derivatives, Disintermediation, and Investment Decisions, in: *The Journal of Business*, 78 (2): 621-648.
- Morrison, Alan D., 2010: Universal Banking, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Banking*, New York, 171-194.
- Morrison, Alan D./William J. Wilhelm, 2007a: *Investment Banking: Institutions, Politics, and Law*, Oxford, New York.
- Morrison, Alan D./William J. Wilhelm, 2007b: Investment of Banking: Past, Present, and Future, in: *Journal of Applied Corporate Finance*, 19 (1): 42-54.
- Morrison, Edward R./Joerg Riegel, 2005: Financial Contracts and the new Bankruptcy Code: Insulating Markets from Bankrupt Debtors and Bankruptcy Judges, in: *ABI Law Review*, 13 (2): 641-664.
- Mosley, Layna, 2010: Regulating globally, implementing locally: The financial codes and standards effort, in: *Review of International Political Economy*, 17 (4): 724-761.

- Mosser, Patricia C., 2004: An Overview of U.S. Debt Markets, Federal Reserve Bank of New York, Central Banking Seminar, Preparatory Workshop in Financial Markets, Instruments and Institutions, 19.10.2004, New York.
- Mügge, Daniel, 2010: Widen the Market, Narrow the Competition: Banker Interest and The Making of a European Capital Market, Colchester.
- Mügge, Daniel/Bart Stellinga, 2010: Absent alternatives and insider interests in post-crisis financial reform, in: dms - der moderne staat - Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management, (2): 321-338.
- Mülbert, Peter O., 2011: Rechtliche Grenzen der Optimierung - das gesellschaftsrechtlich erlaubte Risiko, in: Eberhard Kempf/Klaus Lüderssen/Klaus Volk (Hrsg.), Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?, Berlin, Boston, MA, 85-94.
- Mülbert, Peter O./Max Birke, 2002: Legal Capital – Is There a Case against the European Legal Capital Rules?, in: European Business Organization Law Review (EBOR), 3 (04): 695-732.
- Mülhaupt, Ludwig, 1977: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre der Banken: Struktur und Grundprobleme des Bankbetriebs und des Bankwesens in der Bundesrepublik Deutschland, 2. Auflage, Wiesbaden.
- Mullineux, Andy, 2013: Banking for the Public Good,
- Munger, Michael C., 2000: Analyzing Policy. Choices, Conflicts, and Practices, New York, London.
- Münkler, Herfried/Harald Bluhm, 2001: Einleitung: Gemeinwohl und Gemeinsinn als politisch-soziale Leitbegriffe, in: Herfried Münkler/Harald Bluhm (Hrsg.), Gemeinwohl und Gemeinsinn: Historische Semantiken politischer Leitbegriffe, Berlin, 9-30.
- Murphy, David, 2012: The doom loop in sovereign exposures, FT Alphaville, 12.4.2012. URL: <http://ftalphaville.ft.com/2012/04/12/946181/the-doom-loop-in-sovereign-exposures/> (15.2.2015).
- Murphy, Megan/Kate Burgess/Sam Jones/Haig Simonian, 2011: UBS trader Adoboli held over \$2bn loss, FT.com, 15.9.2011. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/258a38d2-df6a-11e0-845a-00144feabdc0.html#axzz3La6qyJd9> (4.12.2014).
- Nadvornik, Wolfgang, 2006: Shareholder Value - die Magie betriebswirtschaftlicher Entscheidungsfindung durch Finanz-Kennzahlen, in: Paul Kellermann (Hrsg.), Geld und Gesellschaft, 189-200.
- Nagl, Hans G., 2009: Banken-Oligopol: Bankriesen sahen 2010 ab, Handelsblatt, handelsblatt.com, 30.12.2009, Düsseldorf. URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/banken-oligopol-bankriesen-sahnen-2010-ab/3336094.html> (12.5.2015).
- Nagpal, Krishnan/Reza Bahar, 2001: Measuring Default Correlation, Risk Waters Group, 93-100.
- Nakamoto, Michiyo/David Wighton, 2007: Citigroup chief stays bullish on buy-outs, in: Financial Times, 9.7.2007,
- Neef, Andreas, 2012: Innovationsförderung durch Schutz der Vertragsfreiheit in § 1 GWB, in: Reto M. Hilty/Thomas Jaeger/Matthias Lamping (Hrsg.), Herausforderung Innovation, 65-80.
- Neely, Michelle Clark, 1993: Banks and Investment Funds: No longer mutually exclusive, The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 1993. URL: <http://www.stlouisfed.org/publications/re/articles/?id=1914> (15.5.2015).
- Neely, Michelle Clark, 1995: Will the Mutual Fund Boom Be a Bust for Banks?, The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis, Oktober 1995. URL: <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/october-1995/will-the-mutual-fund-boom-be-a-bust-for-banks> (15.5.2015).
- Nelson, Stephen C./Peter J. Katzenstein, 2014: Uncertainty, Risk, and the Financial Crisis of 2008, in: International Organization, 68 (02): 361-392.

- Neumann, Manfred/Richard Reichel, 2006: Struktur der deutschen Bankenwirtschaft: Das Dreisäulenmodell ist zeitgemäß, in: *Jahrbuch der Wirtschaftswissenschaften* 57: 247-272.
- Newton, Tom, 2013: Risk interdealer ranking 2013: Dealers, in: *Risk magazine*, 2.9.2013.
- Nölke, Andreas, 2009: Finanzkrise, Finanzialisierung und vergleichende Kapitalismusforschung, in: *Zeitschrift für Internationale Beziehungen*, 16 (1): 123-139.
- Nooteboom, Bart, 1996: Trust, Opportunism and Governance: A Process and Control Model, in: *Organization Studies*, 17 (6): 985-1010.
- Nooteboom, Bart, 2005: Forms, Sources and Limits of Trust, in: Martin Held/Gisela Kubon-Gilke/Richard Storn (Hrsg.), *Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik*, Band 4: Reputation und Vertrauen, Marburg, 35-58.
- Nordhaus, William D., 2005: Paul Samuelson and Global Public Goods. A commemorative essay for Paul Samuelson, Yale University.
- Norman, Ben/Rachel Shaw/George Speight, 2006: The history of interbank settlement arrangement: exploring central banks' role in the payment system, Paper prepared for "The Evolution of Central Banks: Lessons for the Future", 23-24.11.2006, London.
- North, Douglas C., 1954: Life Insurance and Investment Banking at the Time of the Armstrong Investigation of 1905-1906, in: *The Journal of Economic History*, 14 (3): 209-228.
- North, Douglass, 1952: Capital Accumulation in Life Insurance between the Civil War and the Investigation of 1905, in: William Miller (Hrsg.), *Men in Business. Essays in the History of Entrepreneurship*, Cambridge, MA, 238-253.
- North, Douglass C., 2008 [1990]: *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, 26. Auflage, Cambridge, New York.
- Norton, Joseph J, 2003: Perceived Trend in Modern International Financial Regulation: Increasing Reliance on a Public-Private Partnership, in: *The International Lawyer*, 37, 43-59.
- Nothaft, Frank E./Brian J. Surette, 2001: The Industrial Structure of Affordable Mortgage Lending, in: *Journal of Housing Research*, 12 (2): 239-276.
- Nullmeier, Frank, 2005: Wettbewerb und Konkurrenz, in: Bernhard Blanke/Frank Nullmeier/Christoph Reichard/Göttrik Wewer (Hrsg.), *Handbuch zur Verwaltungsreform*, 3. Auflage, Wiesbaden, 108-119.
- Nystrom, Paul C./William H. Starbuck (Hrsg.), 1984: *Handbook of Organizational Design. Volume 1: Adapting Organizations to their Environments*, 2. Auflage, Oxford, New York.
- O'Hara, Neil A., 2012: Low risk by name, but is Delta One risk free?, *FTSE Global Markets*, 7.9.2012. URL: <http://www.ftseglobalmarkets.com/issues/issue-64-september-2012/low-risk-by-name-but-is-delta-one-risk-free.html> (4.12.2014).
- Oatley, Thomas/Robert Nabors, 1998: Redistributive Cooperation: Market Failure, Wealth Transfer, and the Basle Accord, in: *International Organization*, 52 (1): 35-54.
- OECD, 2011: *Bank Competition and Financial Stability*, OECD, Paris.
- Oellerking, C., 1990: Sparkassen und Genossenschaftsbanken im Spannungsverhältnis zwischen Moral und Ökonomie, Frankfurt a. M.
- Offe, Claus, 2001: Wessen Wohl ist das Gemeinwohl?, in: Lutz Wingert/Klaus Günther (Hrsg.), *Die Öffentlichkeit der Vernunft und die Vernunft der Öffentlichkeit*, Frankfurt a. M., 459-488.
- Ohler, Christoph, 2012: § 32 Bankenaufsichtsrecht, in: Dirk Ehlers/Michael Fehling/Hermann Pünder (Hrsg.), *Besonderes Verwaltungsrecht, Band I, Öffentliches Wirtschaftsrecht*, Heidelberg, München, 1178-1210.
- Ohler, Christoph, 2013: § 10 Finanzmarktregulierung und -aufsicht, in: Matthias Ruffert (Hrsg.), *Europäisches Sektorales Wirtschaftsrecht*, Baden-Baden, 611-669.

