

## 1. Finanzmärkte

### 1.1 Globale Finanzmärkte zwischen Effizienz und Krisen

Funktionierende Finanzmärkte leisten einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen und sozialen Entwicklung. Sie unterstützen auf der einen Seite die Finanzierung von privaten und öffentlichen Investitionen und auf der anderen Seite die langfristige private Vermögensbildung von Individuen, Haushalten und Unternehmen. Überdies spielen sie eine wesentliche Rolle bei der Entwicklungsfinanzierung in Ländern der Dritten Welt. Damit Finanzmärkte diese wichtigen Funktionen erfüllen können, bedürfen sie – wie andere Märkte auch – einer institutionell gesicherten Regulierung. Dies gilt auch für die Finanzmärkte auf globaler Ebene. Sie bieten eine Reihe von Vorzügen gegenüber national geschlossenen Märkten. Nach verbreiteter Meinung fließen die Kapitalströme, gelenkt durch internationale Unterschiede, zur Verwendung mit größtmöglicher Renditeerwartung. Danach führt Kapitalknappheit wegen hoher Zinsen und folglich ebenso hoher Renditeerwartungen zu Kapitalimport. Die globalisierten Finanzmärkte können zu größerem Wohlstand im Importland und zu einer stärker differenzierten Risikostruktur der Portfolios von Vermögensbesitzern im Kapitalexportland beitragen und mit dieser Wirkung gegenüber nationalen Finanzmärkten von Vorteil sein.

Allerdings können diese Chancen nur unter speziellen Bedingungen wirksam werden. Zum Beispiel müssen die so genannten „Transaktionskosten“, vor allem die Kosten der Beschaffung von Informationen (Herausfinden des günstigsten Kreditangebots, Überprüfung der Kreditwürdigkeit von Kreditnehmern etc.) berücksichtigt werden. Besonders wichtig ist es auch zu berücksichtigen, dass die Wettbewerbsfähigkeit einer regionalen oder nationalen Ökonomie, die eine Bedingung für ordentlichen Schuldendienst von Kreditnehmern ist, nicht schon durch Kapitalimport im Zuge einer Politik der Liberalisierung des Kapitalverkehrs („Capital Account Liberalization“) verbessert wird. Für die Wettbewerbsfähigkeit von „Standorten“ sind die infrastrukturelle Ausstattung, die Qualität des Humankapitals, die administrative Kompetenz, die rechtlichen Rahmenbedingungen etc. ausschlaggebend – und sie begrenzen die „Absorptionsfähigkeit“ eines Landes für ausländisches Kapital. Denn Anleger von Kapital erwarten die Bedienung ihrer Anlagen. Diese aber ist abhängig von der Fähigkeit der Erwirtschaftung von Devisen. Devisen kommen jedoch nur herein (von Kapitalimporten oder Leistungen internationaler Institutionen abgesehen), wenn ein Exportüberschuss erzielt werden kann. Die Funktionsweise der Finanzmärkte und ihre Wirkung auf den Wohlstand von Nationen hängen also von realökonomischen und sozialen Bedingungen ab.

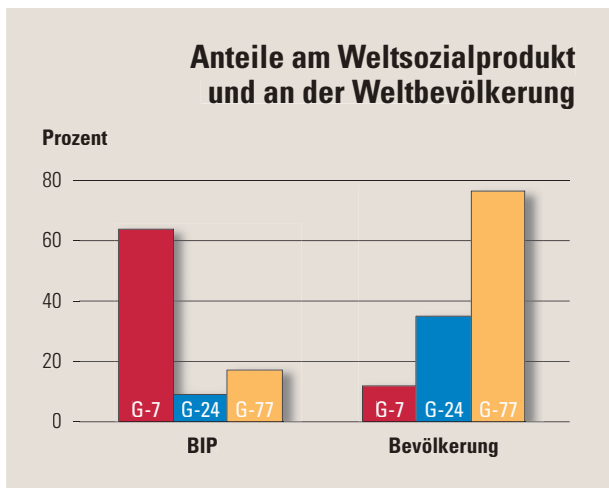
Auch die Transparenz des jeweiligen nationalen Finanzsystems, die Befolgung internationaler Standards und eine effiziente Aufsicht über Banken und Wertpapiermärkte sind von Bedeutung, um Fehleinschätzungen und die leichtfertige Nicht-Beachtung von Risiken („moral hazard-Probleme“) und unvorsichtiges Verhalten („non-prudential-Verhalten“) zu vermeiden. Diese Bedingungen wachsen nicht

selbstverständlich mit der finanziellen Öffnung eines Landes; dies haben die Krisen in Mexiko, Asien, Russland, Brasilien oder in der Türkei gelehrt. In keinem Jahrzehnt nach dem Zweiten Weltkrieg hat es so viele Finanzkrisen wie in den 90er Jahren des 20. Jahrhunderts gegeben, von deren negativen Folgen auch solche Entwicklungsländer betroffen waren, die in den Jahren zuvor als Musterländer („Schwellenländer“, „dynamische asiatische Wirtschaften“, Tigerökonomien“) galten. Die Finanzkrisen haben „das Risiko (deutlich werden lassen), dass Länder, die im Prinzip eine vernünftige Wirtschaftspolitik betreiben, ohne eigenes Zutun in den Sog von Währungskrisen geraten“ (IfW 2000: 25). Insofern befürworten auch – wie das IfW, das ansonsten eindeutig für Freihandel und freien Kapitalverkehr eintritt, feststellt – „die meisten Ökonomen eine vorbeugende Regelung des Kapitalzuflusses“ (Diehl, Nunnenkamp 2001: 17). Auch der IWF erklärt, dass Länder mit gering entwickelten Finanzsystemen kurzfristige Kapitalzuflüsse beschränken sollten (Boorman u. a. 2000: 60). „Bei der Einbindung in den internationalen Kapitalverkehr bietet sich also ein schrittweises Vorgehen an“ (Diehl, Nunnenkamp 2001: II). Es ist erst dann sinnvoll, den „Kapitalverkehr (...) umfassend zu liberalisieren, wenn das inländische Finanzsystem hinreichend stark reformiert worden ist. Eine (zu) schnelle Öffnung für ausländischen Wettbewerb könnte andernfalls zu Konkursen inländischer Banken führen und Anreize erhöhen, risikoreiche Kredite zu vergeben“ (IfW 2000: 20). Negative Effekte können sich auch dann ergeben, wenn ein Land bei liberalisiertem Kapitalverkehr die Attraktivität des Finanzplatzes durch vergleichsweise niedrige Steuersätze zu steigern versucht. Dann kann es geschehen, dass die Mittel für langfristig wirksame öffentliche Investitionen geschmälert werden. Doch ist auch ein gut ausgebautes und reguliertes Finanzsystem vor Finanzkrisen nicht gefeit, wie die Ereignisse 1987 in New York, 1992/93 in der EU und die gegenwärtige Entwicklung zeigen.

Die Zunahme des Umfangs und der Geschwindigkeit der Geschäftstätigkeit von Finanzunternehmen ist bisher überwiegend durch zunehmenden Angebotsdruck flüssiger Mittel verursacht worden. Private Kapitalströme dominieren heute die internationalen Finanztransfers, und sie sind hoch konzentriert. Etwa 75 Prozent des Kapitals fließen in nur 12 Länder. 140 Länder erhalten demgegenüber ganze 5 Prozent, nach Schwarzafrika gelangen 1 Prozent (Mathieson, Schinasi 2000: 54f.). Damit hat sich die Polarisierung zwischen den Ländern auch im „Süden“ vergrößert. Insbesondere mit der wachsenden Rolle der institutionellen Investoren haben Renditeinteressen an Einfluss gewonnen. Die Finanzmärkte müssen also im Kontext der ökonomischen Struktur, der sozialen Kohäsion und der politisch-administrativen Kompetenz von Ländern mit Kapitalimport sowie im Kontext von Regeln der globalen Finanzmärkte („Finanzarchitektur“) betrachtet werden. Sonst ist trotz der Effizienzgewinne nicht auszuschließen, dass die Instabilitäten und Krisentendenzen auf globalen Finanzmärkten polarisierend wirken und dazu beitragen, die globale „Gerechtigkeitslücke“ (etwa abzulesen an der Verteilung zwischen armen und reichen Nationen) weiter aufzureißen, anstatt sie

zu verkleinern. Dies gilt im Übrigen auch innerhalb einzelner Länder. Die Verteilung hat sich verschlechtert, wie auch der „Arbeitsbericht“ der Bundesregierung aufzeigt.

Abbildung 1.1



Nach: UNDP 1999a: 2

Nach Angaben des United Nations Development Programme (UNDP 1999a: 2) verfügt das reichste Fünftel der Weltbevölkerung über nahezu 90 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts (BIP), während das ärmste Fünftel lediglich über 1 Prozent des BIP verfügt.<sup>1)</sup>

Es gibt daher erheblichen Reformbedarf, damit die potenziell wichtige und nützliche Funktion der Finanzsysteme und Finanzmärkte – als infrastrukturelles öffentliches Gut („public good“) für nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung und zur Minderung der Ungleichheiten – zum Tragen kommen kann. Der ordnungspolitische Rahmen muss weiterentwickelt werden und es gilt, ein fein abgestimmtes Instrumentarium für die unter bestimmten Umständen – darauf kommen wir noch zurück – notwendigen Interventionen in volatile Märkte zu entwickeln.

### 1.2 Die Globalisierung der Finanzmärkte

Die Entwicklung der Finanzmärkte ist seit der Liberalisierung Mitte der 70er Jahre geradezu spektakulär. Dies wird v. a. dann deutlich, wenn sie mit der Entwicklung anderer ökonomischer Größen verglichen wird. Während in den 90er Jahren das Bruttoinlandsprodukt weltweit um etwa 40 Prozent zunahm, haben sich die Direktinvestitionen fast vervierfacht. Die Bestände an Derivaten sind Ende der 90er Jahre sogar 25-mal höher als zu Beginn des Jahrzehnts. Besonders die so genannten „innovativen Finanzinstrumente“ haben zum Wachstum der Umsätze auf den Finanzmärkten beigetragen, wie aus nachfolgender Tabelle hervorgeht.

<sup>1)</sup> Die oben stehende Abbildung zeigt einen ähnlichen Zusammenhang. Daraus ist erkennbar, dass die G7 (etwas mehr als 10 Prozent der Weltbevölkerung) über fast 65 Prozent des BIP verfügen, während die G77 (etwas mehr als 75 Prozent der Weltbevölkerung) nur gut 15 Prozent des BIP kontrollieren.

Tabelle 1.1

### Die Dynamik der weltweiten Finanzmärkte 1990 bis 1999 (Steigerung 1999 gegenüber 1990)

	Gegenstand	Maßstab	Steigerungsfaktor
1	Bruttoinlandsprodukt	Faktorkosten (laufende Preise)	1,4
2	Investitionen		1,3
3	Exporte		1,7
4	Direktinvestitionen (inward + outward) / 2	Stromzahlen	3,7
5		Bestände	2,7
6		Fusionen	4,8
7	Aktien	Marktkapitalisierung Jahresende	3,6
8		Umsätze	6,6
9	Anleihen	Bestände	2,5
10		Umsätze	7,1
11	Derivate	Bestände	17,8
12	– börsengehandelt	Bestände	5,9
13		Umsätze (börslich)	3,1
14	– außerbörslich	Bestände	25,2

Bestände jeweils am Jahresende  
 Quellen: 1–6 UNCTAD 2000: 4  
 7–10 FIBV 1992, 2000  
 11–14 BIZ 2000

Diese rasante Entwicklung wäre ohne die Öffnung der nationalen Finanzmärkte (und ohne die modernen Informations- und Kommunikationstechnologien) nicht möglich gewesen. In den 70er Jahren gingen die Industrieländer bei der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte voran. In den 80er Jahren folgten Entwicklungsländer, die sich in den 70er Jahren zum Teil in hohem Maße gegenüber privaten Kreditgebern verschuldet hatten. Zunächst erfolgte die Kreditaufnahme zu günstigen Zinssätzen, da die Liquidität der internationalen Kreditmärkte infolge des „Recycling der Petrodollar“ (Rückführung der hohen Einnahmen der Erdölproduzenten infolge des „Erdölpreisschocks“ von 1973 ins globale Finanzsystem) und der geringen Kreditnachfrage der Industrieländer, die im gleichen Zeitraum in eine strukturelle wirtschaftliche Krise geraten waren, sehr hoch war.

Ab 1979 aber stiegen die (realen) Zinssätze aus verschiedenen Gründen<sup>2)</sup>, so dass die Belastung mit dem Schuldendienst in die Schuldenkrise der Entwicklungsländer führte. Mexiko machte im August 1982 mit der Einstellung von Zahlungen den Anfang; kurze Zeit später folgten viele andere Entwicklungsländer nach. Die Last des Schuldendienst-

<sup>2)</sup> Mit dieser Frage wird sich die Enquete-Kommission im weiteren Verlauf ihrer Arbeit genauer auseinandersetzen.

tes konnte nicht mehr getragen werden. Nicht nur die hohen Zinssätze waren für die Krise verantwortlich, auch die mangelnden Renditen der mit den externen Krediten finanzierten Projekte unterminierten die Schuldendienstfähigkeit – wenn die externen Mittel nicht sowieso für konsumtive Verwendungen (Luxusimporte, Rüstungsausgaben) oder zur Finanzierung der Kapitalflucht einer besitzenden Schicht (wie vor allem in Mexiko und Argentinien) verwendet worden sind.

Die Politik der Strukturanpassung von Internationalem Währungsfonds und Weltbank war die Antwort. Diese Politik, später als „Konsens von Washington“ bezeichnet (vgl. Kasten 1.4), hat den verschuldeten Ländern die Integration in die Weltwirtschaft, also die Öffnung von bis dahin weitgehend geschlossenen Wirtschaften (und in manchen Fällen auch von Gesellschaften und politischen Systemen) abverlangt. Hinzu kam die Politik der Handelsliberalisierung mit ihren Auswirkungen auf die Finanzmärkte, die von GATT und später WTO, von der OECD und den Regierungen der Industrieländer von den „Partnern“ des Freihandels verlangt worden ist. Kapitalverkehrsbeschränkungen wurden ebenso abgebaut wie Handelshemmnisse auf Güter- und Dienstleistungsmärkten.

Im Zuge des Transformationsprozesses wandelten sich nach 1989 die bis dahin ebenfalls gegenüber dem Weltmarkt weitgehend abgeschotteten Planwirtschaften Mittel- und Osteuropas zu offenen Marktwirtschaften. Seit Beginn der 90er Jahre ist also von globalen Finanzmärkten zu sprechen, zumal die Informations- und Kommunikationstechnologie gerade in jüngster Zeit die Globalisierung der Finanzmärkte unterstützt haben.

Zwar hat die Globalisierung der Wirtschaft eine lange Vorgeschichte. Doch kann mit Fug und Recht gesagt werden, dass seit der Integration Mittel- und Osteuropas „alle Welt“ den gleichen Tendenzen der finanziellen Globalisierung ausgesetzt ist. Allerdings darf dabei nicht übersehen werden, dass die lokalen und nationalen Ausprägungen der Globalisierung sehr verschieden sein können.

### 1.2.1 Neue Akteure und neue Finanzinstrumente auf den Finanzmärkten

#### Finanzinnovationen

Die gestiegene Attraktivität von Anlagen auf Finanzmärkten führt zu jenen Finanzinnovationen, die das globale Finanzsystem seit Mitte der 70er Jahre radikal verändert haben. Wie technische Innovationen folgen auch Finanzinnovationen einer spezifischen „Logik“: Mit ihnen ist es möglich, Kapital mobiler und vielfältiger (hinsichtlich Fristen, Währungen, Laufzeiten, Zinsen etc.) auf den Märkten der Welt anzulegen, zumal die Konvertibilität der Währungen und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs fast alle Beschränkungen seit den späten 50er Jahren nach und nach aufgehoben haben. So ist die Globalisierung der Finanzmärkte extrem befördert worden; es ist daher nicht abwegig, die finanzielle Globalisierung als „politisches Projekt“ (und nicht allein als eine ökonomische Tendenz) zu bezeichnen. Insbesondere fällt die Geschwindigkeit auf, mit der Finanzinnovationen auf den Markt gebracht werden, darunter in erster Linie neue Derivate, und unter diesen insbesondere

die Optionen. Insgesamt nahm der Handel mit Derivaten zwischen 1990 und 1999 um fast das 20fache zu, davon der Börsenhandel etwa um das sechsfache, die außerbörslichen Umsätze um das 25fache (vgl. Tabelle 1.1).

Erleichtert werden die Innovationen durch eine massive Konzentration bei den Banken. Einzelne spektakuläre Großfusionen<sup>3)</sup> verdeutlichen die Tendenz der Zusammenfassung des traditionellen Kreditgeschäfts von Banken, von Versicherungen, der Außenhandelsfinanzierung und des Investmentbanking zu „Allfinanz“-Konzernen.

#### Institutionelle Anleger

Versicherungskonzerne, Investment- und Pensionsfonds – so genannte Institutionelle Anleger (IA) – sind in den 90er Jahren zu entscheidenden Akteuren auf den Finanzmärkten geworden (Deutsche Bundesbank 2001a). Sie verwalteten 1996 bereits ein Vermögen von 21 Billionen US-Dollar – für viele Länder ist das ein erheblicher Teil des gesamten nationalen Sparvermögens der privaten Haushalte. Auch ein großer Anteil des Aktienbesitzes ist von den Haushalten zu den Pensionsfonds übergegangen. Während zum Beispiel in den USA im Jahre 1950 die Haushalte noch 90 Prozent der emittierten amerikanischen Aktien in ihrem Besitz hatten, waren es 1994 nur noch knapp 50 Prozent. Gleichzeitig stieg der Anteil der Aktien, die von Pensions- und Investmentfonds gehalten wurden, von weniger als 1 Prozent auf mehr als 45 Prozent (Clark 2000: 62). Darüber hinaus konzentriert sich das Fondsvermögen in Deutschland auf eine relativ kleine Gruppe institutioneller Anleger: 80 Prozent der von Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland verwalteten Vermögen gehören zu den drei Großbanken Deutsche Bank (etwa 25 Prozent), Dresdner Bank und Commerzbank (jeweils etwa 15 Prozent) sowie den Sparkassen- und Genossenschaftsbankzentralen (ebenso jeweils etwa 15 Prozent).

Die Anlagepolitik der IA ist allerdings noch – teilweise aufgrund regulatorischer Beschränkungen – zumeist national beschränkt. Der Anteil ausländischer Anlagen liegt in den meisten Ländern bei wenig mehr als 10 Prozent. Nur kleine und sehr offene Länder wie die Niederlande machen hier eine Ausnahme. Dort betragen die internationalen Anlagen ca. 60 Prozent des jeweiligen Gesamtvermögens (BIZ 1998: 100). Die Anlagestrategien der Pensions- und Investmentfonds, besonders aber der Hedge-Fonds (siehe Kasten 1.1) haben sich in den vergangenen Jahren stärker internationalisiert. Für (nationale) Kapitalmärkte kleinerer Länder haben auch vergleichsweise geringe Anteile internationaler Investitionen ein außerordentlich großes Gewicht. Die Fonds waren an der „finanziellen Invasion“ der lateinamerikanischen und asiatischen „emerging markets“ führend beteiligt, und sie waren die ersten, die bei leisen Anzeichen der Krise aus den Märkten geflohen sind. Überdies verhindert der (noch) geringe Internationalisierungsgrad der Anlagen nicht, dass die institutionellen Anleger ihren Entscheidungen einheitliche internationale Standards, „benchmarks“,

<sup>3)</sup> In Deutschland z. B. die Bildung der HypoVereinsbank, die Fusion von Dresdner Bank und Allianz, in der Schweiz die Bildung der UBS, in Japan die Fusionen von Dai-ichi Kangyo Bank, Fuji Bank und der Industrial Bank of Japan, von Sumitomo Bank und Sakura Bank sowie von Tokai Bank, Asahi Bank und Sanwa Bank oder die Fusion von Deutsche Bank und Bankers Trust.

d. h. Mindestrenditeansprüche, zugrunde legen. Dabei dienen die Renditen von Staatsanleihen der entwickelten OECD-Länder als Orientierung. Eine besondere Rolle übernehmen in diesem Zusammenhang die Rating-Agenturen. Ihre Einschätzungen sind in der Regel an Risiko und Rendite für potentielle Anleger orientiert; die Kosten des Rating sowie die Konsequenzen des möglichen „downgrading“ (wie umgekehrt die Entlastungen durch ein ebenfalls mögliches „upgrading“) haben die Schuldner zu tragen.

Die den IA zugeschriebene Qualität als Vermögensanlageinstrument der „kleinen Leute“ muss zumindest für die Bundesrepublik Deutschland in doppelter Hinsicht relativiert werden. Zum einen haben die nur wenigen Großanleger offenstehenden Spezialfonds mittlerweile die Publikumsfonds im Anlagevolumen deutlich übertroffen. Auch an Hedge-Fonds können sich nur vermögende Anleger mit hohen Einlagen beteiligen. Sie sind hoch spekulativ, und sie haben eine sehr große Hebelwirkung (siehe Kasten 1.1). Mit vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz, der obendrein oft kreditfinanziert ist, können große Marktbewegungen ausgelöst werden. Bei dem Beinahe-Zusammenbruch des LTCM im September 1998 ist offenbar geworden, dass spekulative Fonds die Stabilität des Finanzsystems insgesamt unterminieren können und somit ein Systemrisiko darstellen. Daher gibt es von Seiten des Financial Stability Forum (FSF) Vorschläge zur Kontrolle der Fonds mit großer Hebelwirkung.