- Olearius, Christian/Bernd Thiemann, 2012: Bankenkrise - Siechtum mit System, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), 7.12.2012, Nr. 286, 12.
- Olson, Mancur, 1971: The logic of collective action: public goods and the theory of groups, 2. Auflage, Cambridge, MA.
- Omarova, Saule T./Margaret E. Tahyar, 2011: That which we call a bank: revisiting the history of bank holding company regulation in the United States, in: Review of Banking & Financial Law, 31 (1): 113-193.
- Onaran, Yalman, 2010: German Push to Delay Basel Capital Rules Meets U.S. Opposition, Bloomberg.com,
- Osborn, Tom, 2013: Forgetting Lehman, in: Risk magazine, 26 (10): 28-30.
- Ostrom, Elinor, 1990: Governing the Commons. The evolution of institutions for collective action, Cambridge, New York, Victoria.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, 2010: Markets and government before, during, and after the 2007-20XX crisis, Bank of International Settlements, Per Jacobsson Foundation, 27.6.2010, Basel.
- Palley, Thomas I., 2008: Financialization: What it is and Why it Matters, Institut für Makroökonomik und Konjunkturforschung (IMK) Working Paper, Hans Böckler Stiftung, 04/2008, Düsseldorf.
- Papadopoulos, Yannis, 2010: Governance und Demokratie, in: Arthur Benz/Nicolai Dose (Hrsg.), Governance - Regieren in komplexen Regelsystemen. Eine Einführung, 2., aktualisierte und veränderte Ausgabe, Wiesbaden, 225-249.
- Partnoy, Frank, 1999: The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two thumbs down for the Credit Rating Agencies, in: Washington University Law Quarterly, 77 (3): 619-712.
- Partnoy, Frank/David A. Skeel, 2007: The Promise and Perils of Credit Derivatives, in: University of Cincinnati Law Review, 75 1019-1051.
- Peach, William Nelson, 1941: The Security Affiliates of National Banks, New York.
- Pengelly, Mark, 2011: Basel III charge could spur interest in CCDS, in: Risk magazine, 24 (8): ???
- Pengelly, Mark, 2012: Beyond Basel 2.5, in: Risk magazine, 25 (3): 20-23.
- Pengelly, Mark, 2013: Costing stressed VAR, in: Risk magazine, 25 (9): 44-46.
- Penman, Stephen H., 2011: Accounting for value, New York.
- Pennings, Johannes M., 1984: Strategically interdependent organizations, in: Paul C. Nystrom/William H. Starbuck (Hrsg.), Handbook of Organizational Design. Volume 1. Adapting organizations to their environments, 2. Auflage, Oxford, UK, New York, NY, 433-455.
- Penski, Ulrich, 1989: Rechtsgundsätze und Rechtsregeln, in: JuristenZeitung, 44 (3): 105-114.
- Pepe, Giovanni, 2013: Basel 2.5: potential benefits and unintended consequences, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) Number 159, Rom.
- Perridon, Louis/Manfred Steiner/Andreas W. Rathgeber, 2012: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16., überarbeitete und erweiterte Ausgabe, München.
- Peters, Hans-Rudolf, 2000: Wirtschaftspolitik, 3. Auflage, München/Wien.
- Peyrefitte, Alain, 2000: La société de confiance, in: Thomas Würtenberger/Dieter K. Tscheulin/Jean-Claude Usunier/Dominique Jeannerod/Eric Davoine (Hrsg.), Wahrnehmungs- und Betätigungsformen des Vertrauens im deutsch-französischen Vergleich, Berlin, 11-23.
- Pigou, Arthur C., 1978 [1932]: The Economics of Welfare, Reprint der 4. Auflage, London.
- Pirrong, Craig, 2011: The Economics of Central Clearing: Theory and Practice, ISDA Discussion Papers Series, Number One, May 2011, New York.
- Pohl, Manfred, 1986: Entstehung und Entwicklung des Universalbankensystems: Konzentration und Krise als wichtige Faktoren, Frankfurt a. M.