#### Kasten 1.1 Hedge Fonds

Bei so genannten Hedge Fonds bzw. „Fonds mit großer Hebelwirkung“ („High Leveraged Institutional Investors“) handelt es sich um Personengesellschaften, deren Teilhaber (häufig institutionelle Investoren wie Investment Fonds, Versicherungen, Universitätsstiftungen etc.) in der Regel mit hohem Investitionsvolumen (mehrere Millionen US\$) spekulieren.

Hedge Fonds gibt es schon seit den 40er Jahren. Aber erst seit der finanziellen Liberalisierung und Globalisierung hat ihre Zahl beträchtlich zugenommen, und zwar nach Angaben des IWF (Eichengreen, Mathieson 1998: 7) auf der Grundlage von Daten der Managed Account Reports<sup>4)</sup> von nur einem Fonds 1980 auf 1 115 im Jahre 1997. Der Managed Account Report benutzt eine sehr enge Definition von Hedge Fonds, und daher gehen andere Schätzungen von einer Zahl von 6 000 weltweit aus. Insgesamt dürften Hedge Fonds Kapital in der Größenordnung von 300 Mrd. US\$ verwalten.<sup>5)</sup> Dieser Betrag wird aber in den Anlagestrategien infolge der Hebelwirkung vervielfacht.

Im Falle des LTCM Hedge Fonds sind 1998 auf der Basis von ca. 5 Mrd. US\$ Eigenkapital 120 Mrd. US\$ Kredite aufgenommen worden. Damit sind in bilanzunwirksamen Geschäften Derivate gekauft worden, die einen Nennwert von etwa 1 300 Mrd. US\$ verkörpert haben (Eichengreen, Mathieson 1998: 14).

<sup>4)</sup> Managed Account Reports LLC, 220 Fifth Ave 19th Floor New York NY 10001-7781, <http://www.marhedge.com>

<sup>5)</sup> Von diesen Zahlen geht Martin W. Hüfner, Chefvolkswirt der HypoVereinsbank, in einem Vortrag zu dem Workshop der SPD-Fraktion am 18. Mai 2000 in Berlin aus.

Etwa die Hälfte der 1 115 Hedge Fonds (569) hat den Sitz in den USA, die andere Hälfte operiert von karibischen Offshore-Finanzzentren aus. In Europa oder Asien sind sehr wenige Fonds beheimatet.

Hedge Fonds werden nach den vorwiegenden Investment-Stilen und -Strategien unterschieden:

- **Makro Fonds** legen das Kapital ihrer Teilhaber weltweit an. Sie orientieren sich dabei an makroökonomischen Größen wie Aktien- und Wechselkursen sowie Zinssätzen;
- **Globale Fonds** operieren in spezifischen Regionen der Welt, etwa in „emerging markets“. Sie orientieren sich nicht nur an Makrodaten wie die Makro Fonds, sondern „they pick stocks in individual markets“ (Eichengreen, Mathieson 1999: 3);
- **Long only Fonds** beschränken sich auf den Kauf von ihnen unterbewertet erscheinenden Wertpapieren. Sie nutzen die Hebelwirkung und Prämien für das Management wie andere Hedge Fonds auch;
- **Short only Fonds** konzentrieren sich auf den Verkauf von überbewerteten Wertpapieren. Sie verschaffen sich Papiere von Maklern, die sie verkaufen in der Hoffnung, mit dem Erlös die Papiere zurückkaufen und an den Makler zurückgeben zu können;
- **Marktneutrale Fonds** versuchen, das Marktrisiko zu minimieren, indem sie Gegengeschäfte machen (short- und long-Positionen);
- **Sektorspezifische Fonds** spezialisieren sich auf Papiere verschiedener Branchen vom Gesundheitssystem über Finanzdienstleistungen zu Öl und Gas (Eichengreen, Mathieson 1999: 3);
- **Event-driven Fonds** spekulieren auf Sonderereignisse wie Unternehmenszusammenbrüche, Katastrophen;
- **Fonds of Fonds** sind Hedge Fonds, die in andere Hedge Fonds investieren.

Hedge Fonds sind attraktiv wegen der hohen Rendite, die sie für Personen erwirtschaften, die über sehr hohe Vermögen verfügen. Sie sind risikoreich für das internationale Finanzsystem, wie der Beinahe-Kollaps des LTCM 1998 gezeigt hat. Infolge der Krise in Asien und dann in Russland hat der LTCM Fonds an die 90 Prozent des Eigenkapitals verloren. Die Krise des LTCM hätte auf die Kreditgeber überspringen können. Andere Fonds wären ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen worden. Die Lösung war eine Finanzspritze der beteiligten Banken und institutionellen Investoren in Höhe von 3,6 Mrd. US\$ auf Initiative der Federal Reserve Bank of New York. Der Fonds konnte so gerettet und das „Systemrisiko“ vermieden werden. Der Schock in der Finanzwelt saß aber tief, und so ist es zu erklären, dass sich das FSF der Frage der Regulierung von Hedge Fonds angenommen hat.

#### Unternehmensfinanzierung

Auch die Unternehmensfinanzierung hat sich im Zuge der finanziellen Globalisierung verändert. Der Anteil externer Finanzierung der Unternehmen in den OECD-Ländern hat bis 1995 abgenommen, die Finanzierung aus dem cash-flow hat

entsprechend zugenommen. Während die einen darin ein erhebliches Potential für weiteres Wachstum der globalen Finanzmärkte erblicken, schlussfolgern andere, dass das schnelle Wachstum der Bestände und v. a. der Umsätze an den internationalen Finanzmärkten in den 80er und 90er Jahren nicht auf besonders stark wachsende Finanzierungsbedürfnisse des Unternehmenssektors zurückzuführen sei. Das Wachstum wurde auch nicht durch einen besonders starken Anstieg der Investitionen verursacht, denn die Investitionsquote in den OECD-Ländern nahm nicht zu, sondern eher ab: In der EU von ca. 25 Prozent in den 60er auf 20 Prozent in den 90er Jahren, in Japan von ca. 35 auf deutlich unter 30 Prozent; nur in den USA lag die Quote in den 90er Jahren mit fast 20 Prozent zwar niedriger als in den beiden anderen Blöcken, aber genau so hoch wie in den 60er Jahren (Europäische Kommission 1999: 307). Jedoch hat es eine gewisse Verschiebung der externen Finanzierung zugunsten der Wertpapierfinanzierung – und hier in erster Linie der Aktienfinanzierung – gegeben. Die Anleihefinanzierung spielt für den Unternehmenssektor in Europa – anders als in den USA – nach wie vor eine geringe Rolle: Die Finanzierung durch Bankkredite lag in der EU 1999 sechsmal so hoch wie die Anleihefinanzierung (45 zu 7,5 Prozent des BIP), während in den USA die Anleihefinanzierung (fast 30 Prozent des BIP) knapp zweieinhalb mal so hoch lag wie die Bankfinanzierung (gut 10 Prozent des BIP) (Committee of Wise Men 2000: 10). Darin wird allerdings nicht nur ein Vorteil des Finanzierungssystems der USA gegenüber den europäischen Konkurrenten gesehen. Im „Wall Street Journal“ heißt es: „Yet some contend that this shift of lending from the banks to debt-securities markets magnifies the danger. Banks have relationships with the borrower, but bondholders don't, and they tend to act quickly and all on the same information ...“ (Sherer, Sapsfor 2000). Es ist der „irrationale Überschwang“ (Shiller 2000), der Aktienbesitzer zum Kauf reizt, wenn andere dies auch tun; die Kurse eines Papiers steigen folglich. Der gleiche irrationale Überschwang führt allerdings auch zum Verkauf, wenn andere dies auch tun und der Wert der Aktie zu fallen droht, ganz unabhängig davon, wie sich das jeweilige Unternehmen realiter entwickelt.

Hier wird ein Grundproblem von Finanzmärkten deutlich: das der Informationsasymmetrien, die zu (1) „adverse selection“, also zur Auswahl nicht der besten Schuldner (oder Projekte) seitens der Kreditgeber, (2) zu „moral hazard“, also zum nicht verantwortungsvollen Umgang mit Krediten und (3) zu einer Art kollektiver Irrationalität von individuell durch und durch rationalem Verhalten beitragen. Finanzmärkte sind also im Gegensatz zur Modellbetrachtung in der Realität nicht perfekt.

### Handel mit Wertpapieren

Das eigentlich dynamische Moment der Finanzmärkte ist der Handel mit Wertpapieren (im Unterschied zur Ausgabe neuer Wertpapiere). Der Bestand von Anleihen nahm von 1990 bis 1999 weltweit um das zweieinhalbfache zu, der Anleihenhandel dagegen um das siebenfache. (vgl. Tabelle 1.1). Das gleiche gilt für Aktien: Während die Marktkapitalisierung in den Jahren von 1990 bis 1999 (jeweils Jahresende) fast um das vierfache zunahm, steigerte sich der Aktienhandel im gleichen Zeitraum fast um das siebenfache. Während 1990 jede Aktie durchschnittlich noch 19 Monate gehalten wurde, waren es 1998 nur noch 11 Mo-

nate – eine Verringerung von über 40 Prozent in nur acht Jahren. Parallel zu dieser Entwicklung ist eine zunehmende Kursorientierung (im Gegensatz zur Orientierung an der Dividende oder der Umsatzstärke etc.) der Anleger festzustellen, denn nur so ist zu erklären, dass die Aktienmärkte eine derartige Dynamik aufweisen, obwohl die Dividendenrenditen „in den meisten G10 Ländern seit Anfang der 80er Jahre dem Trend nach gefallen sind. Außer in Japan, Italien und Schweden liegen die Dividendenrenditen nahe ihren Tiefstwerten“ (BIZ 1999).

Die Aufwertung des Handels mit Wertpapieren gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft (Verbriefung oder securitization von Finanzbeziehungen) ist für global ausgerichtete Banken zunehmend charakteristisch. Sie treten weniger als langfristige Geldgeber denn als Vermittler von (jederzeit liquidierbaren) Finanzmitteln auf und beziehen als Investmentbanken ihre Gewinne weniger aus Zinsdifferenzen für Spareinlagen und Kreditausleihungen als aus Provisionen für Käufe und Verkäufe von Aktien oder Anleihen bzw. für Beratungstätigkeiten; entsprechend fördern die Banken auch die beschriebenen Prozesse. Wenn sich international ausgerichtete Wirtschaftsunternehmen über die Ausgabe von Aktien oder Anleihen auf internationalen Kapitalmärkten finanzieren, können die Unternehmenswerte und die entsprechenden kalkulierbaren Renditen mit denen alternativer Anlagen verglichen werden. Unternehmen konkurrieren also mit alternativen Anlagemöglichkeiten (von Staatsanleihen bis zu Fondsbeteiligungen) um die potentiellen Anleger. Daher rührt die Bedeutung, die dem Konzept des „Shareholder Value“ beigemessen wird. Denn damit werden die Vergleichbarkeit des Werts eines Unternehmens auf Vermögensmärkten mit anderen Anlageobjekten und die Transparenz des Zustandekommens des Werts (des Shareholder Value) zum Prinzip des Managements.

### 1.2.2 Shareholder Value

Ausgangspunkt für die steigende Bedeutung des Shareholder Values (SV) war die Liberalisierung der Finanzmärkte Ende der 70er Jahre in den USA, doch erst in den 90er Jahren hat er die ihm heute beigemessene Bedeutung erlangt. Allerdings ist das Konzept des Shareholder Value keineswegs unkontrovers, wie die in den vergangenen Jahren entbrannte Diskussion um die jeweiligen Vor- und Nachteile des „angelsächsischen“ und „rheinischen“ Kapitalismus bzw. der hieraus abgeleiteten Systeme der Unternehmenskontrolle gezeigt hat. Bisher kann bei der Bewertung der „corporate governance“ und des ihr angemessensten Konzepts „kein klarer Sieger“ (so die Überschrift eines vergleichenden Artikels über die Systeme der corporate governance in Deutschland und den USA, in IWD 7. Dezember 2000) ausgerufen werden. Die Veränderungen, die sich aus den Tendenzen der Globalisierung für das Unternehmensmanagement ergeben, sind gleichwohl radikal, da Finanzinnovationen, Unternehmensverfassung, Mitarbeiterbeteiligung, Altersversorgung, Unternehmensfinanzierung und Managementstil „systemisch“ aufeinander bezogen sind und miteinander im Einklang stehen müssen, wenn das Unternehmen Erfolg haben soll. Mit anderen Worten: Wenn mit dem Konzept des Shareholder Value die Managemententscheidungen stärker als bisher an die Interessen der Kapitaleigner (Shareholder) gebunden werden sollen, müssen sich auch andere institutionelle (Rahmen-)Bedingungen, in

die das jeweilige Unternehmen eingebettet ist, ändern. So erklärt es sich, dass die Mitbestimmung unter Druck gerät oder das Verhältnis eines Unternehmens zur „Hausbank“ gelockert wird, weil die Kreditfinanzierung gegenüber der Aktien- und Anleihenfinanzierung an Bedeutung verliert. Die Unternehmensstrategie richtet sich verstärkt daran aus, die Wertsteigerung im Interesse der Anteilseigner zu maximieren, um in der Konkurrenz um Kapital an vorderster Front mithalten zu können und um nicht dem Risiko einer Übernahme ausgesetzt zu sein.

Bei dem Vergleich von Anlagemöglichkeiten spielen Rating-Agenturen und Ranking-Tabellen über die Leistungskraft („performance“) von Unternehmen eine wesentliche Rolle. Unternehmen werden unter Druck gesetzt, schnell (und dauerhaft) positive Ergebnisse vorzuweisen, um nicht von den „Analysten“ der Rating-Agenturen zurückgestuft zu werden. Dies kann zur Folge haben, dass ein Unternehmen zum „Übernahmekandidaten“ wird, weil es für Aktionäre interessant wird, die Aktien zu verkaufen oder gegen die eines anderen Unternehmens zu tauschen.

Um für den Vergleich in der globalen Konkurrenz überhaupt eine entscheidungsrelevante ökonomische Größe zu gewinnen, wird der Shareholder Value auf der Basis des Discounted Cash Flows berechnet. Darunter wird der Betrag an liquiden Mitteln verstanden, der einem Unternehmen für neue Investitionen und insbesondere für die Ausschüttung an die Kapitalgeber in Form von Zinsen und Dividenden zur Verfügung steht. Der zukünftige (erwartete) Cash Flow wird auf den Gegenwartswert abgezinst. Der Diskontierungssatz richtet sich nach den Kosten für Fremdkapital, das über den Kapitalmarkt zu dessen aktuellen Preisen beschafft werden kann. Die Kapitalkosten setzen sich zusammen aus den Zinszahlungen auf das aufgenommene Fremdkapital, abzüglich der damit verbundenen Steuervorteile, und den Eigenkapitalkosten. Hier wird schon deutlich, dass der „objektive“ Wert des Shareholder Value in fast allen seinen Bestandteilen auf Erwartungen beruht, die eintreten können – oder auch nicht. Der Abzinsungsfaktor hängt von der Entwicklung auf globalen Finanzmärkten, der erwartete Cash Flow von der Entwicklung von Güter- und Dienstleistungsmärkten ab (sofern das Unternehmen Güter und Dienstleistungen auf den Markt bringt).

Vom Shareholder Value, der stark durch Erwartungen über zukünftigen cash-flow geprägt ist, können der (tatsächliche oder erwartete) Börsenwert oder die Marktkapitalisierung in erheblichem Maße abweichen. Der Grund hierfür ist in der Börsenspekulation zu sehen, die nicht in erster Linie durch Erwartungen über künftige Erträge, sondern durch Erwartungen über Erwartungen und über das Kaufverhalten anderer Marktteilnehmer angetrieben wird<sup>6)</sup>. Hier kommt also „Herdenverhalten“ ins Spiel, das ist gleichgerichtete Verhaltensweise von Marktakteuren, die eine Tendenz – nach oben, wie nach unten – verstärken kann. Mikroökonomisch sind die Verhaltensweisen völlig rational; makroökonomisch aber stellen sie sich unter bestimmten Umständen

den als krisenverstärkend heraus. Auch hier haben wir es wieder mit „irrationalem Überschwang“ zu tun (Shiller 2000: 17).

### Kasten 1.2 Was ist Spekulation?

Ein Spekulationsgeschäft ist der Kauf bzw. Verkauf einer Ware (eines Gutes, eines Wertpapiers, einer Devisen) aus dem einzigen Grund, bei einer erwarteten Preisänderung durch Wiederverkauf bzw. durch Rückkauf einen Gewinn zu erzielen. Während sich die Spekulation Preisänderungen in der Zeit (intertemporale Unterschiede) zunutze macht, zielen Arbitragegeschäfte auf die Ausnutzung von Preisunterschieden im Raum: zwischen verschiedenen Börsenplätzen oder anderen Märkten verschiedener Länder.

Keynes identifiziert verschiedene Motive der Wirtschaftssubjekte, Geldkassen zu halten: um Umsätze abwickeln zu können, aus Vorsicht und aus Spekulationsmotiven, wegen der „Absicht, aus einer besseren Erkenntnis der Zukunft, als sie der Markt hat, einen Gewinn zu erzielen“. „Spekulanten“, so fügt er an anderer Stelle hinzu, mögen unschädlich sein als „Seifenblase auf einem steten Strom der Unternehmungslust. Aber die Lage wird ernsthaft, wenn die Unternehmungslust die Seifenblase auf einem Strudel der Spekulation wird ...“ (Keynes 1936/1964: 159; Keynes 1936/1966: 134). Spekulation ist demzufolge einer Geldwirtschaft eigen und sie kann, ebenso wie die Arbitrage, ausgleichend wirken. Obendrein ist Spekulation risikoreich; dem Spekulant stehen daher immer Wirtschaftssubjekte gegenüber, die bestimmte Risiken abgeben wollen (die also auf „Nummer sicher“ gehen, die „hedgen“ wollen). Der „Spekulant“ kann also nur existieren, weil andere gerade nicht spekulieren wollen.

Gefährlich wird die Spekulation für eine Volkswirtschaft dann, wenn sie sich vorwiegend oder gar ausschließlich auf Devisen-, Wertpapier- oder Immobilienmärkte konzentriert und die Anbindung an die Entwicklung realer Werte verliert. Dann kann es zum „Überschießen“ kommen, etwa zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis, bei dem der monetäre Kurs eines Wertpapiers und der reale Ertrag weit auseinander driften. Da es in der Regel nicht möglich ist, die realen Erträge so zu steigern, dass das Verhältnis sich normalisiert, kommt es unweigerlich zum Kursverfall, manchmal zur Krise. Wenn obendrein spekulative Anleger gleiche Daten nutzen, gleichen Stimmungen unterliegen, gleiche Informationen haben, dann kann es zum „Herdenverhalten“ kommen, d. h. zur kollektiven Bewegung in die gleiche Richtung. Der Herdentrieb hat im Fall der Asienkrise eine wesentliche Rolle gespielt (Shiller 2000: 17 bis 29; 173 bis 193; Griffith-Jones 1998: 1 bis 21).

Auch wenn die rationale Basis für die Bewertung von Unternehmen in keinem Unternehmenskonzept eindeutig und „objektiv“ ist, so lässt sich doch festhalten, dass das Shareholder Value-Konzept eine Überbewertung bei positiven Zukunftserwartungen begünstigt und Unterbewertungen bei pessimistischer Börsenstimmung auslösen kann; für beide Prozesse ist die Entwicklung des „Neuen Marktes“ – bis

<sup>6)</sup> Das wird beim Börsenwert des Internet-Portals Yahoo! von 176 Mrd. DM während des „New Economy-Booms“ des ersten Halbjahres 2000 deutlich. Er überstieg damit den Börsenwert von Volkswagen, BASF, VEB, Metro und Lufthansa zusammen (174 Mrd. DM) (Möser 2000).

Mitte 2000 im Boom, danach in einer Stagnation – ein aktuelles Beispiel.

Dies ist anders in einem System, das (wie das deutsche) weniger vom Shareholder Value-Gedanken als vom Stakeholder-Ansatz geprägt ist. Als Stakeholder einer Aktiengesellschaft gelten neben den Aktionären insbesondere die Beschäftigten, aber auch andere Gruppen, die in besonderer Weise mit dem Unternehmen verbunden sind, z. B. die Kunden, die Fremdkapitalgeber, teilweise auch der Staat (Gemeinde) und die Anwohner der Betriebsstätten. In modernen Theorien der Wettbewerbsfähigkeit, die nicht nur den mikroökonomischen (also betrieblichen bzw. unternehmerischen), sondern auch den meso- und makroökonomischen Bedingungen der Wettbewerbsfähigkeit (also den Verflechtungen der Unternehmen im Territorium, den industriellen Beziehungen, der Fiskal-, Geld- und Arbeitsmarktpolitik) Aufmerksamkeit schenken, sind die „Stakeholders“ Elemente des „sozialen Kapitals“ (das im Konzept des Shareholder Value allenfalls implizit berücksichtigt wird)<sup>7)</sup>. Für die Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen ist die Vernetzung von Akteuren über den Rahmen einer betriebswirtschaftlichen Einheit hinaus zunehmend entscheidend, und die Vernetzung ist nicht nur marktgesteuert, sondern auch durch Beziehungen der gesellschaftlichen Reziprozität und politischen Initiative politischer Institutionen und Organisationen gelenkt.

Welche Perspektive besitzt das SV-Konzept für den Sektor der großen Unternehmen (Aktiengesellschaften) in Deutschland? „Dem Shareholder Value-Ansatz dürfte um so mehr Bedeutung in der Praxis zukommen und seine Akzeptanz dürfte um so größer sein, je mehr sich seine Umsetzung für die Aktionäre lohnt, je praktikabler er ist und je solider seine theoretische Fundierung ist“ (Schmidt 1999: 3). Obwohl der Aktienmarkt in Deutschland im Vergleich zur gesamten Ökonomie relativ klein ist, gewinnt er zunehmend an Bedeutung. Die Umsätze auf dem Aktienmarkt lagen 1997 nur bei relativ geringen 30 Prozent des BIP (Jürgens u. a. 2000: 56), in den USA und in Großbritannien lagen die Vergleichswerte jeweils über 100 Prozent. Der Anteil der Aktionäre an der Bevölkerung über 14 Jahre ist jedoch in den letzten Jahren auch in Deutschland gestiegen. An der Börse waren im Jahre 1999 in Deutschland 760 Aktiengesellschaften notiert. Während in den USA die meisten Aktien im Besitz von Finanzinstitutionen (Rentenfonds, Versicherungen, Investmentfonds) sind, zählen in Deutschland die Unternehmen selbst und die Banken zu den einflussreichsten Shareholdern. Die Strukturveränderungen auf internationalen Finanzmärkten und die politischen Bestrebungen zur Integration (und Öffnung) von Märkten aber begünstigen eher den Typus des angelsächsischen Kapitalismus. Daher ist auch in Deutschland in den letzten Jahren die Entwicklung zunehmend von der Durchsetzung der Shareholder Value-Strategie bestimmt worden. Die Unternehmensmitbestimmung ist dabei in die Kritik geraten. Änderungen des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts sind ein entscheidender Schritt in die Richtung einer Anpassung an das Shareholder Value-Konzept. Als Folge der Einführung der kapitalgedeckten

Rente werden in naher Zukunft auch in Deutschland Pensionsfonds eine größere Rolle als bisher in ihrer Eigenschaft als Shareholders spielen.

Prinzipiell ist zu erwarten, dass sich die im deutschen Modell bislang engen und längerfristig angelegten Kreditbeziehungen zwischen Unternehmen und Banken zumindest im global ausgerichteten Firmensegment lockern und die Finanzierung über den Kapitalmarkt neben der langfristigen Kreditvergabe eine größere Rolle spielen wird. Je stärker das Investmentbanking zum Hauptgeschäft von Großbanken wird und diese ihre Einnahmequelle mehr in Provisionen für vermittelte Wertpapiergeschäfte als in Zinsgewinnen sehen, desto weniger attraktiv wird das langfristige Kreditgeschäft für die Kreditinstitute. Auch ist ein schrittweiser Abbau des Anteilsbesitzes von Banken an Industrieunternehmen zu erwarten. Wenn im Jahre 2002 die noch geltenden Steuern auf die Erträge aus dem Verkauf von Unternehmensbeteiligungen abgeschafft werden, ist damit zu rechnen, dass Versicherungen und Banken für sie unrentable Aktienpakete abstoßen werden.<sup>8)</sup>

### **Empfehlung 1.1: Shareholder- bzw. Stakeholder-Orientierung**

*In der Politik von Regierungen auf lokaler, regionaler und nationaler Ebene müssen die volkswirtschaftlichen Kosten und gesamtgesellschaftlichen Auswirkungen von unternehmerischen Strategien und darauf basierendem Handeln berücksichtigt werden, zumal langfristig das wirtschaftliche, soziale, politische und ökologische Umfeld von Unternehmen für den wirtschaftlichen Erfolg besonders wichtig ist. Sonst rücken infolge der wachsenden Macht der institutionellen Investoren Interessen der Aktionäre („Shareholder“) gegenüber den Interessen anderer Gruppen am Unternehmen („Stakeholder“) – dazu gehören die Beschäftigten, die Lieferanten und Kunden, die Kommunen, Anwohner, Umweltschutzorganisationen – zu stark in den Vordergrund.*

### **1.2.3 Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU)**

#### **1.2.3.1 Kleine und mittlere Unternehmen in Deutschland**

Dieser Abschnitt geht nur insoweit auf die Probleme kleiner und mittlerer Unternehmen ein, als es sich um Fragen der Finanzierung handelt. Anderen Problembereichen, die sich aus der zunehmenden Globalisierung des Wirtschaftsprozesses ergeben, wird zentrale Bedeutung im Kapitel 2 (Waren- und Dienstleistungsmärkte) eingeräumt.

In Deutschland werden Unternehmen als „klein“ bezeichnet, wenn der Jahresumsatz bis zu 1 Mio. DM beträgt und weniger als 10 Arbeitnehmer beschäftigt werden. „Mittlere“ Unternehmen erzielen einen Jahresumsatz zwischen 1 und 100 Mio. DM und haben zwischen 10 und 500 Beschäftigte. Nur einige größere unter den mittleren Unternehmen haben die Rechtsform der Aktiengesellschaft, nur für sie käme das SV-Konzept in Frage. Doch der Renditedruck, dem SV-geführte Unternehmen ausgesetzt sind, hat mit dem insge-

<sup>7)</sup> Die modernen Theorien der Wettbewerbsfähigkeit können hier nicht gewürdigt werden; vgl. daher Porter 1990; Eßer 1994; Messner 1995.

<sup>8)</sup> Die Allianz AG hat diesbezügliche Absichten bereits angekündigt; die Deutsche Bank reduzierte ihren Besitz von Anteilen über 25 Prozent und will nicht mehr als 10-prozentige Aktienpakete halten.

samt zunehmenden Wettbewerbsdruck längst auch die Personengesellschaften erfasst.

In Deutschland gibt es ca. 3,3 Millionen KMU in Industrie, Handel und Dienstleistungen mit mehr als 20 Millionen Beschäftigten. Das sind fast 70 Prozent aller Arbeitsplätze, bei den Ausbildungsplätzen ist die Bedeutung der KMU noch deutlicher: Sie stellen ca. 80 Prozent aller Ausbildungsplätze (BMWi 2000). Sie leisten daher – dies zeigen diese und andere Zahlen – einen bedeutenden Beitrag zur wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung. Auch in den USA haben mehr als 99 Prozent aller Unternehmen weniger als 500 Beschäftigte, und die Zahl der Unternehmen, deren Umsatz unter 100 Millionen liegt, beträgt ebenfalls mehr als 99 Prozent. Auch die amerikanische Wirtschaft ist also, wie die deutsche, mittelständisch geprägt (BdB 2000).

Der Anpassungsdruck, dem KMU ausgesetzt sind, entsteht nicht nur auf globalisierten Güter- und Dienstleistungsmärkten. Auch die Globalisierung der Finanzmärkte hat die Rahmenbedingungen für die KMU beträchtlich verändert. Zum einen erschweren es die Verschärfung des Wettbewerbs der Kreditinstitute auf internationalisierten Märkten und die gleichzeitig ablaufenden Konzentrationsprozesse dem Mittelstand, sich die notwendigen Kreditmittel preisgünstig zu beschaffen. Zum anderen wird erwartet, dass die Auswirkungen von Basel II für KMU den Zugang zum Kreditmarkt erschwert bzw. verteuert.

### Kasten 1.3 Basel II

Der „Basler Akkord“ aus dem Jahre 1988, die internationale Vereinbarung zur Eigenkapitalanforderung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht, wird durch einen neuen Basler Eigenkapitalakkord, „Basel II“, abgelöst. Die Verabschiedung der Vereinbarung über die risikonäheren Eigenkapitalanforderungen an die Banken soll bis zum Jahre 2005 abgeschlossen sein.

Der neue Basler Eigenkapitalakkord stützt sich auf drei Säulen, um die Stabilität des nationalen und des internationalen Bankensystems besser abzusichern:

1. Mindesteigenkapitalanforderungen für Kreditrisiken und Marktpreisrisiken durch Einführung risikoadäquater Bonitätsgewichtungsfaktoren sowie
2. Bankaufsichtsrechtliche Überprüfungsprozesse im Zuge einer stark qualitativ ausgerichteten Bankenaufsicht zur Stärkung und Offenlegung eines sicheren und soliden Bankenwesens.
3. Eine Stärkung der Marktdisziplin durch erweiterte Offenlegungspflichten.

Hiermit sollen die grundsätzlichen Risiken abgedeckt werden, d. h. das Eigenkapital der Banken muss zur Deckung der Kreditvergaben ein genügendes „Polster“ für die Absicherung vorweisen (Deutsche Bundesbank 2001b). Bisher war die Absicherung der Kreditrisiken durch angemessene Eigenkapitalunterlegung durch eine Deckung von 8 Prozent obligatorisch, mit der Einführung der neuen Vereinbarung steigt die Absicherungsrate entsprechend den Risiken oder sie sinkt, je nach dem eingestuftem Bonitätsgrad oder der Kreditwürdigkeit der Kunden.

Risikoklassen nach Basel II am Beispiel der Notation von Standard & Poor's:

Ansprüche gegen <sup>a)</sup>	AAA bis AA–	A+ bis A–	BBB+ bis BBB–	BB+ bis B–	unter B–	ohne Rating
Staaten	0 %	20 %	50 %	100 %	150 %	100 %
Banken Option 1 <sup>b)</sup>	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %	100 %
Option 2 <sup>c)</sup>	20 %	50 %	50 %	100 %	150 %	50 %
Unternehmen	20 %	100 %	100 %	100 %	150 %	100 %

a) Die Gewichtung von 100 Prozent entspricht einer 8-prozentigen Eigenkapitalunterlegung

b) Risikogewichtung auf der Basis der Einstufung des Heimatlandes

c) Risikogewichtung auf der Basis der Einstufung der individuellen Bank

Nach diesem Vorschlag muss z. B. bei einem Unternehmenskredit mit einem Rating schlechter als B– für 1 Mio. DM nicht mehr nur 80 000 DM (die bisherige Unterlegung mit 8 Prozent Eigenkapital) sondern 120 000 DM an Eigenkapital hinterlegt sein. Bei einem Kredit von 1 Mio. DM an einen Kunden mit der Bonitätseinstufung von besser als A+ müssten nach den Basler Vorschlägen nicht 80 000 DM, sondern nur noch 16 000 DM an Eigenkapitalhinterlegung erfolgen.

Diese neue Regelung bleibt nicht ohne Folgen für Staaten und Wirtschaft. Bereits im Dezember 2000 wurde beschlossen, neben den externen Ratings für Kreditnehmer (Staaten und große Konzerne) auch interne Ratings zuzulassen (IRB-Ansatz), die Banken nach gleichlautenden Kriterien selbst durchzuführen haben. Die wichtigsten Faktoren des Ratings sind der Risikofaktor, Ausfallrisiken sowie auch die Laufzeit der Kredite. Kriterien wie Innovation, ökologisches Engagement, Beschäftigungswirkung etc. werden i. d. R. nicht bewertet.

### Was bedeutet diese neue Regelung für KMU?

Nach der Festsetzung des Risikogehaltes, der Laufzeit des Kredites sowie auch der möglichen Ausfallrisiken wird die Eigenkapitaldeckungsrate und damit die Kosten für den Kredit ermittelt. Das Verfahren führt zu einer deutlichen Spreizung der Margen, d. h. es wirkt sich unmittelbar auf die Kreditkosten aus. Künftig werden risikoärmere KMU günstigere Kreditvereinbarungen erhalten, doch nur, wenn sie kurzfristige Kredite in Anspruch nehmen. Betroffen von den höheren Kosten sind vor allem junge Unternehmen, Existenzgründer oder Unternehmen, die sich in einer Umstrukturierungsphase befinden oder sich für den internationalen Markt rüsten wollen. Besonders erschwerend erscheint die Einbeziehung der Laufzeiten eines Kredites in das Ranking. Gerade Klein- und Mittelunternehmen finanzieren traditionell über langfristige Kredite ihre Aktivitäten.



Alternativ zu dem auf externe Ratings abstellenden Standardansatz soll den Kreditinstituten gestattet werden, institutseigene Risikoeinstufungen („interne Ratings“) für die Bemessung der Eigenkapitalanforderung für das Kreditrisiko zugrunde zu legen. Grundlegende Messgrößen hierbei sind die Ausfallwahrscheinlichkeit des Kreditnehmers, der beim Ausfall ausstehende Betrag, der anteilige Verlust im Falle des Ausfalles und die Restlaufzeit der Forderung. Darüber hinaus soll auch die Streuung der Kredite nach betragsmäßigen Größen Berücksichtigung finden. Kriterien wie Innovationen, ökologisches Engagement, Beschäftigungswirkung etc. werden nicht erfasst.

Denn bisher haben sich die KMU traditionell über die so genannten „Hausbanken“ mit Fremdkapital versorgt. Damit waren häufig Beratungsdienstleistungen und Unterstützungsangebote der jeweiligen Hausbanken verbunden. Dies hat für beide Seiten Vorteile, da die Informationsbeschaffungskosten niedrig waren – und damit auch die generell gegebenen Gefahren von „adverse selection“ und „moral hazard“. Eine enge Kreditbeziehung zwischen KMU und Hausbank kann als eine langfristig wirksame Investition sowohl seitens der Bank als auch des KMU betrachtet werden, da in Zukunft Kosten der Informationsbeschaffung entfallen. Im Zuge der Umstrukturierung des Sektors der Finanzdienstleister kommt es aber zu einer Rücknahme der Beratungsdienstleistungen und zur Ausdünnung der Bankenpräsenz in der Fläche. Trotz der insgesamt von Privatbanken erhöhten Bereitstellungen an solvente Kreditnehmer stellt der Bundesverband der mittelständischen Wirtschaft (BVMW) fest, dass mehr als ein Drittel der kleinen und mittelständischen Unternehmen von ihren Hausbanken aufgefordert worden sind, sich nach anderen Kreditgebern umzusehen (FAZ 7. Februar 2001: Blaue Briefe an den Mittelstand). Ein Grund für diese restriktive Handhabung liegt neben der Umorientierung eines Teiles der Großbanken auf das lukrative Investmentgeschäft und große Kreditvolumina auch im oft zu geringen Eigenkapital von KMU. Dieses hat sich – bezogen auf alle Unternehmen – von 1980 bis heute von 30 Prozent auf knapp 20 Prozent verringert (KfW 1999: 8 ff.). Mehr als ein Drittel der mittelständischen Unternehmen verfügen über weniger als 10 Prozent Eigenkapital an der Bilanzsumme, nur knapp ein Fünftel über mehr als 30 Prozent. In Ostdeutschland haben sogar 45 Prozent der Unternehmen eine unzureichende Eigenkapitaldecke (Mang 2001; KfW 2000a).

Was die Rücknahme der Beratungsdienstleistungen und die Verringerung der Bankenpräsenz in der Fläche bedeuten kann, zeigt eine vergleichende Untersuchung des britischen Finanzmarktes zur Versorgung der Fläche und der Gebührensstruktur der Geschäftsbanken in einer hochkonzentrierten Kreditwirtschaft (fast 70 Prozent des privaten Girogeschäfts und fast 90 Prozent der Firmengeschäfte liegen bei nur vier Großbanken). Marktverfälschungen in Form überhöhter Preise und unzureichenden Services werden aufgezeigt. Gerade das immer schlechter werdende Service-Angebot durch die Zurücknahme der Bankenfilialnetze trifft v. a. strukturschwache Regionen bzw. gefährdet insbesondere den regional verhafteten Mittelstand (Cruickshank 2000). In den USA ist daher mit dem „Community Re-

investment Act“ verpflichtend festgelegt worden, dass die Kreditinstitute ihre Dienstleistungen über alle sozialen und ethnischen Gruppen sowie strukturschwache Gebiete zu verteilen haben. So wird durch Regulierung eine Leistung induziert, die in Deutschland von Sparkassen und Genossenschaftsbanken traditionell erbracht wird.

Bei einem Auslandsengagement entstehen den KMU besondere Schwierigkeiten der Finanzierung. Das i. d. R. höhere und schwieriger zu beurteilende Risiko eines Auslandsengagements macht Fremdfinanzierung oft sehr teuer oder gar unmöglich. Doch können die Programme der Förderbanken – wie KfW und DEG – oder Exportsicherungsprogramme in Anspruch genommen werden. Hier zeigt sich auch die Bedeutung des öffentlich-rechtlichen Auftrags der Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Gemäß ihrem Regionalprinzip ist der Zugang zu Finanzdienstleistungen in allen Regionen und für alle Bevölkerungsschichten im Prinzip gewährleistet. Die Marktanteile der Sparkassen bei der Kreditvergabe an den gewerblichen Mittelstand betragen ca. 40 Prozent. Bei Betrieben mit einem Umsatz bis zu 1 Mio. DM beträgt der Anteil fast 50 Prozent, beim Handwerk gut 60 Prozent. Fast jede zweite Existenzgründung wird von den Sparkassen mitfinanziert. Somit sind vor allem die Sparkassen und Genossenschaftsbanken die Hausbanken der KMU. Dies dürfte sich ändern, wenn das Haftungsrecht der öffentlichen Kreditinstitute in den kommenden Jahren geändert wird.

Die privaten Banken in Deutschland hingegen haben nur in jeder zwanzigsten Ortschaft mit 1 000 bis 2 500 Einwohnern Niederlassungen (OECD 2001a: 156 ff.). Ohne die Sparkassen und Genossenschaftsbanken wäre in Deutschland eine regionale Unterversorgung mit negativen Folgen für die wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit gegeben.

#### **Empfehlung 1.2: Ausgewogene Entwicklung der Wirtschafts- und Bankenstruktur in den Industrieländern**

*Damit Kredite (im Zuge der Anpassung an die Regeln von Basel II und die Verschärfung des Wettbewerbs der Kreditinstitute) für KMU nicht unzumutbar verteuert werden, bleiben öffentlich-rechtliche Institute für eine ausgeglichene Entwicklung der Wirtschaftsstruktur unbedingt notwendig. Es muss ein ausgewogenes System international agierender Großbanken und einer dichten, regional verankerten Bankenstruktur erhalten bleiben. Den öffentlich-rechtlichen Sparkassen und den Genossenschaftsbanken kommt dabei eine zentrale Rolle zu, auf die in absehbarer Zeit nicht verzichtet werden kann.*

#### **1.2.3.2 Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in Entwicklungsländern**

In den Entwicklungsländern (EL) finden sich eine Vielzahl von Kleinstunternehmen, d. h. auch Einpersonen-Unternehmen. Entsprechend geringer sind die durchschnittlichen Jahresumsätze der KMU. In vielen Entwicklungsländern besteht für KMU keine formelle Registrierung; sie unterliegen damit praktisch weder einer Arbeitsgesetzgebung noch einer Steueraufsicht. Der informelle Sektor mit Klein- und Kleinstunternehmen expandiert. Für KMU in den EL ist der Zugang zum Kreditmarkt in der Regel außerordentlich schwierig. Es fehlt oft an den notwendigsten strukturel-

len Voraussetzungen, die eine selbständige Tätigkeit und den Aufbau eines Unternehmens möglich machen.

Gerade deshalb sind KMU in den Entwicklungsländern unverzichtbar für Beschäftigung, Innovation und damit Armutsbekämpfung. Ein positiver Ansatz aus der Globalisierung ergibt sich in der Verbesserung der Zusammenarbeit mit KMU in EL und KMU aus den Industrieländern (IL). So werden bspw. zunehmend Kooperationen und Partnerschaften auf Zeit oder auch mit langfristigem Engagement eingegangen.

Bei den ärmsten Ländern sind es überwiegend die fehlenden Rahmenbedingungen (KfW 2000b) wie z. B. Infrastruktur, Technik, Ausbildung, human resources, Information und Beratung sowie kulturelle Einflüsse, die kein oder nur schwer ein Engagement in der Selbständigkeit zulassen und somit mittelfristig keine großen Chancen für Veränderung der wirtschaftlichen Situation bieten.

Das entscheidende Problem für KMU in EL ist aber der unzureichende oder fast unmögliche Zugang zu Kapital: Sie verfügen oft nicht über die notwendigen Kreditsicherheiten und werden – auch infolge ihrer schwachen Eigenkapitalbasis – aus Sicht der Geschäftsbanken als nicht kreditwürdig angesehen (siehe auch Kapitel 2.3).

Den KMU in EL öffnen sich daher durch die Globalisierung der Finanzmärkte derzeit wenig neue Chancen. Sie haben insgesamt zu wenig Zugang zu Krediten und fast keinen Zugang zu einer breiteren Finanzierungspalette. Doch ist in der Entwicklungszusammenarbeit der Aufbau von Kreditinstituten, Genossenschaftsbanken und sonstigen Finanzdienstleistungen für kleine und mittlere Unternehmen, die Beratung bei der Förderung des Bankwesens sowie die Beratung beim Aufbau von Zentralbanken seit vielen Jahren ein wichtiges Thema. In der Finanziellen Zusammenarbeit (FZ), die von der KfW organisiert wird, hat das Finanzsektor-Engagement derzeit ein Volumen von 1,7 Mrd. DM, das entspricht 10 Prozent der jährlichen FZ-Zusagen (Deutscher Bundestag, 2001: 8). Im Rahmen der Technischen Zusammenarbeit (TZ) leistet die GTZ in 27 Ländern Beratungshilfen zum Aufbau von Finanzinstitutionen, einschließlich Mikrokreditprogrammen (Deutscher Bundestag 2001: 8 ff.).