- Polanyi, Karl, 1978: *The Great Transformation: Politische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen*, Wien.
- Popitz, Heinrich, 1992: *Phänomene der Macht*, 2., stark erweiterte Auflage, Tübingen.
- Porter, Michael E., 1976: Please Note Location of Nearest Exit: Exit Barriers and Planning, in: *California Management Review*, 19 (2): 21-33.
- Porter, Michael E., 1979: How competitive forces shape strategy, in: *Harvard Business Review*, 57 (2): 137-145.
- Porter, Michael E., 1996: What is Strategy?, in: *Harvard Business Review*, 74 (6): 61-78.
- Porter, Michael E., 2004 [1980]: *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competition*, New York.
- Porter, Tony, 2003: Technical collaboration and political conflict in the emerging regime for international financial regulation, in: *Review of International Political Economy*, 10 (3): 520-551.
- Porter, Tony, 2014: Technical systems and the architecture of transnational business governance interactions, in: *Regulation & Governance*, 8 (1): 110-125.
- Poscher, Ralf, 2010: Theorie eines Phantoms - Die erfolglose Suche der Prinzipientheorie nach ihrem Gegenstand, in: *Rechtswissenschaft*, 1 (4): 349-372.
- Posner, Paul L., 2002: Accountability Challenge of Third-Party Government, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), *The Tools of Government. A Guide to the New Governance*, Oxford, New York, 523-551.
- Prato, Olivier, 2006: Better capturing risk in the trading book, in: *Banque de France, Financial Stability Review*, 8: 51-61.
- Preiser, Erich, 1970: Der Kapitalbegriff und die Neuere Theorie, in: Ders. (Hrsg.), *Bildung und Verteilung des Volkseinkommens. Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik*, 4. Auflage, Göttingen, 99-123.
- Prokop, Dieter, 2013: *Kritische Soziologie der Wirtschaft: Wie Oligopol-Konzerne, Machtkomplexe und Zockerbanden die Gefühle der Menschen vermarkten und deren Verstand ausschließen*, Marburg.
- Rajan, Raghuram G., 2006: Has Finance Made the World Riskier?, in: *European Financial Management*, 12 (4): 499-533.
- Rajan, Raghuram G., 2009: *Too Systemic to Fail: Consequences, Causes, and Potential Remedies*, Prepared for the Eight BIS Annual Conference on June 25th/26th 2009, Basel.
- Raustiala, Kai, 2002: The Architecture of International Cooperation: Transgovernmental Networks and the Future of International Law, in: *Virginia Journal of International Law*, 43 (1): 1-92.
- Reckers, Hans, 2009: Umsetzung der neuen Eigenkapitalvorschriften "Basel II" in Deutschland, in: Klaus Schäfer/Hans-Peter Burghof/Lutz Johanning/Hannes F. Wagner/Sabine Rodt (Hrsg.), *Risikomanagement und kapitalmarktorientierte Finanzierung*, Festschrift zum 65. Geburtstag von Bernd Rudolph, Frankfurt am Main, 67-80.
- Redlich, Fritz, 1970: The Promissory Note as a Financial and Business Instrument in the Anglo-Saxon World: A Historical Sketch, in: *Revue internationale d'histoire de la banque*, (3): 271-297.
- Reimer, Ekkehart, 2010: Wettbewerb der Steuerrechtsordnungen, in: Hermann-Josef Blanke (Hrsg.), *Dimensionen des Wettbewerbs. Europäische Integration zwischen Eigendynamik und politischer Gestaltung*, Tübingen, 369-391.
- Reinhart, Carmen M./Kenneth S. Rogoff, 2009: *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ.
- Rennison, Joe, 2013: Spot the differentials, in: *Risk magazine*, 26 (2): 23-26.
- Repullo, Rafael/Jesús Saurino, 2011: *The Countercyclical Capital Buffer of Basel III: A Critical Assessment*, ECEMFI Working Paper No. 1102, Madrid.

- Reutter, Werner, 2010: Demokratie im Bundesstaat. Zum Verhältnis zweier verfassungsrechtlicher Strukturprinzipien, in: Zeitschrift für Politikwissenschaft, 20 (2): 123-148.
- Ribstein, Larry E., 2010: The Rise of the Uncorporation, New York.
- Ricks, Morgan, 2010: Regulating Money Creation after the Crisis, in: Harvard Business Law Review, 1 (1): 75-143.
- Ringquist, Evan J./Jeff Worsham/Marc Allen Eisner, 2003: Salience, Complexity, and the Legislative Direction of Regulatory Bureaucracies, in: Journal of Public Administration Research and Theory, 13 (2): 141-164.
- Ritter, Ernst-Hasso, 1979: Der kooperative Staat. Bemerkungen zum Verhältnis von Staat und Wirtschaft, in: Archiv des öffentlichen Rechts (AöR), 104: 389-413.
- Rocheftort, David A./Roger W. Cobb, 1994: Problem Definition: An Emerging Perspective, in: David A. Rocheftort/Roger W. Cobb (Hrsg.), Politics of Problem Definition: Shaping the Policy Agenda, Lawrence, KS, 1-31.
- Roe, Mark J., 1994: Strong Managers, Weak Owners: the political roots of American corporate finance, Princeton, NJ.
- Roe, Mark J., 2011: The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator, in: Stanford Law Review, 63 (3): 539-590.
- Rosas, Guillermo, 2006: Bagehot or Bailout? An Analysis of Government Responses to Banking Crises, in: American Journal of Political Science, 50 (1): 175-191.
- Rose-Smith, Imogen, 2013: U.S. Banks are getting out of Hedge Funds. Will they return?, Institutional Investor, New York, 7.10.2013. URL: <http://www.institutionalinvestor.com/Article/3263496/US-Banks-Are-Getting-Out-of-Hedge-Funds-Will-They-Return.html#.UluZNhCgmSo> (15.5.2015).
- Röseler, Raimund, 2013: Interview: BaFin-Exekutivdirektor Raimund Röseler: "Künftige Krisen verhindern", in: BaFin Journal, (Mai 2013): 11-12.
- Rostad, Knut, 2010: Strengthen disclosures by limiting their role in the delivery of investment and financial advice, in: Review of Banking and Financial Law, 30 (1): 141-156.
- Roten, Ivan C./Donald J. Mullineaux, 2002: Debt underwriting by commercial bank-affiliated firms and investment banks: More evidence, in: Journal of Banking & Finance, 26 (4): 689-718.
- Rowe, David, 2012: Basel faulty, in: Risk magazine, 25 (12): 68.
- Rowe, David, 2014a: The complexity conundrum, in: Risk magazine, 27 (12): 70.
- Rowe, David, 2014b: Underestimating the risk data challenge, in: Risk magazine, 27 (5): 55.
- Roxburgh, Charles/Susan Lund/John Piotrowski, 2011: Mapping global capital markets 2011, McKinsey Global Institute, New York.
- Rudolph, Bernd, 1991: Das effektive Bankeigenkapital. Zur bankaufsichtlichen Beurteilung von Neubewertungsreserven, Frankfurt a.M.
- Rudolph, Bernd, 2011: Eigenkapitalanforderung in der Bankregulierung, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), 175, 284-318.
- Rügemer, Werner, 2013: Die unterwanderte Demokratie, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, (8): 67-76.
- Rust, John/George Hall, 2003: Middlemen versus Market Makers: A Theory of Competitive Exchange, in: Journal of Political Economy, 111 (2): 353-403.
- Salamon, Lester M., 1981: Rethinking Public Management: Third-Party Government and the Tools of Government Action, in: Public Policy, 29 (1): 255-275.
- Salamon, Lester M., 2002a: The New Governance and the Tolls of Public Action: An Introduction, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), The Tools of Government: A Guide to the New Governance, Oxford, New York, 1-47.