Auch andere Geber, allen voran die Weltbank, nehmen diesen Bereich sehr ernst. „Die Mobilisierung lokaler Ressourcen erfuhr eine besondere Bestätigung in der Krise: Finanzinstitute, die sich über Sparkonten lokal refinanzieren, haben die Finanzkrise 1997/1998 nicht nur überstanden, sondern sogar Zulauf von solchen Kunden erhalten, deren Banken zu stark von internationalen Finanzierungen abhängig waren.“ (Deutscher Bundestag 2001: 9) Indonesien hat gerade im Bereich der Mikrofinanzierung und beim Aufbau von kleinen Kreditinstituten im ländlichen Bereich seit vielen Jahren Entwicklungshilfe aus Deutschland erhalten.

Von den möglichen Auswirkungen aus Basel II sind KMU in Entwicklungsländern i. d. R. nicht direkt betroffen, da die Mehrheit der KMU voraussichtlich keinem Rating unterzogen wird. Allerdings spüren sie die Auswirkungen, wenn eine Abstufung des Länderrating für ihr Land erfolgt, da sich die Refinanzierungsbasis verschlechtert und somit die Kreditversorgung beeinträchtigt wird.

### **Empfehlung 1.3: Stabile Finanzmärkte in den Entwicklungsländern sind eine Bedingung der Finanzierung von KMU**

*Bei der Liberalisierung der Finanzmärkte muss besonders mit Blick auf die Entwicklungsländer Gewicht auf die Stabilität der nationalen Finanzsysteme gelegt werden: auf eine funktionierende Finanzaufsicht, ein Mindestmaß an Transparenz, „good governance“, die auch die Befähigung zur Regulierung unerwünschter Kapitalbewegungen einschließt. Die Finanzielle Zusammenarbeit sollte weiterhin die Entwicklung und Stabilisierung lokaler Finanzmärkte („financial frontier“) sowie Ansätze der Mikrofinanzierung fördern.*

#### **1.2.3.3 Mikrofinanzierung und Frauen**

Mikrofinanzierung ist ein zunehmend wichtiges Instrument des globalen Finanzsystems. Voraussetzung sind stabile, leistungsfähige lokale Finanzsysteme für nachhaltig erfolgreiche Entwicklungsprozesse. Für Mikrofinanzinstitutionen gelten wie für „normale Banken“ ordnungspolitische und bankaufsichtliche Grundanforderungen, die es den Instituten möglich machen, Kleinst- und Kleinbetriebsfinanzierungen überwiegend in Entwicklungsländern zu gewähren (z. B. als NRO, Sparkasse, Spar- und Kreditgenossenschaft etc.). So war es z. B. in Bolivien ein schwieriger Prozess, die Verabschiedung einer auf Mikrofinanzinstitutionen zugeschnittene Ergänzung der lokalen Bankengesetze zu erreichen und somit Wucherzinsen zu vermeiden.

Die adäquate Beteiligung von Männern und Frauen an Programmen der Mikrofinanzierung, d. h. an der Bereitstellung von Leistungen für Sparen und Kredit, ist ein zentraler Anspruch von Entwicklungshilfe. So werden in der Entwicklungszusammenarbeit z. B. Programme unterstützt, die sich überwiegend an Frauen richten. Diese Programme liegen im Allgemeinen im Kleinstgewerbe, Ackerbau und Landwirtschaft; auch kurzfristige Handelskredite werden nachgefragt.

Die bisherigen Erfolge, Frauen stärker zu beteiligen, sind nicht zufriedenstellend. Gravierende Probleme gibt es auf der Nachfrage- sowie der Angebotsseite. Auf der Nachfrageseite spielen oft kulturelle/religiöse Gesichtspunkte eine Rolle und verhindern Frauen den Zugang zu ökonomischen Aktivitäten. Die Ursachen dieses Marktzugangsproblems sind eng verbunden mit den viel komplexeren Aspekten der gesellschaftlichen Machtverteilung von Arbeit, häuslicher Rollenverteilung und Vermögenseigentumsbildung zwischen Männern und Frauen in den jeweiligen Ländern.

Hinzu kommt das Analphabetentum als geschlechtsspezifisches Phänomen. Es ist eine besondere Hemmschwelle für Frauen, die formalen Kriterien eines Finanzkredits zu erfüllen. Auf der Angebotsseite ist die Forderung nach Eigenkapitalbeteiligung für die Kreditgewährung ein weiteres Hindernis. Die übliche Forderung der Kreditinstitute nach einer gesicherten Schuldverschreibung (collateral) ist das meist zitierte Hindernis, da Frauen in vielen Ländern kein Recht auf Grundeigentum haben. Zu erwähnen ist auch noch die weitverbreitete Forderung einer Mitunterzeichnung des Mannes oder des Vaters, die die spezifische Abhängigkeit von Frauen deutlich macht. Dennoch gibt es Möglichkeiten, um Frauen Zugang zu Kredit und Finanzierung zu erleichtern.

tern. Das Besondere der Mikrokredite (z. B. von der Grameenbank oder Sewa) besteht darin, dass die Gruppenhaftung an die Stelle von Schuldverschreibungen oder hypothekarischer Besicherung von Krediten tritt. Letzteres ist schon deshalb schwierig, weil Eigentum entweder nicht vorhanden oder die Rechte unklar sind. Dies ist der Hauptgrund, weshalb Mikrokredite für Frauen wichtig sind.

UNIFEM weist in dem Bericht „Progress of the World's Women 2000“ (UNIFEM 2000) darauf hin, dass die Fachliteratur die Feminisierung der Armut mit einem Frauenanteil von 70 Prozent beziffert, dies aber auf keiner zuverlässigen statistischen Grundlage basiert. Ein anderes Beispiel für die lückenhafte Datenlage sind die „Core Development Indicators“ der OECD, von denen nur 2 von 24 genderspezifisch erhoben werden.

Wenn die Bedeutung von Finanzmärkten in Entwicklungsländern und Industrieländern für Frauen diskutiert werden sollen, dürfen makroökonomische Aspekte nicht ausgeklammert werden. Es ist zu begrüßen, dass in einigen Ländern bereits sog. „Gender-sensible Budgets“ erarbeitet werden, in denen die Struktur des Staatshaushaltes und seine Veränderung hinsichtlich der Auswirkungen auf verschiedene Gruppen und Klassen von Männern und Frauen erfasst und bewertet werden. Der Kontext der internationalen Finanzstruktur und die daraus folgenden Einschränkungen für die Fiskalpolitik der jeweiligen Länder sind zu berücksichtigen.

#### **Empfehlung 1.4: Geschlechtsspezifische Aspekte der Mikrofinanzierung**

*Für angemessene Politiken der Förderung von Frauenprojekten müssen Methoden der Datenerhebung verwendet werden, mit denen die Bedürfnisse, die Nachfrage- und Schuldtragfähigkeit von Frauen festgestellt werden können. Geschlechtsspezifische Hürden im Zivil- und Wirtschaftsrecht sind, auch wenn in den vergangenen Jahren viele Fortschritte erzielt wurden, zu korrigieren; Zinsen für frauenspezifische Projekte sollen subventioniert werden können. Die Hindernisse für Frauen als Kreditnehmerinnen (in Bezug auf vorzuweisende Kreditwürdigkeit; Eigenkapitalbeteiligung u. a. m.) müssen möglichst abgebaut werden. Hier sind die bereits vorhandenen geschlechtsspezifischen „Fenster“ der Finanzinstitutionen und die entsprechenden Sensibilisierungsmaßnahmen von Finanzinstituten von besonderer Bedeutung. Sie sollten fortentwickelt werden.*

Die Enquete-Kommission wird sich im weiteren Verlauf ihrer Arbeit noch genauer mit den genderspezifischen Aspekten der Globalisierung auseinandersetzen.

#### **1.2.4 Die Gefährdung finanzieller Stabilität durch Geldwäsche**

Mit der Liberalisierung, Deregulierung und Globalisierung der Finanzmärkte ist auch die Geldwäsche zu einem Problem mit neuen Dimensionen geworden. Nicht nur ihr Umfang hat stark zugenommen, auch die damit verbundenen Gefahren für die finanzielle Stabilität sowie die Schäden für die Politik und die Moral der Gesellschaft sind erheblich größer geworden. Der Kampf gegen die Geldwäsche erhält daher unter den Bedingungen globalisierter Finanzmärkte besondere Dringlichkeit.

Nach der Definition der Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF), einer intergouvernementalen Institution der OECD, handelt es sich bei Geldwäsche um „die Behandlung krimineller Einkommen mit dem Zweck, ihre illegale Herkunft zu verschleiern. Dieser Prozess ist von wesentlicher Bedeutung, weil es Kriminelle in die Lage versetzt, diese Gewinne zu genießen, ohne ihre Quelle zu gefährden ...“ (OECD 2000a: 1).

Es war vor allem der Kampf gegen die zunehmende Drogenkriminalität, der die Aufmerksamkeit auf die Geldwäsche von Drogeneinkünften lenkte (Findeisen 1998). Das Office for Drug Control and Crime Prevention (UNODCCP) gibt für die späten 90er Jahre an, dass der Drogenhandel einen jährlichen Umsatz von 400 bis 500 Mrd. US\$ erreiche (OGD 1998 und 2000). Davon würden, so die Schätzungen, von den Strafverfolgungsbehörden lediglich zwischen 100 und 500 Mio. US\$ pro Jahr, also gerade einmal ein Promille sichergestellt. Der Betrag, der an Produzenten von Drogen in der Dritten Welt transferiert wird, beläuft sich nach der gleichen Quelle auf etwa 5 Mrd. US\$, ca. 100 Mrd. US\$ gehen an Zwischenhändler ohne vorher „gewaschen“ zu werden und werden direkt wieder in den Geldkreislauf zur Drogenproduktion und zum Drogenhandel integriert. Ermöglicht wird dies durch laxen Gesetzgebung oder/und wegen der mangelnden administrativen Fähigkeit, entsprechende Gesetze zu implementieren (wie in den Ländern des „Goldenen Dreiecks“, in Afrika oder in der ehemaligen Sowjetunion (OGD 2000: 18)). Der große „Rest“ von bis zu rund 400 Mrd. US\$ allerdings muss „gewaschen“ werden, um die Spur zur kriminellen Vortat zu verwischen.

Inzwischen dürften andere Delikte wichtiger und quantitativ bedeutender als der Drogenhandel geworden sein: Menschenschmuggel, Waffenhandel, Korruption und der „white collar“-Betrug mit Finanzanlagen, vor allem unter Nutzung des Internet. Der Kapitalanlagebetrug beläuft sich allein in der Bundesrepublik Deutschland auf ca. 50 Mrd. DM pro Jahr (Findeisen 1998), von denen ein erheblicher Teil auf die Verbreitung von Finanzinnovationen, vor allem des electronic banking zurückzuführen ist.

Die Wäsche von schmutzigem Geld ist wegen der Schäden, die dadurch finanziell, politisch und moralisch angerichtet werden, ein „global public bad“, ein globales Übel, das viele Gestalten annimmt. Die wichtigsten sind: Erstens erhalten kriminelle und anti-konstitutionelle Kreise zusätzliche Macht: gewaschenes und daher frei verwendbares Geld ist eine Ressource, die eingesetzt werden kann, um eine Art krimineller oder extralegalen „Gegengesellschaft“ zu alimentieren. Zweitens werden Straftaten durch Geldwäsche nicht nur vertuscht, sondern monetär belohnt. Dies kann keine Gesellschaft zulassen, ohne sich selbst mit den Normen, die das Zusammenleben der Bürger im Rechtsstaat regeln, aufzugeben. Drittens geht von der Geldwäsche ein negativer Effekt auf die Legitimation von politischen Institutionen aus, wodurch wiederum politische Indifferenz und Politikverdrossenheit gefördert werden. Das schwächt die Demokratie, die auf aktive Partizipation der Bürger setzt. Viertens fehlen die der öffentlichen Hand hinterzogenen Steuern bei der Bereitstellung öffentlicher Güter. Es wird geschätzt, dass aus Ländern der Dritten Welt ca. 50 Mrd. US\$ hinterzogene Steuern in Offshore-Finanzzentren ange-

legt werden; dies ist eine Summe, die einem Großteil der Entwicklungshilfe entspricht. Aber auch in den Industrieländern werden die Einnahmen aus kriminellen Aktivitäten natürlich nicht versteuert, ehe ihre Herkunft durch Geldwäsche unkenntlich gemacht wird. Allerdings ist Steuerhinterziehung bislang noch nicht als Vortat der Geldwäsche definiert worden. Fünftens können mit den umfangreichen Kapitalflüssen aus der Geldwäsche ökonomische Größen (wie Zinsen und Renditen sowie Wechselkurse) in eine Richtung beeinflusst werden, die für die ökonomische Entwicklung von betroffenen Ländern und deren Währungen nicht wünschenswert ist. Das kann im Extremfall zur Verarmung ganzer Nationen beitragen. Darauf deuten insbesondere die Entwicklungen in rohstoffreichen Ländern in Afrika oder innerhalb der GUS hin. Allerdings ist hier das Dunkelfeld sehr groß.

Sechstens kann auch die Natur beeinträchtigt werden, wenn Geld gewaschen wird, das mit illegalem Handel von Tieren oder Pflanzen oder durch illegalen Export von Tropenhölzern, von Fellen etc. erworben worden ist. Die kriminelle Vortat wird honoriert, so dass ihre Fortsetzung lukrativ bleibt.

Wegen dieser schädlichen Wirkungen ist Geldwäsche mittlerweile in vielen Ländern verboten, in Deutschland durch den 1992 in Kraft getretenen Straftatbestand § 261 StGB, der u. a. vom Geldwäschegesetz gewerberechtlich flankiert wird. In modernen Gesellschaften kümmern sich auf nationaler, europäischer und globaler Ebene verschiedene Institutionen um die Stabilität und Sicherheit des Geldes: Zentralbanken, IWF, OECD und Institutionen sowie Organisationen der Aufsicht wie BAKred, FATF, IOSCO etc. Mit besonderem Bezug zur Geldwäsche ist 1989 die bereits erwähnte FATF als intergouvernementale Institution bei der OECD ins Leben gerufen worden, „to generate the necessary political will to bring about national legislative and regulatory reforms to combat money laundering“ (OECD 2000c: 1). Bereits 1990 erarbeitete das FATF 40 Empfehlungen, die 1996 weiterentwickelt wurden (OECD 2000f); sie waren für die Industrieländer die Grundlage von Gesetzen und Maßnahmen gegen die Geldwäsche.

Der Kampf gegen die Geldwäsche, gegen Steuerhinterziehung und Kapitalflucht war bislang allerdings nicht sehr erfolgreich. Ein Grund ist die Weigerung einiger Offshore-Finanzzentren bei diesem Kampf zu kooperieren. Sie verdienen dabei, und manchmal sind Platzierung und Verschleierung der in Offshore-Finanzzentren eingeschleusten Milliardenbeträge die wichtigste oder gar einzige Einnahmequelle. In der OECD ist 2000 der Versuch gemacht worden, Offshore-Zentren auch mit der Androhung von Sanktionen zur Kooperation zu veranlassen. Eine weitere Schwierigkeit der Bekämpfung von Geldwäsche besteht darin, dass dem Delinquenten immer die kriminelle Vortat nachgewiesen werden muss. Das ist häufig aus Mangel an Beweisen ausgeschlossen. Schließlich erweist sich auch die Tatsache als erhebliches Hindernis für wirksame Maßnahmen gegen Geldwäsche, dass Steuerhinterziehung bislang nicht in die Liste der Geldwäsche-Vortaten aufgenommen wurde. Wenn dies geändert würde, läge die Beweislast beim Steuerpflichtigen, der die Rechtmäßigkeit seiner Einkünfte gegenüber den Steuerbehörden nachzuweisen hätte.

### **Empfehlung 1.5: Schwere Steuerhinterziehung im Katalog der Geldwäsche-Vortaten**

*Die Enquete-Kommission empfiehlt die Aufnahme der schweren Steuerhinterziehung in den Vortatenkatalog des Geldwäsche-Tatbestands. Das Geldwäschegesetz sollte entsprechend geändert werden, und es sollten Initiativen ergriffen bzw. unterstützt werden, die eine Regelung dieser Art auf der Ebene der EU (Geldwäsche-Richtlinie und Übereinkommen zur Amts- und Rechtshilfe in Steuersachen) und darüber hinaus auf internationaler Ebene verankern.*

Die wachsende Bedeutung von Cybermoney, von Derivaten und Countertrade hat zur Folge, dass die derzeitigen Methoden der Aufsicht und der Bekämpfung von Geldwäsche unzureichend sind und den neuen Herausforderungen der Technologien und Globalisierung angepasst werden müssen.

### **Empfehlung 1.6: 40 Empfehlungen der FATF weiterentwickeln**

*Die FATF soll daher die „40 Empfehlungen“ in Richtung elektronischem Banking und elektronischem Geld sowie in Bezug auf Derivate und Countertrade weiterentwickeln. Auch sollte vermehrt den Offshore-Zentren mit besonderen Rechtssystemen („special jurisdictions“) sowie den Gebieten mit rechtlicher Sonderstellung innerhalb von Mitgliedsländern der OECD Aufmerksamkeit geschenkt werden. Die Bundesregierung sollte nach Auffassung der Enquete-Kommission in diesem Sinne aktiv werden.*

Der Kampf gegen die Geldwäsche und die ihr vorausgehenden Vortaten kann nur Erfolg haben, wenn nicht nur strafrechtliche Sanktionen gegen die illegalen oder kriminellen Vortaten drohen und Aufsichtsorgane präventiv versuchen, Geldwäsche zu unterbinden, sondern wenn private Akteure, in erster Linie also die Banken und andere Finanzdienstleister, freiwillig kooperieren oder/und zur Mitarbeit (durch das GwG) verpflichtet werden. Eine solche Kooperation ist nicht nur unter dem Gesichtspunkt zusätzlicher Kosten zu betrachten. Sicherheit und Seriosität rechnen sich letztlich auch ökonomisch, wie die Kursverluste von Banken zeigen, die in Geldwäsche-Fälle involviert waren. Gegenüber Nicht-Kooperation entwickelt sich überdies zunehmend politischer Druck von Akteuren und Initiativen aus der Zivilgesellschaft (wie Transparency International, ATTAC, WEED, BCC u. a.), die Korruption und Geldwäsche wegen ihrer schädlichen Wirkungen für die Gesellschaft bekämpfen.

## **1.3 Finanzkrisen**

### **1.3.1 Ursachen und Ausbreitung von Finanzkrisen**

Die Finanzkrisen der vergangenen Jahrzehnte – in Form der Schuldenkrise der 80er Jahre, der Währungskrisen in Europa zu Beginn der 90er Jahre, der Finanzkrisen in Mexiko, Asien, Russland, Brasilien, Argentinien, Türkei oder der schleichenden Krise in Japan – können nicht auf eine Ursache zurückgeführt werden. Bei genauem Hinsehen können nationale Spezifika und Fehlentwicklungen identifizieren werden. Doch diese sind in Zeiten der Globalisierung niemals unabhängig von der Entwicklung globaler Parameter, wie Preisen (terms of trade), Wechselkursen und Zinsen.

Auf diese Parameter können nationale Ökonomien, insbesondere die Kleinen, keinen oder nur einen höchst geringen Einfluss ausüben. Unter diesen Bedingungen bleibt nur die Option der wirtschaftspolitischen Anpassung und damit die Akzeptanz dessen, was Paul Krugman „the Impossible Trinity“ genannt hat: Bei voller Konvertibilität der Währung und freier Kapitalbewegung ist eine autonome Geld- und Fiskalpolitik nur bei frei schwankenden Wechselkursen möglich (Krugman, zitiert nach Oxfam Bretton Woods Projekt 2001: 9). Wenn aber der Wechselkurs gegen eine Ab- bzw. Aufwertung stabilisiert werden soll – wie es nicht zuletzt der IWF vielen Ländern der Dritten Welt in der ersten Hälfte der 90er Jahre nahegelegt hatte – muss die Geld- und Fiskalpolitik den externen Bedingungen angepasst werden. Die nationalstaatliche Wirtschaftspolitik verliert ihre Autonomie und mit ihr die Regierung ihre Souveränität gegenüber den Kapitalmärkten, es sei denn die Kurse werden evtl. in regionalen Währungssystemen gegen die erratischen Schwankungen durch Koordination der Interventionen stabilisiert. Damit sind viele Probleme verbunden, auf die im Kapitel 1.4 über den „Reformbedarf und Reformmöglichkeiten der internationalen Finanzarchitektur“ eingegangen wird.

Regierungen können nicht nur auf die Signale der Kapitalmärkte reagieren, sondern sie müssen soziale und politische Belange der Bevölkerung ernst nehmen – von langfristigen ökonomischen Projekten, die quer zu den kurzfristigen Erwartungen von Kapitalmärkten liegen können, ganz abgesehen. Der „Washington-Konsensus“ der internationalen Institutionen (IWF und Weltbank) hat das Dilemma eindeutig zu Gunsten der Funktionserfordernisse von Finanzmärkten gelöst. Die Unterwerfung unter das Regelwerk des Washington-Konsensus hat jedoch nicht dazu geführt, dass Finanzkrisen hätten vermieden werden können. Daher wird nun auch den sozialen und ökologischen Belangen in einem „Post-Washington-Konsens“ Rechnung getragen. Länder mit Liquiditätsproblemen sollen nicht mehr nur – wie in der Vergangenheit – der Konditionalität des „Washington-Konsensus“ genügen, sondern sich die Konditionen „zu eigen“ machen („Ownership“).