- Salamon, Lester M., 2002b: The Tools Approach and the New Governance: Conclusion and Implications, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), *The Tools of Government. A Guide to the New Governance*, Oxford, New York, 600-610.
- Salamon, Lester M. (Hrsg.), 2002c: *The Tools of Government. A Guide to the New Governance*, Oxford, New York.
- Samuelson, Paul A., 1954: The pure theory of public expenditure, in: *The Review of Economics and Statistics*, 36 (4): 387-389.
- Samuelson, Paul A., 1969: Pure Theory of Public Expenditure and Taxation, in: J. Margolis/H. Guitton (Hrsg.), *Public Economics. An Analysis of Public Production and Consumption and their Relations to the Private Sectors. Proceedings of a Conference held by the International Economic Association*, New York, London, Melbourne, Toronto, 98-123.
- Sanio, Jochen, 2002: Basel II - Revolution im Kreditgewerbe und in der Bankenaufsicht, in: Hans Tietmeyer/Bernd Rolfes (Hrsg.), *Basel II - Das neue Aufsichtsrecht und seine Folgen. Beiträge des Duisburger Banken-Symposiums*, Wiesbaden, 147-158.
- Sarai, David, 2008: US Structural Power and the Internationalization of the US Treasury, in: Leo Panitch/Martijn Konings (Hrsg.), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Houndsmills, UK, New York, 71-89.
- Sawyer, Nick, 2011: New CSA, new challenge, in: *Risk magazine*, 24 (9): 24-27.
- Schäfer, Daniel/Christian Siedenbiedel, 2008: Eine neue Superbank für Deutschland, in: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, Nr. 13, 30.3.2008, 35.
- Schäfer, Hans-Bernd/Claus Ott, 2012: Vertrauensschutz im Recht des Güter- und Leistungsaustauschs, in: Hans-Bernd Schäfer/Claus Ott (Hrsg.), *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts*, Berlin Heidelberg, 557-586.
- Scharpf, Fritz W., 1985: Die Politikverflechtungs-Fälle: Europäische Integration und deutscher Föderalismus im Vergleich, in: *Politische Vierteljahresschrift*, 26 (4): 323-356.
- Scharpf, Fritz W., 2000: Interaktionsformen: Akteurzentrierter Institutionalismus in der Politikforschung, Opladen.
- Scharpf, Fritz W., 2009: Legitimität im europäischen Mehrebenensystem, in: *Leviathan*, 37 (2): 244-280.
- Scharpf, Fritz W./Bernd Reissert/Fritz Schnabel, 1975: Politikverflechtung; Theorie und Empirie des kooperativen Föderalismus in der Bundesrepublik, Kronberg im Taunus.
- Schatz, Heribert, 1973: Auf der Suche nach neuen Problemlösungsstrategien: Die Entwicklung der politischen Planung auf Bundesebene, in: Renate Mayntz/Fritz W. Scharpf (Hrsg.), *Planungsorganisation. Die Diskussion um die Reform von Regierung und Verwaltung des Bundes*, München, 9-67.
- Schenk, Catherine R., 1998: The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955-1963, in: *Explorations in Economic History*, 35 (2): 221-238.
- Schenk, Catherine R., 2002: International Financial Centres, 1958-1971: Competitiveness and Complementarity, in: Stefano Battilossi/Youssef Cassis (Hrsg.), *European banks and the American challenge: competition and cooperation in international banking under Bretton Woods*, Oxford, New York, 74-102.
- Scherer, Frederic M., 1980: *Industrial Market Structure and Economic Performance*, 2. Auflage, Chicago, IL.
- Schildbach, Jan, 2008: Banken in Europa: Die stille (R)evolution, in: *DB Research, EU-Monitor, Finanzmarkt Spezial*, 54 (26.5): 1-32.
- Schildbach, Jan, 2012: Universalbanken: gut für Kunden und Finanzstabilität, *DB Research, Current Issues Global Financial Markets*, Frankfurt a. M.

- Schimank, Uwe, 2010: Handeln und Strukturen. Einführung in die akteurstheoretische Soziologie, 4., völlig überarbeitete Auflage, Weinheim, München.
- Schließmann, Christoph Ph., 2010: Komplexe Systeme brechen wie Glas, in: Die Bank, 2006 (6): 56-59.
- Schmidt-Aßmann, Eberhard, 2006: Die Herausforderung der Verwaltungsrechtswissenschaft durch die Internationalisierung der Verwaltungsbeziehungen, in: Der Staat: Zeitschrift für Staatslehre und Verfassungsgeschichte, 45 (3): 315-338.
- Schmidt, Walter, 2005: Die Messbarkeit von Strategien, in: Claus W. Gerberich (Hrsg.), Praxishandbuch Controlling. Trends, Konzepte, Instrumente, Wiesbaden, 271-308.
- Schmidtchen, Dieter, 2005: Effizienz als Leitbild der Wettbewerbspolitik: Für einen "more economic approach", in: Peter Oberender (Hrsg.), Effizienz und Wettbewerb, Berlin, 9-41.
- Schön, Wolfgang, 2013: § 1 Eigenkapital und Fremdkapital – eine steuerpolitische Analyse, in: Wolfgang Schön (Hrsg.), Eigenkapital und Fremdkapital: Steuerrecht – Gesellschaftsrecht – Rechtsvergleich – Rechtspolitik, Heidelberg, Dordrecht, London, New York, 1-99.
- Schorkopf, Frank, 2012: Finanzkrisen als Herausforderung der internationalen, europäischen und nationalen Rechtssetzung, 2. Bericht, in: Veröffentlichungen der Vereinigung der deutschen Staatsrechtslehrer (VVDStRL), 71 (Grundsatzfragen der Rechtssetzung und Rechtsfindung): 183-225.
- Schröder, Christian, 2011: Das erlaubte Risiko im Bankgeschäft am Beispiel der Pflichtwidrigkeit von ABS-Investitionen im Vorfeld der Finanzkrise, in: Eberhard Kempf/Klaus Lüderssen/Klaus Volk (Hrsg.), Ökonomie versus Recht im Finanzmarkt?, Berlin, Boston, MA, 59-74.
- Schubert, Dirk, 2011: Fair-value accounting for CVA, in: Risk magazine, 24 (1): 111-115.
- Schubert, Klaus/Nils C. Bandelow, 2003: Politikdimension und Fragestellung der Politikfeldanalyse, in: Klaus Schubert/Nils C. Bandelow (Hrsg.), Lehrbuch der Politikfeldanalyse, München, Wien, 1-22.
- Schuermann, Til, 2004: What do we know about Loss Given Default?, in: David Shimko (Hrsg.), Credit Risk Models and Management, 2. Auflage, London, 249-274.
- Schularick, Moritz/Alan M. Taylor, 2012: Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008, in: American Economic Review, 102 (2): 1029-1061.
- Schulte-Mattler, Hermann/Thorsten Manns, 2005: Techniken zur Kreditrisikominderung im Framework von Basel II, in: Axel Becker/Markus Gaulke/Martin Wolf (Hrsg.), Praktiker-Handbuch Basel II. Kreditrisiko, operationelles Risiko, Überwachung, Offenlegung, Köln, 29-61.
- Schulte-Mattler, Hermann/Uwe Traber, 1995: Marktrisiko und Eigenkapital. Bankaufsichtliche Normen für Kredit- und Marktrisiken, Wiesbaden.
- Schumpeter, Joseph A., 1972: Kapitalismus, Sozialismus und Demokratie, 3. Auflage, München.
- Schumpeter, Joseph A., 2010 [1939]: Konjunkturzyklen: eine theoretische, historische und statistische Analyse des kapitalistischen Prozesses, Göttingen.
- Schuppert, Gunnar Folke, 1999: Zur notwendigen Neubestimmung der Staatsaufsicht im verantwortungsteilenden Verwaltungsstaat, in: Gunnar Folke Schuppert (Hrsg.), Jenseits von Privatisierung und «schlankem» Staat: Verantwortungsteilung als Schlüsselbegriff eines sich verändernden Verhältnisses von öffentlichem und privatem Sektor, Baden-Baden, 299-329.
- Schuppert, Gunnar Folke, 2011: Governance und Rechtsetzung: Grundfrage einer modernen Regelungswissenschaft, Baden-Baden.
- Schwarcz, Steven L., 2002: Enron and the use and abuse of Special Purpose Entities in Corporate Structures, in: University of Cincinnati Law Review, 70: 1309-1318.
- Scott, Kenneth E., 1998: Mutual Funds as an Alternative Banking System, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, 154 (1): 86-96.