#### Kasten 1.4 Der „Konsens von Washington“

Der Begriff wurde 1990 von John Williamson geprägt, und er hat sehr bald die Qualität eines Begriffs erhalten, mit dem komplexe Politikprozesse der „strukturellen Anpassung“ in verschuldeten Ländern, die vom IWF und der Weltbank verordnet werden, zusammenfassend umschrieben werden. „Konsens von Washington“ steht für ein Politikkonzept, das nicht nur von IWF und Weltbank (mit Sitz in Washington), sondern auch von Institutionen der Politikberatung, der US-Regierung, international operierenden Finanzinstituten propagiert und durchgesetzt wird.

Zur Politik der Anpassung gehören:

- Haushaltsdisziplin,
- Prioritätensetzung in öffentlichen Haushalten zu Gunsten von Bildung, Gesundheit, Infrastruktur und gegen Subventionen,
- Steuerreformen, um die Steuerbasis zu erweitern und die Steuersätze zu senken,

- Zinsen, die Kapitalflucht verhindern und ausländisches Kapital attrahieren,
- Wechselkurse, die der Wettbewerbsfähigkeit zuträglich sind,
- Handelsliberalisierung,
- Förderung des Umfeldes für ausländische Direktinvestitionen,
- Weitgehende Privatisierung öffentlicher Unternehmen und Einrichtungen,
- Deregulierung, Entbürokratisierung, Abbau staatlicher Einflussnahme,
- Eigentumsrechte müssen gestärkt werden durch rechtlich eindeutige Definition. So können Akkumulation und Wachstum stimuliert werden.

In der vorherrschenden neoklassischen Interpretation werden Krisen durch makroökonomische Umwertungen seitens der Finanzanleger ausgelöst. Sie können durch langfristige Wachstumskräfte (z. B. technischer Fortschritt), durch konjunkturelle Nachfrageschwankungen und/oder durch weltwirtschaftliche Veränderungen bedingt sein. In gewissen Grenzen sind sie normal und unverzichtbar, um Ausmaß und Struktur der Investitionen über den Markt zu lenken. Doch können sie abrupt und erratisch sein und Anpassungen erzwingen, die sehr hohe soziale Kosten verursachen.

Die jüngsten Finanzkrisen der Länder der Dritten Welt, insbesondere die Mexikokrise 1994/95 sowie die asiatische Finanzkrise 1997/98, lassen allerdings – wie auch die BIZ analysiert – ein besonderes Muster erkennen, das durch den Begriff der „Umwertung“ unzureichend beschrieben wird. Ihren Ausgangspunkt nahmen diese Krisen vom Kapitalangebot, nämlich von der massenhaften Liquidität, die in den großen Finanzzentren entstanden war und auf der Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten in großem Umfang besonders attraktiv erscheinende Länder der Dritten Welt geradezu mit Kapital überschwemmte. Positive Bewertungen durch Rating-Agenturen, aber auch extrem positive Analysen der OECD und anderer offizieller internationaler Organisationen gaben diesem Trend die Rechtfertigung. Sobald deutlich wurde, dass die Absorptionsfähigkeit dieser Länder – wegen der unzureichenden Größe dieser Länder und wegen der unzureichenden institutionellen Infrastruktur ihrer Finanzmärkte – damit überfordert war, setzte eine abrupte Umkehr der Kapitalflüsse ein, die durch eine Spekulationswelle gegen die jeweilige Währung verstärkt wurde. Die Schwäche der Finanzmärkte in den betroffenen Ländern kann schon deshalb nicht die Ursache der Krise sein, weil diese Schwäche – z. B. in den asiatischen Krisenländern – seit Jahrzehnten besteht, ohne dass sie zur Krise geführt hatte oder als Krisenfaktor in den Analysen aufgetaucht wäre. Auf Druck internationaler Institutionen hatten die von der Finanzkrise betroffenen Länder den Kapitalverkehr liberalisiert, ohne immer die notwendigen institutionellen Vorkehrungen gegen mögliche Krisentendenzen aufgrund externer Einflüsse zu treffen. Dies ist nicht unbedingt eine Folge von Unachtsamkeit oder politisch-institutioneller Unfähigkeit, sondern Konsequenz der Integration in globale Finanzmärkte. Obendrein lag es durchaus in manchen Fäl-

len im Interesse von Kapitalgebern und Investoren, regulierende Institutionen zu umgehen, da die Regulierungskosten so gesenkt werden konnten.

Selbst auf informationseffizienten Kapitalmärkten hängen die Entscheidungen der Marktteilnehmer voneinander ab, so dass es zu miteinander korrelierten Marktreaktionen kommen kann, die sich im Ergebnis selbst verstärken. Das populäre Abqualifizieren derartiger Verhaltensmuster als „Herdentrieb“ verkennt den rationalen Kern dessen, was Keynes spöttisch als verbreitetes Verhaltensmuster an Finanzmärkten kennzeichnete: „Lieber mit der Herde Unrecht haben, als gegen die Herde Recht behalten. Es ist besser konventionell zu scheitern als unkonventionell Recht zu behalten“ (Keynes, zitiert nach Griffith-Jones 1998: 4) Die Nutzung der Marktsignale zum Herausfinden von Opportunitäten fördert also, so jedenfalls Keynes, den Opportunismus. Mit dem Begriff „Herdenverhalten“ wird der Tatbestand beschrieben, dass Teilnehmer an den Finanzmärkten ihr Verhalten an dem anderer orientieren und auf diese Weise massive Kapitalbewegungen in die gleiche Richtung unterstützen. Dahinter steht eine einfache Erklärung: Der Anlageerfolg von Investitionsentscheidungen wird nicht schon dadurch erreicht, dass der Anleger auf Grund einer Analyse der fundamentalen Faktoren die „richtige“ Währung oder das „richtige“ Wertpapier ausgewählt hat, sondern letztlich erst dadurch, dass auch andere Investoren ähnliche Entscheidungen treffen. Denn nur dann entwickeln sich die Kurse in die erwartete Richtung. Auf diese Weise schlägt individuell rationales Verhalten von Finanzanlegern in Finanzkrisen in kollektive Irrationalität mit unabsehbaren ökonomischen und sozialen – und manchmal auch politischen – Folgen um. Rating vereinheitlicht in gewissem Umfang die Einschätzung von Kreditnehmern am Markt. Veränderungen in der Einstufung (von Unternehmen oder von Ländern) haben folglich auch marktübergreifende Konsequenzen für Kreditkonditionen. Die Macht der Rating-Agenturen über Marktprozesse kann nicht hoch genug eingeschätzt werden. Der so geförderte Herdentrieb kann teilweise erklären, dass es im Vorfeld der Krisen in Mexiko und Südostasien zu einem außerordentlich hohen Zufluss von Kapital in diese Regionen gekommen ist. Er erklärt auch zum Teil den nachfolgenden kollektiven Rückzug. Auch Bewertungsverfahren von Wertpapieren und Krediten können Herdenverhalten auslösen, wenn Anleger und Banken aufgrund der gleichen Signale in Länder oder Projekte einsteigen und wieder aussteigen. Das Risiko, das die Verfahren mindern sollen, wird auf diese Weise erst recht erzeugt. Das Rating, mit dem die Rationalität von Anlageentscheidungen erhöht werden soll, wird zu einem Teil des sozialen Mechanismus der „self fulfilling prophecy“, bringt also „unbeabsichtigte Wirkungen absichtgeleiteten Handelns“ (Popper 1994) hervor.

Ähnliches gilt für die Kreditvergabe an Entwicklungsländer: Wenn wichtige Marktteilnehmer einem Land ein Darlehen gewähren, gilt dies als ein Zeichen für die Solidität des kreditnehmenden Landes. Das erhöht die Bereitschaft auch anderer Gläubiger, an dieses Land Kredite zu vergeben oder von Anlegern, Anleihen dieses Landes zu zeichnen. Ein weiterer wichtiger Grund für die Orientierung am Verhalten anderer ist die ungleichmäßige Verteilung verfügbarer Informationen. Angesichts der rasant wachsenden Anlagealternativen in der Welt sind permanente zusätzliche

Informationen notwendig. In dieser Situation verlässt man sich auf die Entscheidungen anderer.

Die Zahlungsfähigkeit von Kreditnehmern eines Landes wird stets dann vorsichtiger eingeschätzt, wenn sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit seiner Unternehmen deutlich verschlechtert hat oder anzunehmen ist, dass sie sich verschlechtern wird. Dafür können viele Faktoren verantwortlich sein: Wichtige Exportmärkte können wegbrechen, weil die Nachfrage sich verschiebt oder billigere Anbieter auf dem Markt auftreten. Neben einem massiven Preiserückgang bei wichtigen Exportgütern kann auch der starke Preisanstieg bei notwendigen Einfuhrgütern die Wettbewerbsfähigkeit treffen. Die Zahlungsfähigkeit eines Landes kann ferner durch einen massiven Anstieg des internationalen Zinsniveaus beeinträchtigt werden (dies war in Mexiko 1994 der Fall). In allen diesen Fällen verringern sich die Nettoeinnahmen der Kreditnehmer, und der Betrag, der für den Schuldendienst zur Verfügung steht, wird kleiner. Wenn dies in größerem Umfang geschieht, werden die Gläubiger ihre Kreditlinien überprüfen und mit Neuvergaben von Krediten vorsichtiger sein. Sofern es sich um Investoren handelt, werden sie ihre Engagements unter diesen Umständen überprüfen und Kapital abziehen, wenn sich alternative Anlagemöglichkeiten bieten. In einigen Ländern (z. B. in Thailand) ist mit hohen Zinsen Kapital attrahiert worden, das ein strukturelles Handelsbilanzdefizit verdecken half. Als dies offenbar wurde, setzte eine Bewegung aus der Währung ein.

Makroökonomische Schocks verursachen aber erst dann einen massiven Abzug von Kapital, wenn die Gläubiger den Eindruck haben, dass erstens die laufenden Erträge der Kreditnehmer nicht mehr ausreichen, um Zinszahlungen und Tilgungen auf Kredite und Anleihen leisten zu können. Zweitens findet Kapitalabfluss dann statt, wenn die Renditen der Investitionen und Anlagen sinken. Sind die Investitionen langfristig gebunden (Direktinvestitionen), ist eine Hemmschwelle gegen den abrupten Abfluss errichtet. Bei kurzfristigen Anlagen und „offenen Türen“ ohne Kapitalverkehrskontrollen allerdings kann die Absetzbewegung heftig sein. Offene Volkswirtschaften sind also der Volatilität der Kapitalbewegungen in starkem Maße ausgesetzt. Diese ist um so mehr ausgeprägt, je ungünstiger die Schuldenstruktur ist. So hat die überwiegende Zahl der Finanzkrisen in den 80er und 90er Jahren Länder mit einer hohen kurzfristigen Auslandsverschuldung in fremder Währung getroffen. Diese Kombination ist besonders krisenanfällig, zumal dann, wenn die Überschuldung von Banken und großen Unternehmen erst im Nachhinein – wie in Asien 1997 – offenbar wird, oder wenn Insiderwissen um eine bevorstehende Währungsabwertung (wie offenbar in Brasilien) zur Flucht aus der Währung beiträgt. Um den Schuldendienst leisten zu können und um die Attraktivität für Anleger zurückzugewinnen, muss das Land in kurzer Zeit ausreichende Deviseneinnahmen erzielen. Je höher das Niveau von Fremdwährungsverbindlichkeiten ist, um so mehr hängt die Zahlungsfähigkeit des Landes von der Sicherung seiner internationalen Wettbewerbsfähigkeit ab. Entwicklungsländer haben häufig eine einseitige Exportstruktur (Monokulturen in Extraktionsländern). Außerdem benötigen sie auch für die Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite konvertible, international stark gehandelte Währungen.

Internationale Kapitalmobilität kann für die grenzüberschreitende Übertragung von Finanzkrisen sorgen (Contagion oder Ansteckungseffekt). Denn die Abwertung des Kapitalbestands im Krisenland kann Anleger erstens zu der Mutmaßung führen, dass in Ländern mit ähnlicher Wirtschaftsstruktur über kurz oder lang ähnliche Krisensymptome Platz greifen. Es kommt dann auch dort zur Kapitalflucht. Dieser Effekt wird noch verstärkt, wenn zweitens infolge des zusätzlichen Liquiditätsbedarfs im Krisenland Kapital aus anderen Ländern abgezogen wird. Drittens kann der Abzug von Auslandskapital aus einem Krisenland für eine Abwertung der Währung des Landes gegenüber seinen Handelspartnern sorgen. Dadurch sinkt die Nachfrage nach Gütern der Handelspartnerländer, und es kommt auch dort zu einer Verschlechterung der Konjunkturlage. Wird dann viertens auf politischem Wege versucht, die Abwertung durch eine restriktive Geldpolitik mit hohen Zinsen zu verhindern, um das Vertrauen der internationalen Anleger zurückzugewinnen, so sorgen Kapitalrückflüsse auch im Ausland für eine Zinserhöhung, die gesamtwirtschaftlich auch im Ausland kontraktiv wirkt.

#### Kasten 1.5 Die Einrichtung des Financial Stability Forums

Das Forum für Finanzstabilität – Financial Stability Forum (FSF) wurde auf Anregung des früheren Bundesbank-Präsidenten Hans Tietmeyer gegründet und trat erstmals am 14. April 1999 in Washington zusammen. Das Forum besteht aus hochrangigen Vertretern der Finanzministerien, der Notenbanken und der Finanzaufsichtsbehörden der G7-Länder (USA, Japan, Deutschland, Großbritannien, Frankreich, Italien, Kanada), den Vertretern internationaler Regulierungsgremien sowie Vertretern des Internationalen Währungsfonds (IWF), der Weltbank, der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und der OECD. Hinzu kamen noch Vertreter aus Singapur und Hong Kong.

Das Forum ist ein Ad-hoc-Koordinierungsgremium und verfügt lediglich über ein kleines Sekretariat bei der BIZ in Basel. Zum Vorsitzenden des Forums mit einer Amtszeit von zunächst drei Jahren wurde der Managing Director der BIZ, Andrew Crockett, bestimmt. Hauptaufgabe des FSF ist es, Vertreter der wichtigsten, für die Stabilität der internationalen Finanzbeziehungen verantwortlichen nationalen und internationalen Behörden und Institutionen mehrmals pro Jahr zu einem Informations- und Erfahrungsaustausch zusammenzubringen. Dabei werden die Informationen aus der Überwachung („Surveillance“) der Finanzmärkte und der finanziellen Lage einzelner Länder durch IWF und BIZ in die Beratungen einbezogen.

Bisher hat das FSF Arbeitsgruppen zu drei Problemereichen der internationalen Finanzmärkte eingerichtet, auf deren Empfehlungen in späteren Kästen in diesem Zwischenbericht noch näher eingegangen wird:

1. Highly Leveraged Institutions (HLIs) (in der Regel Hedge Fonds)
2. Offshore Financial Centers

3. die hohe Volatilität von Kapitalzu- und -abflüssen in und aus „Schwellenländern“ (emerging markets) und die Untersuchung von Möglichkeiten einer besseren Überwachung (Surveillance) und Regulierung kurzfristiger Kapitalbewegungen, damit Finanzkrisen künftig möglichst vermieden oder schneller bewältigt werden können.

Im Rahmen des FSF wurde eine Arbeitsgruppe gebildet, die für Entwicklungsländer Anreize (Incentives) zur Einführung und Beachtung der zwölf wichtigsten Standards and Codes (Verhaltensregeln und Publizitätsvorschriften für staatliche und private Banken und die öffentliche Hand) ausarbeiten soll, insbesondere durch Gewährung technischer Hilfe durch IWF und Weltbank. Aus Sicht des FSF würde langfristig eine weltweite Beachtung dieser Regeln auch Entwicklungsländern mit niedrigem pro-Kopf-Einkommen Zugang zu den internationalen Finanzmärkten und bessere Konditionen für Kredite verschaffen.

Im Bericht des UN-Generalsekretärs zur Vorbereitung der internationalen Konferenz über Entwicklungsfinanzierung, die im März 2002 in Mexiko stattfinden wird, und in den Beratungen des International Monetary and Financial Committee (IMFC) und des Development Committee wurde finanzielle Stabilität als globales öffentliches Gut klassifiziert.

#### 1.3.2 Soziale, ökonomische und politische Kosten von Finanzkrisen

Nationale und vor allem internationale Finanzkrisen sind mit großen volkswirtschaftlichen und sozialen sowie politischen Kosten verbunden, die sich nur zum Teil in Geldgrößen beziffern lassen. Das soziale Leben verändert sich, auch wenn nach gewisser Zeit die Statistiken anzeigen, dass die durch die Finanzkrise entstandene „Delle“ bei Wirtschaftswachstum und Aktienkursen, bei Beschäftigung und Einkommen der Bevölkerungen aufgefüllt werden konnte. Daraus wird sehr häufig der Schluss gezogen, dass trotz der negativen Wirkungen von Finanzkrisen auf Beschäftigung, Wachstum und Verteilung letztlich die Wohlfahrtseffekte der Integration in globale Finanzmärkte positiv sind und bleiben. So argumentiert beispielsweise die Weltbank. Richtig daran ist, dass die jüngsten Finanzkrisen nicht alle Länder gleichermaßen und auch nicht die Armen im Allgemeinen getroffen haben. Es kann sogar sein, dass einige Schichten und Sektoren der Armen einer Gesellschaft von einer Finanzkrise profitieren (wenn beispielsweise die Nachfrage nach informell erzeugten Agrarprodukten steigt), während andere darunter zu leiden haben. Die Finanzkrisen differenzieren also zwischen „arm“ und „reich“ und innerhalb der „armen“ Sektoren nochmals. Diese Polarisierung ist hauptverantwortlich für die Expansion des informellen Sektors der jeweiligen nationalen Ökonomie. Dieser umfasst in Lateinamerika inzwischen an die 60 Prozent der erwerbsfähigen Bevölkerung, in Afrika sind es bis zu 90 Prozent und in Asien oder in der Transformationsländern ebenfalls mehr als 50 Prozent der Erwerbsbevölkerung<sup>9)</sup>.

<sup>9)</sup> Vergleiche hierzu im Einzelnen das Kapitel 5 „Arbeitsmärkte“.

Diese überwältigende Bedeutung der Informalität als Folge von Krisenprozessen der „formellen“ Ökonomie verweist auf die Notwendigkeit der Bereitstellung von Krediten für diesen Sektor, also auf die Rolle, die Mikrofinanzierung für den informellen Sektor spielt (vgl. Kapitel 1.2.3.3).

Eine unmittelbare ökonomische Folge von „Umwertungen“ der Kapitalanlagen von Kreditgebern ist der abrupte Abzug von Kapital und eine nachfolgende Rationierung von Krediten, so dass Schuldner nicht nur illiquide, sondern insolvent werden können. Es ist dem IWF zu Recht vorgeworfen worden, mit seiner Restriktionspolitik gegenüber verschuldeten Ländern dieser krisenverschärfenden Spirale – besonders im Verlauf der Asienkrise – nicht entgegenwirkt und so das destabilisierende Potenzial der Kapitalmärkte institutionell gefördert zu haben. Während der Zufluss von Portfolioinvestitionen in die asiatischen Krisenländer vor 1996 von gut 20 Mrd. US\$ (1992) auf fast 70 Mrd. US\$ (1996) zunahm, sind 1997 etwa 15 Mrd. US\$ und 1998 fast 30 Mrd. US\$ abgeflossen. Nach einer kurzen Stabilisierung 1999 setzte sich dieser Prozess weiter fort, im Jahr 2000 verringerte sich das Kapital von privaten Anlegern um fast 25 Mrd. US\$ (Mathieson, Schinasi 2000: 54f.).

An dieser plötzlichen und drastischen Umkehr des Kapitalflusses in die fünf asiatischen Krisenländer waren die Direktinvestitionen allerdings nicht beteiligt; sie stiegen 1999 um bis zu 70 Prozent an (UNCTAD 2000: 7f.). Den massiven Abfluss kurzfristigen Kapitals kann kein Land ohne ökonomische Schwierigkeiten verkraften. Doch auch die Konstanz der Direktinvestitionsflüsse in die asiatischen Länder nach der Krise ist nicht nur ein positives Zeichen. Denn die Direktinvestitionen, die die Defizite der Schwellenländer finanziert haben, bestanden zu einem beträchtlichen Teil aus Beteiligungen an oder Käufen von bestehenden Unternehmen (UNCTAD 2000; Schief 2000). Der Arbeitsplatzeffekt war neutral oder eher negativ, und außerdem ist auf diese Weise ein erheblicher Teil der jeweiligen nationalen Produktionspotenziale in ausländisches Eigentum übergegangen. Diese politisch nicht unproblematische Entwicklung ist jedoch durch verbessertes Rating der betreffenden Länder honoriert worden. Doch sind inzwischen die guten Objekte für einen Verkauf weg, die „Kurszettel der Börsen in den Schwellenländern (sind) weniger umfangreich als früher“ (Reisen 2000), d. h. für Direktinvestitionen reduziert sich der Markt, wenn nicht „auf der grünen Wiese“ neue Anlagen errichtet werden – doch dies geschieht nur in Ausnahmefällen, weil der innere Markt infolge der Einbußen bei Einkommen und daher bei Konsumausgaben geschrumpft ist. Sollten aus diesen Gründen die Direktinvestitionen zurückgehen, wird sich die Kapitalbilanz sofort verschlechtern. Die Finanzierung von Finanzlücken würde dann teurer und in der Folge käme es zu einer die Kredite noch mehr verteuern den Rückstufung in der Bonität durch Rating-Agenturen.