- Sell, Friedrich L., 2005: Vertrauen und Vertrauenserosion - Ökonomische Funktionen und Effekte, in: Martin Held/Gisela Kubon-Gilke/Richard Storn (Hrsg.), Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik, Band 4: Reputation und Vertrauen, Marburg, 161-184.
- Sennett, Richard, 2009: Die Kultur des neuen Kapitalismus, 4. Auflage, Berlin.
- Shearman&Sterling, 2013: Basel III Framework: the Credit Value Adjustment (CVA) Charge for OTC Derivative Trades, London. URL: <http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2013/11/BaselIIIFrameworkTheCreditValuationAdjustmentCVA-ChargeforOTCDerivativeTradesFIAFR111113.pdf> (15.2.2015).
- Sherif, Nazneen, 2015: Chips off the menu, in: Risk magazine, 28 (1): 12-17.
- Shin, Hyun Song, 2008: Risk and liquidity in a system context, in: Journal of Financial Intermediation, 17 (3): 315-329.
- Shin, Hyun Song, 2009a: Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis, in: Journal of Economic Perspectives, 23 (1): 101-119.
- Shin, Hyun Song, 2009b: Securitisation and Financial Stability*, in: The Economic Journal, 119 (536): 309-332.
- Shin, Hyun Song, 2011: Global Liquidity, Remarks at the IMF conference on "Macro Growth Policies in the Wake of the Crisis", 7.-8.3.2011, Washington, DC.
- Shin, Hyun Song, 2012: Global Banking Glut and Loan Risk Premium, in: IMF Economic Review, 60 (2): 155-192.
- Shin, Hyun Song/Kwanho Shin, 2011: Procyclicality and Monetary Aggregates, NBER Working Paper No. 16836, Cambridge, MA.
- Shirreff, David, 1994: Banks Respond to Basle proposals, in: Euromoney, 297 (January): 12.
- Shleifer, Andrei, 2004: Does Competition Destroy Ethical Behavior?, in: American Economic Review, 94 (2): 414-418.
- Shleifer, Andrei/Robert W. Vishny, 2010: Unstable banking, in: Journal of Financial Economics, 97 (3): 306-318.
- Siedenbiedel, Christian, 2011: Schon wieder wanken die Banken, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung (FAS), 6.3.2011, Nr. 9, 35.
- Simkovic, Michael, 2009: Secret Liens and the Financial Crisis of 2008, in: American Bankruptcy Law Journal, 83: 253-296.
- Simkovic, Michael, 2013: Competition and Crisis in Mortgage Securitization, in: Indiana Law Journal, 88: 213-271.
- Simon, Herbert A., 1946: The Proverbs of Administration, in: Public Administration Review, 6 (1): 53-67.
- Simon, Herbert A., 2000: Bounded rationality in social science: Today and tomorrow, in: Mind & Society, 1 (1): 25-39.
- Singh, Manmohan, 2012: The Economics of Collateral-Chains, in: Banque Stratégie, N° 299 (Januar): 16-17.
- Singh, Manmohan, 2013: The Changing Collateral Space, IMF Working Paper, WP/13/25, Washington, DC.
- Singh, Manmohan/James Aitken, 2009: Deleveraging after Lehman—Evidence from Reduced Rehypothecation, IMF Working Paper, WP/09/42, New York.
- Singh, Manmohan/Peter Stella, 2012: Money and Collateral, IMF Working Paper, New York.
- Sinkey, Jr., Joseph F., 2002: Commercial Bank Financial Management in the Financial Service Industry, 6. Auflage, Upper Saddle River, NJ.

- Sinn, Hans-Werner, 2004: The New Systems Competition, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 5 (1): 23-38.
- Skeel, David A., 2003: Creditors' Ball: The "New" New Corporate Governance in Chapter 11, in: The University of Pennsylvania Law Review, 152 (2): 917-951.
- Skoglund, Jimmy/Doug Vestal/Wei Chen, 2013: Credit valuation adjustment tail risk and the impact of wrong way trades, in: Journal of risk management in financial institutions, 6 (3): 280-310.
- Slaughter, Anne-Marie, 2003: Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy, in: Michigan Journal of International Law, 24 (4): 1041-1075.
- Slaughter, Anne-Marie, 2004: A New World Order, Princeton.
- Smith, Terry, 1992: Accounting for growth: stripping the camouflage from company accounts, London.
- Smyth, Jamie, 2014: Australian banks urged to boost capital holdings, Financial Times, 7.12.2014. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/44012108-7dbf-11e4-bb0a-00144feabdc0.html#axzz3LJtrPOuE> (10.12.2014).
- Sommer, Rainer, 2011: Crash von 2008: Hedge Fonds ruinierten Investmentbanken, Telepolis, 25.8.2011. URL: <http://www.heise.de/tp/blogs/8/150359> (13.8.2013).
- Spat, Chester S., 2012: Complexity of Regulation, in: Harvard Business Law Review Online, 3 (Juni 2012): 1-9.
- Spong, Kenneth/Eric Robbins, 2007: Industrial Loan Companies: A Growing Industry Sparks a Public Policy Debate, in: Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 33 (4): 41-71.
- Spulber, Daniel F., 1998: The Market Makers: How leading companies create and win markets, New York.
- Squire, Richard, 2010: Shareholder Opportunism in a World of Risky Debt, in: Harvard Law Review, 123 (5): 1151-1213.
- Standard&Poors, 2012: Basel 2.5 Increases The Squeeze On Investment Banking Returns, Paris, London, New York, URL: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245334380388> (14.11.2014).
- Stanton, Thomas H., 2002: Loans and Loan Guaranties, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), The Tools of Government. A Guide to the New Governance, Oxford, New York, 381-409.
- Stanton, Thomas H./Ronald C. Moe, 2002: Government Corporations and Government-Sponsored Enterprises, in: Lester M. Salamon (Hrsg.), The Tools of Government. A Guide to the New Governance, Oxford, New York, 80-116.
- Stein, Jeremy C., 2012: Monetary Policy as Financial Stability Regulation, in: The Quarterly Journal of Economics, 127 (1): 57-95.
- Stigler, George J., 1971: The Theory of Economic Regulation, in: The Bell Journal of Economics and Management Science, 2 (1): 3-21.
- Stigum, Marcia, 1983: The Money Market, 2., überarbeitete Auflage, Homewood, IL.
- Stigum, Marcia/Anthony Crescenzi, 2006: Stigum's Money Market, 4. Auflage, New York.
- Stiroh, Kevin J., 2000: How did bank holding companies prosper in the 1990s?, in: Journal of Banking & Finance, 24 (11): 1703-1745.
- Stober, Rolf/Sven Eisenmenger, 2011: Besonderes Wirtschaftsverwaltungsrecht. Gewerbe- und Regulierungsrecht, Produkt- und Subventionsrecht, Stuttgart.
- Stölting, Erhard, 1999: Informelle Machtbildung und Leitideen im institutionellen Wandel, in: Thomas Edeling/Werner Jann/Dieter Wagner (Hrsg.), Institutionenökonomie und Neuer Institutionalismus. Überlegungen zur Organisationstheorie, Opladen, 111-131.