Das große Problem besteht darin, dass die Art und Weise der Krisenüberwindung in den von der Finanzkrise der 90er Jahre besonders betroffenen Schwellenländern neue Instabilitäten hervorgebracht hat, die – sofern keine neuen Regeln für die Weltfinanzordnung gefunden werden – eine erneute harte Landung nicht ausschließen.

Erstens sind die sozialen Folgen in den betroffenen Krisenländern insbesondere für große Teile der ärmeren Schichten

nachteilig. Zweitens sinkt die (finanzielle bzw. fiskalische) Kapazität der staatlichen Institutionen, die Folgen durch die Bereitstellung öffentlicher Güter zu kompensieren. Denn im globalen Steuerwettbewerb „nagen fiskalische Termiten“<sup>10)</sup> (Tanzi 2000) an der Steuerbasis der National- und Wohlfahrtsstaaten. Obendrein verlangt die hohe Volatilität der Finanzanlagen ökonomische, soziale und politische Anpassungsleistungen, die in manchen Fällen kontraproduktiv sind. Denn die Volatilität der Preise (Warenpreise, Aktienkurse, Zinsen) ist hoch und mit ihnen die Volatilität der privaten Einkommen und der Staatseinnahmen. Langfristig angelegte, perspektivische Politik wird erschwert. Der in vielen Ländern erfolgte Rückgriff auf die Politik der Privatisierung öffentlichen Eigentums führt zu der Konsequenz, dass ehemals öffentliche Güter wie Bildung und Gesundheit in private Güter verwandelt werden, die sich nur noch bestimmte Teile der Bevölkerung leisten können – wenn die Einkommensverteilung sehr ungleich ist. Die Privatisierung von staatlichen Sozialprogrammen setzt immer die Annahme voraus, dass die weibliche Arbeitskraft in der Versorgungsökonomie uneingeschränkt „elastisch“ ist und Frauen die zunehmenden Bürden von Versorgungsarbeit bewältigen können. Es entsteht ein eklatanter Mangel an öffentlichen Gütern, der dazu führt, dass Korruption und Gewalt in extremen Fällen zu ihrer privaten Aneignung eingesetzt werden und so die rechtsstaatlichen Strukturen unterminiert werden. Frauen sind von diesen Tendenzen in der Regel besonders betroffen.

Dies hat drittens zur Folge, dass die Ausbildung zivilgesellschaftlicher Kompetenz gebremst wird, die eine Bedingung für die Gestaltung des institutionellen Systems eines Landes ist, damit Krisen entweder präventiv verhindert oder effizient „gemanaged“ werden können, wenn sie nicht zu verhindern sind. Dass viertens in einigen besonders von der Finanzkrise betroffenen Ländern ethnische und religiöse Konflikte ausgelöst worden sind (Indonesien, Philippinen), ist ein weiterer Hinweis auf die politische Explosivität, die nüchterne Finanzbeziehungen besitzen können.

Fünftens und „last not least“ ist auf die geschlechtsspezifischen Dimensionen der Betroffenheit von Finanzkrisen hinzuweisen. Die Strategien zur Verbesserung der Lage der Frauen sind zurückgeworfen worden. Gemeinden, Haushalte, auch die betroffenen Staaten werden von den Einkommen der Frauen und den Deviseneinnahmen legaler und illegaler Frauenarbeit von Migrantinnen abhängig. Diese neue Form der „Feminisierung des Überlebens“ ist besonders nach der Asienkrise in Erscheinung getreten. Die zunehmende Präsenz von armen Frauen aus den Entwicklungsländern im globalen Circulus vitiosus ist zurückzuführen auf folgende interdependente Faktoren: (1) die hohe männliche Arbeitslosigkeit in diesen Ländern; (2) die stark reduzierte Möglichkeit der lokalen Industrie, gewinnbringend zu operieren; (3) die fallenden Staatseinnahmen bei (4) gleichzeitiger hoher staatlicher Verschuldung. Diese

<sup>10)</sup> Vito Tanzi hat acht „fiscal termites“ ausgemacht, die die Steuerbasis „annagen“: E-commerce, elektronisches Geld, Verwendung administrierter Preise im Intra-Unternehmenshandel, die Offshore-Zentren, die Verwendung von Derivaten und die Aktivitäten von Hedge Fonds, die Unfähigkeit, finanzielle Transfer zu besteuern, die Zunahme von Aktivitäten im Ausland, Einkäufe im Ausland (z. B. durch Touristen). (Tanzi 2001)



Verkettung hat dazu geführt, dass vielfach Frauen für die Überlebenschancen ihrer eigenen Haushalte und ganzer Gemeinden sorgen. Sie spielen zusätzlich eine zentrale Rolle in der informellen „shadow economy“. Ob als Migrantinnen im formalen Sektor als Krankenschwester beschäftigt oder in der informellen Ökonomie als Prostituierte in der „Sex Industrie“ oder als Arbeiterinnen in der Unterhaltungsindustrie und der Tourismusbranche – diese Frauen bilden eine neue globale „service class“.

Allein die globalen Überweisungen von Migrantinnen an ihre Familien in den Herkunftsländern betragen 1998 über 70 Mrd. US\$. In der Zwischenzeit zählen in den Philippinen die Devisenüberweisungen aus der globalen Unterhaltungsindustrie zu den drittgrößten Einnahmequellen des Landes (OECD 2000g: 234). Auch in Bangladesh repräsentieren die Auslandsüberweisungen in Höhe von 1,4 Mrd. US\$ ungefähr ein Drittel der Gesamtdevisen. Nach der Finanzkrise 1998 fing auch Thailand an, aktiv Frauen als „Hausmädchen“ in den Mittleren Osten, die USA, Deutschland, Australien und Großbritannien zu „exportieren“ (International Human Rights Law Group 2001). Wenn von den Medien, Ökonomen und Politikern über die rapide Überwindung der Finanzkrise in Asien und von den zunehmenden Wachstumsraten berichtet wird, bleibt unbeachtet, dass diese ökonomische Entwicklung von Frauen in prekären Verhältnissen, fast könnte gesagt werden, aus dem „Verkauf“ einer schichtspezifischen Gruppe von Frauen, erwirtschaftet wird.

#### 1.4 Reformbedarf und Reformmöglichkeiten der internationalen Finanzarchitektur

Finanzkrisen sollten zwar durch präventive wirtschaftspolitische Maßnahmen vermieden werden. Doch Regulierung „kostet“, ebenso wie De-Regulierung, ihren Preis, der in den vergangenen Jahrzehnten in Form von Schulden- und Finanzkrisen und deren teurer Behebung sowie als Verschärfung der globalen Polarisierung eingefordert worden ist. Hinter der makroökonomischen Opportunitätsprüfung hinsichtlich der Formen und Ausmaße von „Verregelung“ des globalen Finanzsystems verbergen sich also über die Finanzmärkte hinausreichende politische Alternativen hinsichtlich eines weltwirtschaftlichen und möglicherweise weltgesellschaftlichen sowie weltpolitischen Ordnungsrahmens. Bei der Diskussion der finanziellen Architektur sind also die Schnittstellen zu globalen Verteilungs- und Arbeitsmarktfragen, zur Außen-, Entwicklungs- und Friedenspolitik zu beachten.

Während in den 70er Jahren Fragen der Reform des Währungssystems im Zentrum standen und in den 80er Jahren im Zusammenhang mit der Schuldenkrise nach Wegen einer Entlastung der Schuldner und ihrer Befähigung zum Schuldendienst gesucht wurde, ist in den 90er Jahren die „Architektur“ des globalen Finanzsystems sowie die Frage von „good governance“ auf staatlicher Ebene das zentrale Thema der Reformdebatte geworden.

Bisher hat sich im Zuge der finanziellen Globalisierung eine „globale Finanzarchitektur“ eher spontan herausgebildet, als dass sie bewusst politisch gestaltet worden wäre – so dass es eigentlich ein Euphemismus ist, den Begriff der „Architektur“ zu verwenden. Dabei regeln nicht mehr nur die Institutionen von Bretton Woods (IWF und Weltbank)

sowie die nationalen Regierungen globale Währungs- und Kreditmärkte, sondern eine Vielzahl von eher „informellen“ Institutionen, in der Regel ausgestattet mit „soft law“, d. h. mit Vorstellungen über „best practices“, mit Standards, Leit- und Richtlinien (Guidelines) und Codes of Conduct, deren Befolgung nicht eingeklagt und deren Nicht-Befolgung nicht sanktioniert werden kann, wie es bei „gentlemen agreements“ üblich ist. Diese eher informellen Institutionen und Standards haben freilich ein beträchtliches Gewicht in nahezu allen Politikfeldern – auch im globalen Finanzsystem. Es wäre allerdings eine verfehlt Annahme, wenn unterstellt würde, informelle Institutionen und Regeln kämen ohne governmentale Politik aus. Auch die guidelines der G8 oder des FSF müssen in europäische Richtlinien und nationales Recht transformiert werden, um verbindlich wirksam zu werden. Hier wird ein allen Politikfeldern und Bereichen gemeinsamer Grundzug der Globalisierung deutlich, der im Kapitel 4 „Global Governance“ ins Einzelne gehend thematisiert wird: Die Perforation nationalstaatlicher Souveränität (manche sprechen auch von deren Erosion) hat zur Ausbildung von Regeln und Institutionen geführt, die sich nicht auf das harte und sanktionsbewehrte Recht der Nationalstaaten stützen können, sondern supranationalen, multilateralen, „weichen“ Übereinkünften folgen, weil es den „Weltstaat“ nicht gibt.

Neben den traditionellen Institutionen von Bretton Woods wirken an der Regulierung der finanziellen Globalisierung die OECD, die BIZ, die G7 (G8) mit, die jeweils Foren (z. B. das Financial Stability Forum) oder Task Forces (z. B. die Financial Action Task Force on Money Laundering, angesiedelt bei der OECD) oder spezielle Komitees wie das Basle Committee on Banking Supervision (BCBS) bei der BIZ hervorgebracht haben. Von besonderer Wichtigkeit sind „Gruppen“ von Ländern (G7, G10, G20 etc.), die auf mehr oder weniger regelmäßigen Treffen den Bedarf an Koordination und Regulierung bestimmen und das Regierungshandeln teilweise koordinieren. Hier wird deutlich, dass die finanzielle Globalisierung, auch wenn sie vor allem über die Expansion von Märkten stattfindet, einen institutionellen Überbau hervorbringt, der „minima regulatoria“ enthält (Giovanni 2000b). Allerdings hat die politische Regulierung einen eher informellen als formellen Charakter und daher ergeben sich Konsequenzen für die formellen Organe demokratischer Repräsentanz wie die nationalen Parlamente.

#### Empfehlung 1.7: Informelle Gremien innerhalb der „neuen Finanzarchitektur“

*Obwohl informelle Gremien derzeit einen unverzichtbaren Beitrag zur internationalen Politik („Ad-hoc-Politik“, wie im Falle des FSF – vgl. Kasten 1.5) leisten, darf man nicht aus dem Auge verlieren, dass die Legitimität brüchig ist, zumal wenn sie zu einer Dauereinrichtung werden und dann eine Art nicht-legitimierter Nebenregierung darstellen. Die informellen Gremien sollten, so weit es möglich und sinnvoll ist, formalisiert und demokratisch, d. h. transparent und kontrollierbar durch die dazu berufenen Organe, also insbesondere die Parlamente, gestaltet werden. Die Bundesregierung wird, auch unter Berücksichtigung der jüngsten Erfahrungen mit Gipfelkonferenzen, aufgefordert, in diesem Sinne aktiv zu werden.*

## 1.4.1 Regeln für Marktprozesse

### 1.4.1.1 Währungsmärkte

Ein stabiler nominaler Wechselkurs ist die Grundlage für eine stabile ökonomische Entwicklung. Weltweit stehen dabei die drei großen Währungsblöcke in besonderer Verantwortung.

#### **Empfehlung 1.8: Schlüsselwährungen**

*Eine stärkere Kooperation zwischen den währungspolitisch verantwortlichen Institutionen der drei Schlüsselwährungen Dollar, Euro und Yen ist wegen der Verantwortung der großen Industrieländer in der Weltwirtschaft notwendig. Verantwortungsvolle währungspolitische Kooperation der mit Geld-, Fiskal- und Währungspolitik beauftragten Instanzen ist notwendig, um die Volatilität von Wechselkursen einzuschränken und die Kursrelationen innerhalb von Bandbreiten zu stabilisieren. Wegen der Abhängigkeit der Finanzmärkte im Allgemeinen und der Kursentwicklung schwächerer Währungen im Besonderen von der Politik der regulierenden Instanzen in den Schlüsselwährungsländern sind immer die Wirkungen von Geld- und Währungspolitik in den Starkwährungsgebieten auf die schwächeren Teilnehmer auf Währungsmärkten in Rechnung zu stellen. Die Enquete-Kommission fordert die währungspolitisch entscheidenden Instanzen in den Schlüsselwährungsgebieten auf, dieser Verantwortung Rechnung zu tragen.*

Erfolgreiches Beispiel hierfür war die zwischen der Europäischen Zentralbank, dem Federal Reserve Board und der Bank of Japan abgestimmte Intervention zugunsten des Euro im Sommer 2000, die die Abwärtsbewegung des Euro gestoppt hat. Wechselkurse können jedoch nicht allein durch Institutionalisierungen gegen den Markt aufrecht erhalten werden. Der Auffassung, dass die Wechselkurse der großen Währungen gegen erratische Schwankungen so weitgehend wie möglich geschützt werden sollten, folgt auch die UNCTAD in ihrem jüngsten World Investment Report (WIR).

Die Volatilität der Kursbewegungen der „großen“ Währungen ist auf der einen Seite Anlass für die Entwicklung einer Vielfalt von innovativen Finanzinstrumenten durch spezialisierte Finanzinstitutionen, um sich und ihre Klienten gegen erratische Schwankungen der Kurse abzusichern und obendrein die Volatilität der Kursbewegungen für Spekulationsgewinne auszunutzen. Diese Möglichkeiten stehen kleinen und mittleren Unternehmen in geringerem Maße und manchen Entwicklungsländern gar nicht zur Verfügung. Die große Volatilität der Kursbewegungen ist für sie wegen der Wirkung auf Import- und Exportpreise, Zinsbewegungen, Einkommen und Staatseinnahmen schädlich. Daher haben vor allem Entwicklungsländer und KMU Interesse an einer Reduzierung der Volatilität, nicht jedoch die großen „global players“, die genügend Instrumente zur Verfügung haben, die Volatilität durch jeweilige Gegengeschäfte zu kompensieren oder sogar spekulativ auszunutzen.

Auch für die Arbeitnehmer und die Gewerkschaften wären weniger volatile Kursbewegungen von Vorteil. Denn eine Aufwertung der jeweiligen Währung wirkt auf Exportmärkten wie eine Lohnerhöhung und die Abwertung wie eine Lohnsenkung. Die Einkommens- und Arbeitsplatzeffekte sind eher zu kalkulieren und in politische Strategien umzu-

setzen, wenn die Wechselkursschwankungen verringert werden.

#### **1.4.1.1.1 Formen der Integration: Multilaterale Währungsunion und unilaterale „Dollarisierung“**

Prinzipiell stehen zwei Möglichkeiten der Beruhigung von Währungsmärkten zur Verfügung: die Integration von mehreren Währungen zu einem Währungsraum einerseits und die Segmentierung von Währungsmärkten, indem die Transaktionskosten des Währungshandels politisch erhöht werden. Beide Möglichkeiten hat James Tobin<sup>11)</sup> ins Auge gefasst, als er seinen inzwischen weltweit diskutierten Vorschlag einer Steuer auf Kapitalbewegungen („Tobin Tax“) unterbreitete. Gehen wir zunächst auf die Währungsintegration ein. Dabei sind Unterscheidungen zu treffen: Die volle Integration von Währungen zu Währungsblöcken beseitigt nicht nur die Transaktionskosten beim Devisenhandel, sondern es entfallen auch die Wechselkursrisiken; damit entfällt die kurzfristige Arbitrage. Jeder Anreiz zur Währungsspekulation wird beseitigt.

#### **Die Europäische Währungsunion**

Die Enquete-Kommission konnte sich noch nicht mit der gebotenen Intensität der Europäischen Währungsunion zuwenden; dies ist für die Arbeit des kommenden Jahres vorgesehen. Daher sind die nachfolgenden Ausführungen noch vorläufig und wenig detailliert.

In Europa ist eine multilaterale Währungsunion mit der Schaffung des Euro entstanden, ihre weitere Ausgestaltung ist im Flusse. Sie war die Antwort auf die enormen Wechselkursverwerfungen, die mit den stark anwachsenden Kapitalströmen in den 70er und 80er Jahren den europäischen Binnenmarkt und die politische Integration zu gefährden drohten. Ein europäischer Binnenmarkt erfordert sowohl den freien Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedsländern als auch stabile Wechselkurse. Diese waren aber nur zu erreichen, indem die Mitgliedsstaaten ihre eigenständige nationale Währungspolitik aufgaben, da bekanntlich nicht zugleich Offenheit der Ökonomie (also freier Kapitalverkehr), stabile Kurse und eigenständige Währungspolitik aufrecht erhalten werden können. Deshalb war die Schaffung einer unabhängigen Währungsinstitution (Europäische Zentralbank) mit einer einheitlichen Gemeinschaftswährung die logische Antwort auf diese Herausforderungen der Globalisierung.

Die öffentliche Diskussion um die Rolle des Euro im internationalen Finanzsystem wurde seit seiner Einführung vor allem vom schwachen Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar geprägt. Dabei wurden andere, aus finanzsystematischer Sicht mindestens ebenso wichtige Aspekte vernachlässigt. Zum einen stellt der Euro als Symbol der europäischen Währungsunion die Überwindung eines segmentierten und gerade in den 90er Jahren krisengeschüttelten Währungsraums dar. Der Euro ist somit der erfolgreiche

<sup>11)</sup> Prof. James Tobin wurde 1918 in Champaign, Illinois, geboren. Seit 1950 ist er Lehrstuhlinhaber an der Yale University. 1981 bekam er den Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften für seine Analyse der Finanzmärkte und deren Auswirkung auf die Einkommensverwendung von Haushalten, auf die Beschäftigung, die Produktion und die Preise.

Abschluss der seit den 70er Jahren unternommenen Versuche, nach dem Scheitern des Festkurssystems von Bretton Woods 1973 wenigstens innerhalb Europas zu einem System zuverlässiger und kalkulierbarer Wechselkurse zurückzukehren. Mit der Einführung des Euro als einheitlicher Währung gehören nunmehr spekulative Attacken auf einzelne Währungen, wie sie in der ersten Hälfte der 90er Jahre auf das Europäische Währungssystem unternommen wurden, zur Vergangenheit. Es besteht die begründete Hoffnung, dass die damit erreichten Vorteile an wirtschaftlicher Stabilität den unvermeidlichen Nachteil der damit gleichzeitig abgeschafften Spielräume für nationale Geldpolitiken in Europa überwiegen.

Schon lange vor der Einführung des Euro begann eine Diskussion um die Rolle des Euro im internationalen Finanzsystem, die in Zukunft verstärkte Aufmerksamkeit verdient. Mit dem Euro wird ja die Hoffnung verbunden, dass er als Konkurrenz zum Dollar die Rolle Europas in der internationalen Finanzpolitik gegen die Hegemonie der USA und des Dollars stärken könnte. Dies könnte auf zweierlei Weise befördert werden. Zum einen steht mit dem Euro eine neue internationale Reservewährung zur Verfügung, die Zentral- und Geschäftsbanken und Unternehmen eine Alternative zum Dollar bietet, die vorher nur zum Teil durch die DM ausgefüllt werden konnte. Der Euro wird auch mehr und mehr zu einer zentralen internationalen Handelswährung und zur Währung, in der internationale Anleihen in wachsendem Umfang begeben werden. Der Euro ist trotz seiner derzeitigen Schwäche eine realistische Alternative zum US-Dollar. So hat z. B. Argentinien, das seine Währungspolitik bislang hauptsächlich auf den US-Dollar ausgerichtet hatte, aber einen überwiegenden Teil seines Außenhandels mit Europa abwickelt, bereits eine Öffnung gegenüber dem Euro angekündigt.

Neben dem Euro als Reservewährung gibt es aber noch einen zweiten Wirkungszusammenhang. Viele erhoffen sich von der einheitlichen Europäischen Währung auch eine Stärkung der Integrationsdynamik nach innen. Ein politisch und sozial besser integriertes Europa hätte zweifellos höhere Chancen, auf internationaler Ebene Entscheidungen mitzugestalten.

Beide Argumente (der Euro als internationale Reserve- und Handelswährung und als Integrationsmotor) werden zwar durch die derzeitige Euroschwäche keineswegs gestärkt und tatsächlich haben sich viele Hoffnungen in dieser Richtung bisher nicht erfüllt. Dennoch bleibt die Möglichkeit, den Euro als politisches Instrument in Zukunft weiter auszubauen und damit „europäische“ Traditionen zu stärken. Es stellt sich weiterhin die Frage, inwieweit Europa einen klaren Akzent auf diese mit den Schlagworten „soziale Marktwirtschaft“, „betriebliche Mitbestimmung“, „gesellschaftliche Teilhabe“ und „sozialstaatliche Sicherung“ zu umreißenen Traditionen setzen will. Insofern Europa zu diesen Traditionen steht, kann im Euro auch eine Chance für eine demokratischere und sozial ausgewogenere Form des Zusammenlebens innerhalb und außerhalb Europas gesehen werden. Die positiven Wohlfahrtseffekte des Übergangs zum Euro lassen sich zusammenfassen:

(1) Mit dem Übergang zum Euro wird der Binnenmarkt vervollständigt, indem Transaktionskosten gesenkt und Wechselkursunsicherheiten beseitigt werden. Außer-

dem steigt die Preistransparenz und damit die Vergleichbarkeit von Angeboten in der Eurozone, da zunehmend auch Anbieter außerhalb der Eurozone ihre Preise in Euro darstellen. Dies belebt den innergemeinschaftlichen Handel und stärkt die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Industrie.

- (2) Durch die Abschaffung der Wechselkursunsicherheit werden (grenzüberschreitende) Investitionen erleichtert. Dies hat in den ersten zwei Eurojahren bereits zu einer ungeahnten Ausweitung der produktiven Investitionen geführt.
- (3) Während vor dem Euro die D-Mark als Fluchthafen für Spekulationskapital diente, was zu einer Überbewertung der D-Mark und damit zum Standortproblem Deutschlands beitrug, ist der größere Euromarkt heute ein stabilisierender Faktor.
- (4) Bereits in den ersten Jahren der Währungsunion wurde deutlich, dass der größere Kapitalmarkt internationale Restrukturierungen und Fusionen von Unternehmen in Europa fördert. Kurzfristig führt dies häufig zum Verlust von Arbeitsplätzen. Langfristig wird die Wettbewerbsfähigkeit Europas auf dem Weltmarkt gestärkt.
- (5) Die Krisen der globalen (Finanz-)Märkte gehen auch an Europa nicht spurlos vorbei. Doch ohne die strukturellen Verbesserungen, die die Einführung der Gemeinschaftswährung mit sich gebracht hat, wäre die europäische Wirtschaft stärker in Mitleidenschaft gezogen worden. Dies hat sich bereits daran gezeigt, dass im Gegensatz zu früheren Währungskrisen Westeuropa von der Asien- und Russlandkrise relativ unbeeinflusst geblieben ist.

Die Währungsintegration hat darüber hinaus weitere Prozesse in Gang gesetzt:

- (1) Die Währungsintegration hat in verschiedenen Hinsichten Impulse für die (wirtschafts-)politische Zusammenarbeit in Europa gebracht. So wurde im Amsterdamer Vertrag ein Beschäftigungskapitel aufgenommen, das auf drei Säulen beruht:
  - „Luxemburger Prozess“ (Benchmarking im Bereich der Arbeitsmarktpolitik)
  - „Cardiff Prozess“ (Beseitigung von Hemmnissen in den Arbeits-, Kapital- und Gütermärkten)
  - „Kölner Prozess“ (makroökonomischer Dialog).

Die Beschäftigungsstrategie auf europäischer Ebene wäre ohne die enge Verzahnung der Währungen politisch kaum erreichbar gewesen.

- (2) Die Koordination der nationalen Fiskalpolitik (u. a. durch die jährlich veröffentlichten Grundzüge der Wirtschaftspolitik) führt dazu, dass die Aufmerksamkeit auf langfristige Finanzierungsprobleme gelenkt wird, die die Regierungen aus innenpolitischen Erwägungen möglicherweise nicht oder nur verzögert in Angriff nehmen würden<sup>12)</sup>. Die aktuelle Koordination der Fiskalpolitik im Stabilitäts- und Wachstumspakt und im

<sup>12)</sup> Hierzu gehören insbesondere das Problem der Bevölkerungsalterung und die Herausforderungen, die sich daraus für die Finanzierung des Renten- und Gesundheitssystems ergeben.

informellen Zusammenhang der Eurogruppe weist insgesamt eine positive Bilanz auf.

Die Enquete-Kommission wird auf die mit der Einführung des Euro verbundenen Perspektiven und Probleme, darunter auch auf die Rolle der Europäischen Zentralbank, genauer in ihrem Abschlussbericht eingehen.

### Empfehlung 1.9: Regionale Währungsblöcke

*Die Enquete-Kommission bewertet die Bildung der Europäischen Währungsunion insgesamt als positives Beispiel, das in anderen Weltregionen unter Berücksichtigung des jeweiligen politisch-ökonomischen Kontextes, historischer Erfahrungen und des kulturellen Hintergrundes Beachtung finden sollte. Sie ist auch der Auffassung, dass mit dem Übergang zur Euro-Währung Chancen für eine Geld-, Währungs- und Finanzpolitik gewachsen sind, um nicht nur das Ziel der Geldwertstabilität zu verfolgen, sondern auch die Beschäftigung im Euro-Raum zu fördern.*

### Die unilaterale Währungsunion durch „Dollarisierung“

In Lateinamerika gibt es eine Reihe von Fällen einer unilateralen Integration durch so genannte „Dollarisierung“. Einige Länder haben entweder die nationale Währung zu Gunsten der Einführung des Dollar aufgegeben (Panama, Ecuador, Guatemala, El Salvador) oder die nationale Währung fest (über ein „currency board“) an den Dollar gebunden (Argentinien). Dieser Prozess der unilateralen Integration in den US\$-Währungsraum wird als „Dollarisierung“ bezeichnet. Länder, die diesen Schritt unternehmen, geben ihre geld- und währungspolitische Souveränität weitgehend bis vollständig (wenn der US\$ als nationale Währung übernommen wird) auf. Der Schritt zurück ist zumeist schwierig, zumal dann, wenn die Dollarisierung vorgenommen wurde, um gegenüber externen Kreditgebern um Vertrauen in die Wertstabilität der Schulden des jeweiligen Landes zu werben.

Eine Abkehr von der Bindung an den US\$ würde eine Abwertungsspirale auslösen und daher eine Steigerung externer Schulden verursachen. Etwas anderes als die gesetzliche Bindung ist die faktische Rolle des Dollars in vielen Ländern: In nahezu allen lateinamerikanischen Ländern (und selbst in Kuba) gilt der US\$ als die Währung, in der größere Kontrakte abgewickelt werden (z. B. Immobiliengeschäfte) oder die zur Vermögenshaltung Verwendung findet.

Bei der unilateralen Währungsintegration gibt es eine Fülle von Problemen für alle Beteiligten. Dies betrifft den schon erwähnten Verlust währungspolitischer Souveränität in den dollarisierten Ländern, aber auch Fragen nach der Aufteilung von Seignorage-Gewinnen im größeren Währungsraum sowie die grundsätzliche Frage nach der Rücksichtnahme der Zentralbankpolitik (der FED, der EZB) auf die ökonomische Lage in den dollarisierten bzw. D-Markisierten (bzw. EURO-isierten) Ländern. Die Erfahrungen sind noch zu kurz, als dass stringente Antworten gegeben werden könnten. Untersuchungen zeigen jedoch, dass die unilaterale Übernahme einer starken Währung dann positive Wirkungen hat, wenn auf diese Weise der Handel zwischen „natürlichen Handelspartnern“ (Frankel, Rose 2001) intensiviert wird. Es wäre auf jeden Fall von Nutzen, die Lehren der deutsch-deutschen Währungsunion von 1990 in die internationale Debatte um die Dollarisierung einzubringen.

### Kasten 1.6 Was ist Seignorage?

Seignorage ist traditionell die Differenz zwischen den Kosten der Münzprägung und dem Nominalwert der Münze. Der Münzherr (Seigneur) konnte mit Metall- und Prägekosten unter dem Nominalwert einen Gewinn in der Differenz zum Nominalwert machen. Dieser war denn auch Anreiz genug, den Wertgehalt der Münzen zu senken, also minderes „Schwarzgeld“ an Stelle des Silbers zu prägen. Auch beim Papiergeld gibt es die Seignorage. Die in Umlauf gesetzten Noten sind für die Zentralbank eine Schuldverpflichtung (da die Geldbesitzer die Noten jederzeit gegen eine andere Währung eintauschen können, sofern die Währung frei konvertibel ist). Die Zentralbank muss aber für die ausgegebenen Noten keine Zinsen zahlen. Doch umgekehrt kann sie mit den eigenen Noten Wertpapiere (z. B. Schatzbriefe des Staates) kaufen, die ihrerseits Zinsen bringen. Die Differenz zwischen Null-Zins auf dem Notenumlauf und dem Marktzinssatz für (Staats-)Papiere im Portfolio der Zentralbank multipliziert mit der Geldmenge macht also grob kalkuliert den Seignoragegewinn aus. Davon müssen allerdings die laufenden Kosten der Zentralbank abgezogen werden. Es ist offensichtlich, dass die Möglichkeiten, Seignoragegewinne zu realisieren, für Länder mit starker Währung besser sind als für Länder mit schwacher Währung. Denn wer würde schon für zinsloses Geld eines Schwachwährungslandes verzinsliche Anleihepapiere hergeben?

Die zu beantwortende Frage ist die nach der Aufteilung des Seignoragegewinns, wenn ein anderes nationales Territorium den US\$ oder den Euro übernimmt. In der Europäischen Währungsunion wird die Seignorage des Euro entsprechend den Anteilen der nationalen Zentralbanken an der Kapitalausstattung der EZB aufgeteilt. Dies geht bei unilateraler Dollarisierung nicht, doch ließe sich eine Formel anwenden, die das United States Joint Economic Committee im Jahre 2000 erarbeitet hat: Für Argentinien ist der Seignorageanteil (sofern Argentinien, wie Präsident Menem vorgehabt hatte, voll dollarisiert würde) ausgerechnet worden. Er belief sich auf 784 Mio. US\$: Denn 580 Mrd. US\$ umlaufende Geldmenge multipliziert mit 5 Prozent (Zinssatz) abzüglich 1 Mrd. US\$ (laufende Kosten der Zentralbank) multipliziert mit 2,8 Prozent (Anteil Argentiniens an der Dollar-Geldmenge) sind 784 Mio. US\$.

Für die Aufteilung von Seignorage-Gewinnen gibt es also technische Lösungen; daran dürfte die Dollarisierung nicht scheitern, zumal die Seignorageanteile dollarisierter Länder an der gesamten Dollar-Seignorage gering sind. In den USA hat sich bereits eine Lobby für die Dollarisierung lateinamerikanischer, asiatischer und osteuropäischer Länder gebildet, insbesondere innerhalb des Joint Economic Committee. Der Senator Connie Mack<sup>13)</sup>, das konservative Cato-Institut, dem auch Steve Hanke zuarbeitet, der den Präsidenten Montenegros bei der unilateralen Einführung der DM beraten hatte und für die Dollarisierung Russlands eintritt, und andere Institutionen werben für die Dollarisierung.

<sup>13)</sup> Im Internet zu finden unter [http://www.house.gov/jec\\_democrats/](http://www.house.gov/jec_democrats/).

**Empfehlung 1.10: Dollarisierung**

*Die Enquete-Kommission ist der Auffassung, dass die Dollarisierung viele Gefährdungen für die jeweiligen Länder mit sich bringt (vor allem den Verlust der wirtschafts- und geldpolitischen Souveränität, ohne sicher sein zu können, dass die geldpolitischen Instanzen des jeweiligen Hart- und Leitwährungslandes auf die Belange eines „dollarisierten“ Landes Rücksicht nehmen), so dass dieser Schritt nur wohlüberlegt erfolgen sollte. Außerdem ist unbedingt dafür Sorge zu tragen, dass die Seignorage-Gewinne infolge der Dollarisierung angemessen verteilt werden.*

In regionalen Währungssystemen – wie es in der Gestalt des EWS von 1979 bis 1999 bestand – verpflichten sich die beteiligten Zentralbanken, die Schwankungen ihrer Währungen in bestimmten Bandbreiten (zunächst +/-2,25 Prozent; später bis zu +/-15 Prozent) zu halten und zu diesem Zwecke notfalls auf den Devisenmärkten zu intervenieren. Der Versuch, noch vor Ausbruch der Asienkrise 1997 einen „Asiatischen Währungsfonds“ zu etablieren, ist allerdings vorerst gescheitert. Dies verweist darauf, wie schwierig unter Beachtung der regionalen und globalen Konstellationen die Realisierung eines solchen Projekts sein kann.

**Empfehlung 1.11: Verringerung der Volatilität der Kapitalbewegungen auf regionaler Ebene**

*Regionale Währungs Kooperation ist nach wie vor aktuell. Denn so könnte die Volatilität der Kapitalbewegungen auf regionaler Ebene reduziert werden, wenn dies auf globalen Märkten nicht möglich oder die Bildung einer Währungsunion (vom Typ Euro) ausgeschlossen sein sollte. Die Strategie des „offenen Regionalismus“ ist nach Auffassung der Enquete-Kommission auch währungspolitisch (zumindest in einer Übergangszeit) angemessen.*

**1.4.1.1.2 Segmentierung von Währungsräumen durch Erhöhung der Transaktionskosten von Kapitalbewegungen**

Im Gegensatz zur (unilateralen oder multilateralen) Integration trennt eine Strategie der Segmentierung Währungsräume mit dem marktkonformen Mittel der Erhöhung der Transaktionskosten beim Tausch einer Währung gegen eine andere.

Dazu könnte erstens die viel diskutierte „Tobin Tax“ auf Devisenumsätze dienen, die kurzfristig angelegte Kapitaltransfers relativ (im Vergleich zu langfristigen Anlagen) und absolut verteuern würde (die Transaktionskosten würden also gesteigert), bei langfristigen Anlagen hingegen kaum ins Gewicht fielen.

In der internationalen Diskussion wird die technische Realisierbarkeit der Tobinsteuer heute kaum noch bestritten. Denn jeder Einwand dieser Art müsste sich gegen Steuerbelastungen von privaten Einkommensflüssen überhaupt wenden. Der Haupteinwand betrifft die politische Durchführbarkeit, wenn nicht alle Länder oder doch zumindest die Gruppe der Industrieländer mitmachen – und dies ist derzeit ausgeschlossen.

Doch einen ähnlichen Effekt wie eine Tobinsteuer (nämlich die Transaktionskosten zu steigern) können zweitens auch härtere Eigenkapitalvorschriften, ein Kredit- bzw. Unter-

nehmensregister für Transaktionen über (nicht-kooperative) OFC etc. haben. Denn spekulative, kurzfristig orientierte und daher in der Regel volatile Kapitaltransfers werden dadurch im Vergleich zu längerfristigen Anlagen verteuert. Auch der „Basel II-Akkord“ dürfte widersprüchlich wirken. Einerseits kann die nach Kreditrisiken differenzierte Eigenkapitalanforderung der Finanzinstitute zur Verteuerung internationaler Kredite (wegen höherer Risiken) führen. Freilich wird andererseits befürchtet, dass damit das Gegenteil erreicht wird: Kurzfristige Engagements sind weniger risikoreich als langfristige und müssen deshalb mit geringerem Eigenkapital unterlegt werden. Die Volatilität der liberalisierten Kapitalbewegungen könnte sogar steigen anstatt zurückzugehen.

Drittens segmentieren auch Kapitalverkehrskontrollen (an nationalstaatlichen Grenzen) Währungsmärkte. Dafür stehen die in den jüngsten Krisensequenzen vergleichsweise erfolgreichen Beispiele von Chile und Slowenien (mit Bardepotpflicht) und Malaysia oder der VR China (Kapitalimport- und -exportkontrollen). Insbesondere die Bardepotpflicht ist ein sehr flexibles Instrument, da der Bardepotpflicht (die unverzinsliche Hinterlegung eines Teils des eingeführten Kapitals bei der Zentralbank) zwischen 0 Prozent und prinzipiell 100 Prozent variieren und je nach Fristigkeit der Kapitalanlagen oder beabsichtigter Anlagesphäre unterschiedlich sein kann. In der Debatte um Kapitalverkehrskontrollen sollte nicht in Vergessenheit geraten, dass Kapitalverkehrskontrollen bis in die 70er Jahre hinein ein ganz übliches Instrument der Segmentierung auch in der Welt der westeuropäischen Industrieländer waren.

Die Maßnahmen (1) bis (3) unterscheiden sich hinsichtlich des Grades internationaler Kooperation. Eine Tobinsteuer erfordert Kooperation zumindest im Bereich der EU oder besser noch der OECD-Länder.

**Empfehlung 1.12: Kapitalverkehrskontrollen**

*Kapitalverkehrskontrollen sind Möglichkeiten, die einzelne Länder zum Schutz gegen volatiles kurzfristiges Kapital auch allein ergreifen können. Es hat sich in den jüngsten Finanzkrisen gezeigt, dass dies sinnvoll sein kann. Zu empfehlen ist daher, die währungspolitische Souveränität – sofern keine (regionale) Währungsunion geplant ist – aufrecht zu erhalten und – der Situation angemessene – Schutzmaßnahmen gegen Finanzkrisen vorzuhalten. Diese sollten so gestaltet sein, dass sie die prinzipielle Offenheit der jeweiligen Volkswirtschaften nicht in Frage stellen.*

Eine Besteuerung der internationalen Kapitalbewegungen wird im Übrigen auch unter dem Aspekt diskutiert, dass den nationalen Steuerstaaten die Steuerbasis mehr und mehr schwindet und daher der am wenigsten mobile Produktionsfaktor (Arbeit) einen immer größeren Anteil der Steuerlast trägt (in Europa ist der Anteil der Kapitalsteuern am Steueraufkommen von 50 Prozent zu Beginn der 80er Jahre auf heute 35 Prozent zurückgegangen). Die Tobinsteuer belastet hingegen den mobilsten Produktionsfaktor: das kurzfristige Kapital. Für die Einführung der Steuer könnten also auch Erwägungen über Steuergerechtigkeit eingebracht werden. Im Übrigen könnten, wie auf dem Weltsozialgipfel 1995 in Kopenhagen vom damaligen Präsidenten Mitterrand vorgeschlagen, die Einnahmen aus der Tobinsteuer für soziale, ökologische und/oder Entwicklungsprojekte verwendet

werden. Geht es aber um die fiskalische Funktion der Steuer, sind auch Alternativen in Betracht zu ziehen: etwa eine Besteuerung von Energieverbräuchen oder des CO<sub>2</sub>-Ausstoßes.

#### 1.4.1.2 Ein regulativer Ordnungsrahmen für globale Kredit- und Anleihemärkte

Die Reformüberlegungen des FSF beziehen sich vor allem auf die kurzfristigen Kapitalflüsse mit besonders ausgeprägter Volatilität, auf die Rolle von Offshore-Zentren im globalen Finanzsystem und bestimmte hoch spekulative Akteure (Hedge-Fonds), die wegen hoher Hebelwirkung besonders riskante Geschäfte betreiben und ein permanentes systemisches Risiko darstellen.<sup>14)</sup>

##### Kasten 1.7 Die Empfehlungen des Financial Stability Forums im Bericht über den (kurzfristigen) Kapitalverkehr

Auch das Financial Stability Forum (FSF) erkennt die Notwendigkeit von Maßnahmen zur Reduzierung der Volatilität von Kapitalbewegungen an. Es schlägt dazu folgende Maßnahmen in seinen Empfehlungen vor, die sich alle um die Prinzipien **Aufsicht** (surveillance oder monitoring), **Vorsicht** (prudential behavior), **Durchsicht** (transparency) und **Rücksicht** (co-operation) gruppieren lassen:

- Verbesserung des Monitoring der Kapitalbewegungen und der makroökonomischen Entwicklung in den einzelnen Ländern.
- Verbesserung des Risikomanagements des öffentlichen und privaten Bankensektors, insbesondere beim Liquiditäts- und Schuldenmanagement.
- Ausbau von Aufsichtsgremien und -verfahren, einschließlich Risikoprüfung und Obergrenzen bei der Kreditaufnahme in ausländischen Währungen.
- Kontrollen von Kapitalimporten sollen (etwa wie in Chile mit der Bardepotpflicht) im äußersten Fall möglich sein.
- Anreize für langfristige Investitionen durch Ausgabe langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen, um so den kurzfristigen Kapitalimport durch positive Anreize in langfristige Anlagen umzulenken.
- Transparenz auch durch verbesserte Datenlage, Statistiken, Buchhaltung und Bilanzierung.

#### Empfehlung 1.13: Empfehlungen des FSF

*Die Enquete-Kommission unterstützt mit Nachdruck die vorgeschlagenen Maßnahmen des Financial Stability Forums zur Reduzierung der Volatilität von Kapitalbewegungen. Finanzielle Stabilität und Integrität des Finanzsystems sind ein globales öffentliches Gut, das durch angemessene Politik der nationalen Regierungen, informeller Gremien und internationaler Organisationen bereit gestellt werden muss.*

<sup>14)</sup> Vgl. zu einzelnen Aspekten die Internet-Site des Financial Stability Forums unter <http://www.fsforum.org>.

Für Direktinvestitionen gibt es keinen global gültigen regulativen Rahmen, nachdem die OECD-Initiative der Erarbeitung eines „Multilateral Agreement on Investment“ (MAI) infolge des Drucks von Organisationen der internationalen Zivilgesellschaft und der Ablehnung durch nationalstaatliche Parlamente auf Druck von Parlamentariern gescheitert ist. Es gibt derzeit eine fast unüberschaubare Vielfalt von bilateralen Abkommen zwischen Staaten und das „soft law“ von „Leitsätzen für Multinationale Unternehmen“ (Trans-National Companies: TNCs), die im November 2000 von der OECD in Kooperation mit Nicht-Regierungs-Organisationen neu gefasst worden sind und die auch von Nicht-OECD-Ländern (Argentinien, Brasilien, Chile, Slowakische Republik) unterzeichnet wurden. Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass multinationale Unternehmen nicht nur eine ökonomische Verantwortung gegenüber den eigenen Aktionären (Shareholders) haben, sondern auch eine politische und gesellschaftliche Verantwortung in den Ursprungsländern und vor allem in den Ländern, in denen sie ökonomisch aktiv sind. Die Leitsätze haben selbstverständlich auch für Direktinvestitionen der TNCs Belang und sie umfassen Regeln für die Transparenz der Unternehmensaktivitäten, die Beschäftigung und das Verhältnis zu Sozialpartnern, für den Umweltschutz, zur Bekämpfung der Korruption, zur Berücksichtigung der Verbraucherinteressen, zum Bereich von Wissenschaft und Technologie, zum Wettbewerb und zur Besteuerung (OECD 2000e).