- Story, Louise, 2010: A Secretive Banking Elite Rules Trading in Derivatives, New York Times, 11.12.2010. URL: http://www.nytimes.com/2010/12/12/business/12advantage.html?_r=0 (15.5.2015).
- Stout, Lynn A., 2010: Derivatives and the legal origin of the 2008 crisis, in: Harvard Business Law Review, 1 (1): 1-38.
- Stout, Lynn A., 2012: Uncertainty, dangerous optimism, and speculation: an inquiry into some limits of democratic governance, in: Cornell Law Review, 97 (5): 1177-1212.
- Strahan, Philip E., 2010: Liquidity Production in Twenty-first-century Banking, in: Allen N. Berger/Philip Molyneux/John O. S. Wilson (Hrsg.), The Oxford Handbook of Banking, Oxford, New York, 112-145.
- Streeck, Wolfgang, 2010: Noch so ein Sieg, und wir sind verloren. Der Nationalstaat nach der Finanzkrise, in: Leviathan, 38 (2): 159-173.
- Streeck, Wolfgang/Philippe C. Schmitter, 1985: Community, market, state—and associations?: The prospective contribution of interest governance to social order, in: European Sociological Review, 1 (2): 139-162.
- Streit, Manfred E., 2005: Theorie der Wirtschaftspolitik, 6., durchgesehene und ergänzte Auflage, Stuttgart.
- Ströder, Martin, 2015: Auf der Suche nach der verlorenen Legitimität - Die Legitimitätspolitik der EZB, in: Matthias Lemke/Oliver Schwarz/Toralf Stark/Kristina Weißenbach (Hrsg.), Legitimitätspraxis: Politikwissenschaftliche und soziologische Perspektiven, Wiesbaden, ???
- Strulik, Torsten, 2011: Vertrauen ein Ferment gesellschaftlicher Risikoproduktion, in: Erwägen Wissen Ethik, 22 (2): 239-251.
- Stucke, Maurice E., 2011: Reconsidering Competition, in: Mississippi Law Journal, 81 (2): 107-188.
- Stucke, Maurice E., 2012: What is competition?, in: Daniel Zimmer (Hrsg.), The Goals of Competition Law, Cheltenham, UK, Northampton, MA, 27-52.
- Stucke, Maurice E., 2013: Is competition always good?, in: Journal of Antitrust Enforcement, 1 (1): 162-197.
- Stulz, René M., 2004: Should we fear Derivatives, in: Journal of Economic Perspectives, 18 (3): 173-192.
- Stulz, René M., 2010: Credit Default Swaps and the Credit Crisis, in: The Journal of Economic Perspectives, 24 (1): 73-92.
- Swoboda, Peter, 1985: Die Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht, in: Sparkassen Forschungsinstitut (Hrsg.), Die Abgrenzung von Eigenkapital und Fremdkapital, Wien, 42-63.
- Sydow, Jörg, 1999: Quo Vadis Transaktionskostentheorie?, in: Thomas Edeling/Werner Jann/Dieter Wagner (Hrsg.), Institutionenökonomie und Neuer Institutionalismus. Überlegungen zur Organisationstheorie, Opladen, 165-176.
- Sykes, Edward I., 1986: The Law of Securities, 4. Auflage, Sydney.
- Sylla, Richard, 1969: Federal Policy, Banking Market Structure, and Capital Mobilization in the United States, 1863-1913, in: The Journal of Economic History, 29 (4): 657-686.
- Sylla, Richard, 1985: Early American Banking: The Significance of the Corporate Form, in: Business History, 14 (2): 105-124.
- Sylla, Richard, 2002a: A Historical Primer on the Business of Credit Rating, in: Richard M. Levich/Giovanni Majnoni/Carmen M. Reinhart (Hrsg.), Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System, Boston, Dordrecht, London, 19-40.

- Sylla, Richard, 2002b: United States Banks and Europe: Strategy and Attitudes, in: Stefano Battilossi/Youssef Cassis (Hrsg.), *European banks and the American challenge: competition and cooperation in international banking under Bretton Woods*, Oxford, New York, 53-73.
- Tagliani, Matthew, 2012: The Origins and Evolution of Delta-One, in: *Journal of Indexes Europe*, 2 (6): 8-17.
- Taleb, Nassim Nicholas, 2010: *The black swan : the impact of the highly improbable*, 2. Auflage, New York.
- Tamaki, Norio, 1990: The Yokohama Specie Bank: a multinational in the Japanese interest 1879-1931, in: Geoffrey Jones (Hrsg.), *Banks as multinationals*, London, New York, 191-216.
- Tarbert, Heath Price 2001: Rethinking Capital Adequacy: The Basle Accord and the New Framework, in: *The Business Lawyer*, 56 (2): 767-836.
- Tarullo, Daniel K., 2006: *New Basel Capital accord: Hearing before the S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 109th Cong., Washington, DC.*
- Tarullo, Daniel K., 2008: *Banking on Basel. The Future of International Financial Regulation*, Washington, DC.
- Tarullo, Daniel K., 2014: *Rethinking the Aims of Prudential Regulation*, Speech by Governor Daniel K. Tarullo at the Federal Reserve Bank of Chicago Bank Structure Conference, 8.5.2014 Chicago, Illinois.
- Teplin, Albert M./Andrew M. Tyler, 2001: The U.S. Flow of Funds Accounts and Their Uses, in: *Federal Reserve Bulletin*, (July): 431-441.
- Tett, Gillian, 2009a: *Fool's Gold. How unrestrained Greed Corrupted a Dream, Shattered Global Markets and Unleashed a Catastrophe*, London.
- Tett, Gillian, 2009b: What bankers can learn from Chelsea football club, in: *Financial Times*, Edition 37, 103, 11.9.2009, 34.
- Teubner, Gunther, 1993: The "State" of Private Networks: The Emerging Legal Regime of Polycorporatism in Germany, in: *BYU Law Review*, 1993 (2): 553-575.
- The-Asian-Banker, 2014: *Banks' business models will change, Response to BCBS' Consultation Paper on the Fundamental Review of Trading Book*, Singapore.
- Thiemann, Matthias, 2014: In the Shadow of Basel: How Competitive Politics Bred the Crisis, in: *Review of International Political Economy*, 21 (6): 1203-1239.
- Tietje, Christian, 2013: *Architektur der Weltfinanzordnung*, in: *Beiträge zum transnationalen Wirtschaftsrecht*, Heft 109: 4-44.
- Tilly, Richard, 1998: *Universal Banking in Historical Perspective*, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154 (1): 7-43.
- Tilly, Richard H., 1989: *Banking Institutions in Historical and Comparative Perspective: Germany, Great Britain and the United States in the Nineteenth and Early Twentieth Century*, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 145, 189-209.
- Tirole, Jean, 1999: *Industrieökonomik*, 2. Auflage, München.
- Todd, Richard M., 2001: *Interbank Settlement and the Emergence of Central Banks*, 2000 Annual Report, Federal Reserve Bank of Minneapolis, The Region, April 2001. URL: http://www.minneapolisfed.org/research/pub_display.cfm?id=3454 (30.10.2013).
- Tolksdorf, Michael, 1971: *Ruinöser Wettbewerb: Ein Beitrag zur Phänomenologie und wettbewerbspolitischen Behandlung einer marktwirtschaftlichen Fehlentwicklung*, Berlin.
- Töller, Annette E., 2008: *Kooperation im Schatten der Hierarchie. Dilemmata des Verhandeln zwischen Staat und Wirtschaft*, in: Gunnar Folke Schuppert/Michael Zürn (Hrsg.), *Governance in einer sich wandelnden Welt*, PVS-Sonderheft 41, Wiesbaden, 282-312.

- Traber, Martin A., 1969: Legislative History of the 1960 Bank Merger Act and its 1966 Amendment: Judicial Misuse and a Suggested Approach, in: *Indiana Law Journal*, 44 (4): 596-623.
- Treacy, William F./Mark S. Carey, 1998: Credit Risk Rating at Large U.S. Banks, in: *Federal Reserve Bulletin*, (November 1998): 897-921.
- Tregenna, Fiona, 2009: The fat years: the structure and profitability of the US banking sector in the pre-crisis period, in: *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4): 609-632.
- Trott, Anselm S./Hans Geiger, 2006: Integrierte Finanzmarktaufsicht im internationalen Vergleich, Working Paper, Universität Zürich, Institut für Schweizerisches Bankwesen, No. 42, Zürich.
- Trute, Hans-Heinrich, 1999: Verantwortungsteilung als Schlüsselbegriff eines sich verändernden Verhältnisses von öffentlichem und privatem Sektor, in: Gunnar Folke Schuppert (Hrsg.), *Jenseits von Privatisierung und "schlankem" Staat. Verantwortungsteilung als Schlüsselbegriff eines sich verändernden Verhältnisses von öffentlichem und privatem Sektor*, Baden-Baden, 13-46.
- Tsingou, Eleni, 2008: Transnational private governance and the Basel process: banking regulation and supervision, private interest and Basel II, in: Jean-Christophe Graz/Andreas Nölke (Hrsg.), *Transnational Private Governance and its Limits*, London, New York, 58-68.
- Turner, Adair, 2009: *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, London.
- Turner, Adair, 2010a: Banks are different: should accounting reflect that fact?, Speech at the Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), 21.1.2010, London.
- Turner, Adair, 2010b: What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?, in: Adair Turner/Andrew Haldane/Paul Woolley/Sushil Wadhvani/Charles Goodhart/Andrew Smithers/Andrew Large/John Kay/Martin Wolf/Peter Boone/Simon Johnson/Richard Layard (Hrsg.), *The Future of Finance: The LSE Report*, London, 5-86.
- Turner, Adair, 2011: *Leverage, Maturity Transformation and Financial Stability: Challenges Beyond Basel III*, Speech at Cass Business School, 16.3.2011, London.
- Undritz, Sven-Holger, 2010: Restrukturierung in der Insolvenz, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 39 (2-3): 201-217.
- US-Senat, 2008: Testimony of Michael W. Masters before the Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, 20.5.2008, Washington, DC.
- Useem, Michael, 1996: *Investor capitalism: how money managers are changing the face of corporate America*, New York.
- Utzerath, Dennis, 2010: *Eigenkapitalregulierung und prozyklisches Bankverhalten*, Köln.
- van Aaken, Anne 2007: Transnationales Kooperationsrecht nationaler Aufsichtsbehörden als Antwort auf die Herausforderung globalisierter Finanzmärkte, in: Christoph Möllers/Andreas Voßkuhle/Christian Walter (Hrsg.), *Internationales Verwaltungsrecht. Eine Analyse anhand von Referenzgebieten*, Tübingen, 219-257.
- Vanberg, Viktor J., 2005: Auch Staaten tut der Wettbewerb gut: Eine Replik auf Paul Kirchhof, in: *ORDO - Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 56: 47-53.
- Veil, Michael, 2001: Internationalisierungsstrategien im Transaction Banking, in: *Die Bank*, 2001 (11): 770-776.
- Viljanen, Mika, 2013: Strategic change in Basel? CVA and the emergence of an interventionist BCBS, Preliminary article draft, University of Turku. URL: http://www.academia.edu/8314531/Strategic_change_in_Basel_CVA_and_the_emergence_of_an_interventionist_BCBS (24.11.2014).
- Viscusi, W. Kip/Joseph E. Harrington Jr./John M. Vernon, 2005: *Economics of Regulation and Antitrust*, 4. Auflage, Cambridge, MA, London.
- Vitols, Sigurt, 2005: Changes in Germany's Bank-Based Financial System: implications for corporate governance, in: ... 13 (3): 386-396.

- Voigt, Rüdiger, 1983: *Gegentendenzen zur Verrechtlichung*, in: Rüdiger Voigt (Hrsg.), *Gegentendenzen zur Verrechtlichung, Jahrbuch für Rechtssoziologie und Rechtstheorie, Band 9*, Opladen, 17-41.
- von Beyme, Klaus, 2006: *Die politischen Theorien der Gegenwart. Eine Einführung*, 8. Auflage, Wiesbaden.
- von Beyme, Klaus, 2007: *Theorie der Politik im 20. Jahrhundert. Von der Moderne zur Postmoderne*, erweiterte Ausgabe, Frankfurt a. M.
- von Suntum, Ulrich/Tobias Böhm/Jens Oelgemöller/Cordelius Ilgmann, 2011: *Die Bedeutung von Walter Euckens Grundsätzen für die Wirtschaftspolitik von heute*, in: Theresia Theurl (Hrsg.), *Empirische Institutionenökonomik: Konzeptionelle Frage und Anwendungen*, Berlin, 21-43.
- Voßkuhle, Andreas, 2012: § 1 *Neue Verwaltungsrechtswissenschaft*, in: Wolfgang Hoffmann-Riem/Eberhard Schmidt-Aßmann/Andreas Voßkuhle (Hrsg.), *Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band 1, Methoden - Maßstäbe - Aufgaben - Organisation*, 2. Auflage, München, 1-63.
- VVDStRL (Hrsg.), 2010: *Gemeinwohl durch Wettbewerb?*, VVDStRL 69, Berlin, New York.
- Waarden, Frans van, 2012: *The Governance of Markets: On Generating Trust in Transactions*, in: David Levi-Faur (Hrsg.), *Oxford Handbook of Governance*, Oxford, New York, 355-371.
- Wallison, Peter J/Charles W Calomiris, 2009: *The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac*, in: *Journal of Structured Finance*, 15 (1): 71-80.
- Walter, Bernd Lorenz, 2010: *Verantwortliche Unternehmensführung überzeugend kommunizieren. Strategien für mehr Transparenz und Glaubwürdigkeit*, Wiesbaden.
- Watt, Michael, 2012a: *Credible Capital*, in: *Risk magazine*, 25 (4): 35-39.
- Watt, Michael, 2012b: *How Basel 2.5 beached the London whale*, in: *Risk magazine*, 25 (10): 23-26.
- Watt, Michael, 2013a: *Another RWA, another dollar*, in: *Risk magazine*, 26 (3): 28-30.
- Watt, Michael, 2013b: *Basel III blues*, in: *Risk magazine*, 26 (2): 19-22.
- Watt, Michael, 2013c: *Mending the RWA machine*, in: *Risk magazine*, 26 (1): 17-20.
- Weimer, David L./Aidan R. Vining, 1999: *Policy analysis: concepts and practice*, 3. Auflage, Upper Saddle River, NJ.
- Weimer, David L./Aidan R. Vining, 2011: *Policy-Analysis: Concepts and Practice*, 5. Auflage, Boston.
- Weiss, David M., 2006: *After the trade is made: processing securities transactions*, 2., überarbeitete Auflage, London.
- Weizsäcker, C. C. von, 1982: *Staatliche Regulierung - positive und normative Theorie* in: *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 118 (3): 325-343.
- Wellink, Nout, 2010: *Mitigating systemic risk in OTC derivatives markets*, in: *Banque de France, Financial Stability Review*, 14: 131-135.
- Wendt, Froukelien, 2015: *Central Counterparties: Addressing their Too Important to Fail Nature*, IMF Working Paper, WP/15/21, Washington, DC.
- Wetzel, Katharina, 2015: *Was für ein Montag*, in: *Süddeutsche Zeitung*, 5.11.2015, Nr. 255, 25.
- White, Eugene N., 1982: *The Political Economy of Banking Regulation, 1864-1933*, in: *The Journal of Economic History*, 42 (01): 33-40.
- White, Eugene N., 1984: *Banking Innovation in the 1920's: The Growth of National Banks' Financial Services*, in: *Business and Economic History*, 13 (1): 92-104.
- White, Eugene N., 1986: *Before the Glass-Steagall Act: An analysis of the investment banking activities of national banks*, in: *Explorations in Economic History*, 23 (1): 33-55.

- White, Eugene Nelson, 1985: The Merger Movement in Banking, 1919–1933, in: *The Journal of Economic History*, 45 (02): 285-291.
- Whitehouse, Mark, 2013: Too-Big-to-Fail Myths, Goldman Sachs Edition, Bloomberg.com, 28.5.2013. URL: www.bloomberg.com/news/print/2013-05-28/too-big-to-fail-myths-goldman-sachs-edition.html (28.5.2013).
- Wiedemann, Herbert, 1993: Eigenkapital und Fremdkapital. Eine gesellschaftsrechtliche Zwischenbilanz, in: Heinrich Beisse/Marcus Lutter/Heribald Nürger (Hrsg.), *Festschrift für Karl Beusch zum 68. Geburtstag am 31. Oktober 1993*, Berlin, New York, 894-913.
- William K. Sjostrum, Jr., 2009: The AIG Bailout, in: *Washington & Lee Law Review*, 66 (3): 943-991.
- Williams, Karel, 2000: From shareholder value to present-day capitalism, in: *Economy and Society*, 29 (1): 1-12.
- Williamson, Oliver E., 1983: *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, London.
- Willke, Hellmut, 1992: *Ironie des Staates: Grundlinien einer Staatstheorie polyzentrischer Gesellschaft*, Frankfurt a. M.
- Wilmarth, Arthur E., 2002: The Transformation of the U.S. Financial Service Industry, 1975-2000: Competition, Consolidation, and increased Risks, in: *University of Illinois Law Review*, 2002 (2): 215-476.
- Wilmarth, Arthur E., 2009: The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis, in: *Connecticut Law Review*, 41 (4): 963-1050.
- Wobbe, Theresa, 2010: Die "Wettbewerbsfähigkeit" als Selbstbeschreibung und Identitätsformel der Europäischen Union, in: Hermann-Josef Blanke/Arno Scherzberg/Gerhard Wegner (Hrsg.), *Dimensionen des Wettbewerbs. Europäische integration zwischen Eigendynamik und politischer Gestaltung*, Tübingen, 109-125.
- Wojnilower, Albert M., 1987: Financial Change in the United States, in: Marcello De Cecco (Hrsg.), *Changing money: financial innovation in developed countries*, Florenz, Oxford, New York, 10-27.
- Wojnilower, Albert M., 2000: Life Without Treasury Securities, in: *Business Economics*, (Oktober): 10-15.
- Wolcott, Rachel 2011: Taking on trading desk risk: the lessons of UBS and MF Global, Reuters.com, 22.11.2011. URL: <http://blogs.reuters.com/financial-regulatory-forum/2011/11/22/taking-on-trading-desk-risk-the-lessons-of-ubs-and-mf-global/> (4.12.2014).
- Wolf, Martin, 2005: Basel II - ein Überblick, in: Axel Becker/Markus Gaulke/Martin Wolf (Hrsg.), *Praktiker-Handbuch Basel II. Kreditrisiko, operationelles Risiko, Überwachung, Offenlegung*, Köln, 3-25.
- Woll, Cornelia, 2008: *Firm Interests: How Governments shape Business Lobbying on Global Trade*, Ithaca, London.
- Woll, Cornelia/Sophie Jacquot, 2010: Using Europe: Strategic action in multi-level politics, in: *Comp Eur Polit*, 8 (1): 110-126.
- Wood, Duncan, 2005: *Governing Global Banking: The Basel Committee and the Politics of Financial Globalisation*, Aldershot, UK.
- Wood, Duncan, 2009: Basel Committee looks at tier-one capital quality, in: *Risk magazine*, 22 (3): 9.
- Wood, Duncan, 2012: "We're placing far too much reliance on the RWA calculation process", in: *Risk magazine*, 25 (4): 34.
- Wood, Duncan, 2013: JP Morgan manipulated VAR and CRM models at London Whale Unit - Senate Report, in: *Risk magazine*, 26 (4): 9.

- Wood, Duncan, 2014: Basel will reinforce IRB, not replace it - Byres, in: Risk magazine, 27 (6): 7.
- Worldbank, 2010: Primary Dealer Systems, DRAFT Background Note, Washington, DC.
- Würtenberger, Thomas, 2006: Verfassungsrecht im Wettbewerb, in: Hartmut Bauer/Detlef Czybulka/Wolfgang Kahl/Andreas Vosskuhle (Hrsg.), Wirtschaft im offenen Verfassungsstaat, München, 645-658.
- Wüstemann, Jens, 2011: Eigenkapital im nationalen und internationalen Bilanzrecht: Eine ökonomische Analyse, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR), 175: 210-246.
- Yadav, Yesha, 2013: The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets, in: The Georgetown Law Journal, 101 (2): 387-444.
- Young, Kevin L., 2012: Transnational regulatory capture? An empirical examination of the transnational lobbying of the Basel Committee on Banking Supervision, in: Review of International Political Economy, 19 (4): 663-688.
- Zelmer, Mark, 2013: Simplicity and Supervision: Rules are not enough, Remarks by Deputy Superintendent Mark Zelmer to the RISK USA Conference, 22.10.2013, New York.
- Zero Hedge, 2012: The Historic Inversion in Shadow Banking Is Now Complete, Zero Hedge.com, 9.12.2012. URL: <http://www.zerohedge.com/news/2012-12-09/historic-inversion-shadow-banking-now-complete> (11.5.2015).
- Zobl, Martin/Daniel Thürer/Kern Alexander, 2013: Die Legitimation der G-20, in: Archiv des Völkerrechts, 51 (2): 143-169.
- Zünd, Andreas/Christoph Errass, 2011: Die polizeiliche Generalklausel in der Schweiz, in: Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins, 147 (4): 261-293.
- Zürn, Michael, 2012: Global Governance as Multi-Level Governance, in: David Levi-Faur (Hrsg.), Oxford Handbook of Governance, Oxford, New York, 730-744.
- Zürn, Michael, 2013: Politisierung als Konzept der internationalen Beziehungen, in: Michael Zürn/Matthias Ecker-Ehrhardt (Hrsg.), Die Politisierung der Weltpolitik: Umkämpfte internationale Organisationen, Berlin, 7-35.
- Zürn, Michael/Matthias Ecker-Ehrhardt (Hrsg.), 2013: Politisierung der Weltpolitik: Umkämpfte internationale Organisationen, Berlin.