#### Die Einbeziehung des Privatsektors in die Bewältigung von Finanzkrisen

In diesem Zusammenhang wird mittlerweile auch zunehmend diskutiert, dass die privaten Auslandsinvestoren stärker sowohl in die Krisenprävention als auch die Krisenbewältigung einbezogen werden müssen (Private Sector Involvement: PSI). Sie konnten sich in der Vergangenheit fast vollständig einer Beteiligung an den Kosten entziehen. (Dies gilt besonders für die Besitzer von Auslandsanleihen.) Wenn aber die in den Krisen gewährten Finanzhilfen von den Anlegern antizipiert werden, führt dies dazu, dass sie das Risiko ihrer Anlagen in den Schuldnerländern zu gering ansetzen.

#### Empfehlung 1.14: Beteiligung des privaten Sektors („Private Sector Involvement“)

*Um zu erreichen, dass Anleger das Risiko ihrer Anlagen korrekt bewerten und in ihre Entscheidungen mit einbeziehen, ist im Prinzip davon auszugehen, dass nicht nur Schuldner, sondern auch Gläubiger in einer Kreditbeziehung Verantwortung tragen. Daher sollen Kreditgeber in ausgehandeltem (und daher bei Eingehung der Kreditbeziehung transparentem) Maße an den Kosten der Schuldenrestrukturierung beteiligt werden. Der IWF sollte eine Konditionalität nicht nur für Schuldner, sondern auch für Gläubiger entwickeln.*

Allerdings wird dadurch noch nicht die Frage geklärt, wie der Privatsektor systematisch an den Kosten beteiligt werden kann. Diese Maßnahmen setzen vielmehr auf eine präventive Wirkung. Die Einbeziehung des Privatsektors in die Kosten der Krise müsste jedoch die Regel und nicht die Ausnahme werden.

**Empfehlung 1.15: Krisenbewältigung**

Die Beteiligung des Privatsektors an der Krisenbewältigung sollte zur Voraussetzung für den Einsatz öffentlicher Mittel werden. Kreditgeber, die ihren Verpflichtungen bei einer vereinbarten Umschuldung nicht nachkommen, sollten bei öffentlichen Aufträgen, aber auch bei der Begebung von öffentlichen Anleihen zeitweise ausgeschlossen werden.

„Collective Action Clauses“ sind Klauseln in Anleihenverträgen, die ggf. Gläubigerrechte einschränken, um Zinsermäßigungen bzw. eine Stundung des Schuldendienstes zu gewähren.

Denkbar wäre auch, die Kreditvergabe des IWF von konkreten Anstrengungen der Schuldnerländer abhängig zu machen, den privaten Sektor einzubeziehen. In diesem Kontext sollen hier einige Vorschläge benannt werden ohne diese abschließend zu bewerten. Hierbei ist zu denken an

- die Aushandlung von Kreditlinien zwischen einem Schuldnerland und den ausländischen Geschäftsbanken, auf die im Falle einer Krise zurückgegriffen werden kann.
- die Aushandlung von Optionen mit ausländischen Geschäftsbanken in Kreditverträgen, die Laufzeiten von Krediten im Krisenfall zu verlängern (sog. roll-over-Vereinbarungen).
- die Einrichtung von Krisensicherungsfonds.
- die Einführung von Mehrheitsentscheidungen der Gläubiger bei Umschuldungsverhandlungen.
- die Übertragung der Umschuldungsverhandlungen an eine eigenständige Organisation international agierender Banken.

In diesem Kontext ist auch die Einführung eines fairen und transparenten Verfahrens, eines sog. „Internationalen Insolvenzrechts“ notwendig, an dem alle Gläubiger beteiligt werden müssen.<sup>15)</sup>

**1.4.2 Regulierung von Marktplätzen**

Kein Markt existiert ohne Regulierung, die sich in zum Teil langer Tradition zu einem systemischen, flexiblen Ordnungsrahmen ausbildete. Aus der Geschichte resultieren nationalstaatliche Unterschiede, auch die bereits erwähnten unterschiedlichen „Wirtschaftsstile“, z. B. des „rheinischen“ oder „atlantischen“ und „asiatischen“ Kapitalismus. Doch gibt es auf den globalisierten Finanzmärkten auch Gebiete, auf denen bestimmte, auch allgemein verbindliche Regeln (etwa zur Verhinderung von Geldwäsche) nicht gelten. Dies ist bei den Offshore-Finanzzentren (OFC) der Fall. Hier handelt es sich um „Marktplätze“, auf denen beispielsweise Qualitätskriterien für die Zulassung zu Finanzgeschäften fehlen, Steuern gering sind oder nicht erhoben werden, die Transparenz des Geschäftsgebarens von Unternehmen fehlt und die Kooperation mit anderen Ländern nicht gesucht oder gar verweigert wird. Durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ist die Rolle der gut 50 Offshore-Zentren gewachsen. Sie sind in den 90er Jahren zunehmend zu den Geschäftssitzen von Spekulationsfonds (die ihr Engagement auf diese Weise

verdunkeln konnten), zum Ziel für Steuerflüchtige aller Länder und zum Umschlagsplatz und zur Wäscherei schmutzigen Geldes in einem Ausmaß geworden, dass die Integrität des globalen Finanzsystems insgesamt gefährdet ist. Inzwischen hat die OECD auch im Zusammenhang mit den Empfehlungen des FSF die Einhaltung bestimmter Regeln seitens der OFCs verlangt und Kooperation angemahnt. Nichtkooperative OFCs sollen mit Sanktionen belegt werden. Daraufhin haben einige der als Offshore-Zentren deklarierten „special jurisdictions“ ihre Kooperation zugesagt, andere haben nicht reagiert. Ein Problem im Zusammenhang der Regelung der OFCs ist der Sachverhalt, dass special jurisdictions auch in den großen Finanzzentren New York, Tokio, London, Bangkok, auf den britischen Kanalinseln, in den USA (Virgin Islands, Puerto Rico oder Delaware und Montana), in Israel oder Russland zu finden sind.

**Kasten 1.8 Die Empfehlungen des Financial Stability Forums im Bericht über die Offshore-Zentren**

Die Einschätzung der OFC durch das FSF ist sehr klar:

Das Fehlen angemessener Regeln, die Beachtung internationaler Standards und effektiver Aufsicht in den Offshore-Zentren (OFC) stellt ein ständiges Gefahrenpotential für das internationale Finanzsystem dar. Denn schon wegen der Masse des in OFC angelegten und umgesetzten Kapitals steigt die Ansteckungsgefahr im Falle von Krisen. Die Intransparenz hat OFCs zu bedeutsamen „Waschanlagen“ von schmutzigem Geld gemacht und sie dienen als „Steuerparadiese“, unterminieren also die Steuerbasis von Nationalstaaten.

Aus der Problemanalyse werden die folgenden Empfehlungen abgeleitet:

- OFC sollten unter Federführung des IWF überprüft werden, um die internationalen Standards der Regulierung in den OFC einzuführen und effektive Aufsichtsstrukturen zu schaffen.
- Auf nationaler Ebene sollten Geschäftspartner von OFC sanktioniert werden (Einführung von entsprechenden Listen).
- Die Aufsicht sollte auch Versicherungen und Wertpapierhandel und nicht nur Finanzinstitute einschließen.
- Die OFC sollten aufgefordert werden, ihre Finanzaktivitäten an die BIZ zu melden.

Inzwischen ist von der OECD eine Liste der „nicht-kooperativen“ OFC erstellt worden, um den empfohlenen Sanktionen Wirksamkeit zu verleihen.

Das sind: Ägypten, Cook Islands, Dominica, Guatemala, Indonesien, Israel, Libanon, Marshall Islands, Myanmar, Nauru, Nigeria, Niue, Philippinen, Russland, St. Kitts and Nevis, St. Vincent an the Grenadines, Ungarn (OECD 2001b; BAKRED 2000)

**Empfehlung 1.16: Offshore-Zentren**

Es ist darauf hinzuwirken, dass alle Offshore- und Onshore-Zentren mit speziellen Rechtssystemen („special jurisdiction“) die OECD-Empfehlungen übernehmen. Die Finanz-

<sup>15)</sup> Siehe hierzu im Einzelnen den folgenden Abschnitt zu einem „Geregelten Insolvenzverfahren“ im Kapitel 4.5.2.

*aufsicht muss verbessert und mit mehr Kompetenzen ausgestattet werden. Unternehmen, die Geschäftsbeziehungen zu nicht-kooperativen Offshore-Zentren unterhalten, sollten härteren Eigenkapitalanforderungen unterworfen und in ein spezielles und – aus Gründen der Transparenz – öffentlich zugängliches Unternehmensregister eingetragen werden.*

### 1.4.3 Die Regulierung von Marktakteuren: Fonds und Rating-Agenturen

Insbesondere bei der Umstellung der umlagefinanzierten Rentensysteme auf kapitalgedeckte Rentensysteme und bei der zunehmenden Bedeutung von Investmentfonds auch für kleine Anleger stellt sich die Frage nach der Regulierung. Zu den Hedge Fonds hat sich das FSF dezidiert geäußert und Regeln vorgeschlagen, um „non-prudential“ Verhalten zu unterbinden. Anlass war der Beinahe-Zusammenbruch des Longterm Capital Management-Fonds (LTCM). Der Fall des „Systemrisikos“ für das globale Finanzsystem wäre beinahe eingetreten.

#### Kasten 1.9 Die Empfehlungen des Financial Stability Forums im Bericht über die Fonds „mit großer Hebelwirkung“ (HLI; „Hedge Fonds“)

Der Fast-Zusammenbruch des LTCM hat das FSF dazu veranlasst, sich wegen des hohen Risikopotentials dieser Institutionen auch mit den Hedge Fonds zu beschäftigen. Es wird zu ihrer Regulierung empfohlen:

- Ein verbessertes Risikomanagement der HLI und ihrer Partner;
- Verbesserte Offenlegung der Aktivitäten durch Anpassung der nationalen Gesetzgebung;
- Eine Verbesserung der Finanzaufsicht, vor allem im Bereich des Devisenhandels und der OTC (Over-the-Counter), also der bilanzunwirksamen Geschäfte (Over-the-Counter);
- Good Governance-Regeln für Finanzmarktakteure.

Allerdings ist kein Kreditregister empfohlen worden, um mehr Transparenz in die Geschäfte der HLIs (und anderer Finanzinstitutionen) zu bringen.

### Empfehlung 1.17: Hedge Fonds

*Höhere Eigenkapitalbindungen bei Geschäften mit hoher Hebelwirkung würden risikoreiche spekulative Geschäfte verteuern. Eine verbesserte Aufsicht, die auch die OFC einschließt und jene Fonds diskriminiert, die von nicht-kooperativen OFC aus ihre Geschäfte abwickeln, gehört dazu.*

Immer wieder wird auf die Notwendigkeit einer funktionierenden Banken-, Börsen- und Versicherungsaufsicht verwiesen, da sich, im Gegensatz zu den global operierenden Akteuren auf den Märkten, die Aufsichtsorgane im Wesentlichen noch immer auf die nationale Ebene beziehen (und beschränken müssen), obwohl die Finanztransaktionen globale Reichweite besitzen. Die nationalstaatlichen Regeln sind sehr verschieden.

### Empfehlung 1.18: Weiterentwicklung der Vorschläge des FSF

*Die Vorschläge des FSF sollen aufgegriffen und weiterentwickelt werden: Verbessertes Risiko-Monitoring und -Management, höhere Transparenz, ein Kredit- und Unternehmensregister, um Transparenz bezüglich der Geldgeber der hoch spekulativen Fonds herzustellen, bessere und verlässlichere Daten, die Vereinheitlichung von Standards und „sound practices“. Auch eine Kreditversicherung (gemäß dem Soros-Vorschlag) sollte in Erwägung gezogen werden. Auch könnten die Anforderungen an die Unterlegung mit Eigenkapital (wenn Basel II verwirklicht wird) so gestaltet werden, dass in den nicht-kooperativen OFC angelegtes Kapital mit höchstem Risiko eingestuft werden muss. Es sollte über die institutionellen Formen der Realisierung dieser Vorschläge mit Dringlichkeit beraten werden. Dabei geht es auch um die zukünftige Gestaltung des Verhältnisses von FSF, BIZ, Bretton Woods-Institutionen und Europäischer Zentralbank bei der Aufsicht über globale Märkte. Es ist von besonderer Wichtigkeit, dass diese Aufsicht nicht bei informellen Gremien und Foren bleibt, sondern dass Mitwirkung und Verantwortlichkeit der Parlamente gewahrt werden.*

1985 wurde vereinbart, dass auch Auslandsaktivitäten der Banken angemessen beaufsichtigt werden sollten. 1988 legte die Baseler Eigenkapitalvereinbarung fest, dass die – je nach Risiko gewichteten – Forderungen von Banken zur Sicherung des Ausfallrisikos mit 8 Prozent Eigenkapital unterlegt werden müssen. Diese rechtlich unverbindliche Empfehlung („soft law“) ist in der Folge in den OECD-Ländern in die nationale Gesetzgebung eingegangen und 1989 von der EU in eine verbindliche Richtlinie umgesetzt worden. Gegenwärtig wird ein Reformvorschlag („Basel II“) diskutiert, der erstens vorsieht, neben einem externen Rating auch interne Ratingmodelle zuzulassen und der so den unterschiedlichen Traditionen der ökonomischen Regulierung in verschiedenen „Finanzkulturen“ Rechnung trägt. Zweitens wird die Risikogewichtung für bestimmte Forderungen verändert (z. B. werden die Risiken von Derivaten höher bewertet) und damit auch die Unterlegung der Ausleihungen mit Eigenkapital (Deutsche Bundesbank 2001b). Problematisch ist die im Vergleich zu langfristigen Bindungen geringere Risikogewichtung kurzfristiger Anlagen; dadurch kann entgegen der Absicht die Volatilität der Kapitalbewegungen erhöht werden. Auch ist die Auswirkung von Basel II auf KMU strittig. Schließlich wird die Bedeutung der Rating-Agenturen erhöht. Dies ist nicht unproblematisch, da dadurch nicht nur die ökonomische, sondern auch die politische Macht einzelner Länder (z. B. ist die überwiegende Zahl der Rating-Agencies US-amerikanischen Ursprungs) gesteigert wird. Obendrein hat sich im Verlauf der jüngsten Finanzkrisen gezeigt, dass Rating-Agenturen mit ihren Einschätzungen nicht immer richtig liegen, aber mit ihrer Analysten-Autorität dennoch Herdenverhalten auslösen können.

### 1.4.4 Ethisches Investment

Die aus dem anglo-amerikanischen Raum kommende Anlagestrategie berücksichtigt bei der Entscheidung neben Rendite, Sicherheit und Liquidität auch die Art der Mittelverwendung der angelegten Gelder. Der Begriff wird seit der



Jahrhundertwende verwendet, um zweckgebundene Investments in Fonds, Aktien, Direktbeteiligungen oder andere Anlageformen zu beschreiben. Waren es zu Beginn eher soziale Aspekte (gegen Diskriminierung, Unterstützung von Gewerkschaften, ...), die mit der „ethischen Anlage“ beeinflusst werden sollten, so sind es heute verstärkt auch ökologische Aspekte (technische Innovationen, umweltfreundliche Produkte bzw. Produktionsweisen, Branchenvorreiter).

Als ethische Anlagestrategien werden häufig diskutiert:

- **Positivkriterien** beschreiben Produkte, Verfahren oder Managementmethoden, die beispielhaft dazu beitragen, nachhaltige Wirtschaftsstile zu entwickeln;
- **Ausschlusskriterien** operieren mit dem Ausschluss von Branchen, Produkten oder Produktionsprozessen, die einer zukunftsfähigen Entwicklung entgegenstehen;
- der **Best-in-Class-Ansatz** nimmt die jeweils sozial oder ökologisch Besten der Branchen heraus, in die man auch bei rein ökonomischer Betrachtung investieren würde;
- Im **Engagement-Ansatz** beeinflusst der Aktionär über konstruktiven Dialog mit den entsprechenden Unternehmen deren Strategie. Dieser Ansatz wird vor allem in Großbritannien sehr erfolgreich angewendet, in Deutschland sind die kritischen Aktionäre mit dem Shareholder Activism bekannt geworden.

Diese Strategien kommen zumeist kombiniert in den verschiedenen Anlageformen vor. Der Markt des ethischen Investments ist in den letzten Jahren stark gewachsen und es mehren sich die Anzeichen, dass er bald auch in Deutschland aus seinem Nischendasein herauskommt. Verantwortlich für das starke Wachstum ist neben dem Interesse der Kunden und dem generellen Trend zu Aktien und Fonds vor allem auch die Suche nach Alternativen durch den Einbruch der Technologiewerte im Jahr 2000.

Eine repräsentative Befragung von Ecologic (2001: 15) hat ergeben, dass es fast 80 Prozent aller Befragten wichtig oder sehr wichtig ist, dass Umweltaspekte bei der privaten Altersvorsorge berücksichtigt werden. Aber laut einer imug-Umfrage (2001) sind erst gut 3 Prozent aller Befragten in einer Anlageberatung auf ethische Anlageformen hingewiesen worden, nicht einmal ein Prozent hat in diesem Bereich investiert (imug 2001: 10f.). In einer Ecologic-Studie von Sommer 1999 (Kahlenborn, Kraemer 1999) ist der positive Zusammenhang von „Grünen Geldanlagen“ und Umweltnutzen anhand verschiedener Effekte (Anschubfinanzierung, Finanzierungseffekte zu Gunsten umweltfreundlicher Unternehmen, ökologische Beeinflussung des Unternehmensmanagements) herausgearbeitet worden.

Für den Markt des ethischen Investments kann die Berichtspflicht über die Nachhaltigkeit der finanzierten Projekte (durch Fonds, in die Anleger einzahlen) auch im Rahmen der Rentenreform einen wichtigen Impuls liefern.

Die Entwicklung des ökologischen Aktienmarktes lässt sich anhand des Natur-Aktien Index (NAI) verfolgen. Nachdem 2000 eine deutlich bessere Performance abgebildet wurde, hat sich 2001 der Vorsprung gegenüber dem MSCI-Weltindex verringert. Während der Dow Jones Sustainability Group Index auf den Best-In-Class Ansatz setzt und damit auch umstrittene Unternehmen erfasst, setzt der NAI auf strenge ökologische und soziale Kriterien.

Ob die ökologische und/oder soziale Performance von Unternehmen für ethische Fonds geeignet ist, wird durch Rating-Agenturen ermittelt. Hier sind imug, Hannover; Oekom, München; scoris, Hannover und SÜDWIND, Siegburg in Deutschland führend.

### **Empfehlung 1.19: Ethisches Investment**

*Investitionsverhalten, das nicht nur privatwirtschaftlichen, sondern auch gesamtgesellschaftlichen Zielen folgt („ethical investment“ in ökologisch nachhaltige oder soziale Projekte) sollte zur Erhöhung der Transparenz im Zuge von Rating-Verfahren positive Berücksichtigung finden. Insbesondere bei der staatlichen Förderung von Investitionen, von Altersvorsorge oder von anderen Förderungsobjekten sollen ethische Kriterien angelegt werden. Auch ist es sinnvoll, Fonds zu fördern, die „ethisches Investment“ betreiben und ökologische und soziale Projekte finanzieren. So ist es durchaus möglich, die wachsende Bedeutung der Fonds zu akzeptieren und gleichzeitig eine politische Lenkungsfunktion wahrzunehmen.*

### **1.4.5 Die Reform der „Marktaufsicht“: Internationale Finanzinstitutionen**

#### **1.4.5.1 Internationaler Währungsfonds und Weltbank**

Die internationale Staatengemeinschaft ist stärker denn je auf funktionierende globale Institutionen angewiesen. Die Bretton Woods Institutionen (IWF und Weltbank) sind zu einer Zeit entstanden, in der die vielfältigen globalen Verbindungen in der heutigen Form nicht noch existierten. Sie müssen diesen Entwicklungen Rechnung tragen und zu Beginn dieses Jahrhunderts ihre Aufgaben neu definieren und präzisieren. Davon hängt ihre Akzeptanz sowohl in den Industrie- als auch in den Entwicklungsländern ab.

Die Bretton Woods Institutionen stehen seit geraumer Zeit, aber verstärkt seit den Finanzkrisen der 90er Jahre, unter Reformdruck. Es geht darum, ihre Kernaufgaben neu zu bestimmen, also sowohl das Ziel der Entwicklung und eine darauf bezogene Strategie als auch die Aufgabenteilung zwischen den Institutionen von Bretton Woods und nationalen Regierungen festzulegen. Dies wird inzwischen unter dem Aspekt einer Balance zwischen der Konditionalität der IFIs bei der Kreditvergabe und „Ownership“, d. h. dem Ausmaß, in dem sich Gesellschaften die notwendigen Maßnahmen zur Krisenüberwindung und Stimulierung von Entwicklung zu eigen machen, international diskutiert. Der Vorwurf der mangelnden Transparenz, einer einseitigen Gläubigerorientierung und einer ausufernden Konditionalität (Köhler, Geschäftsführender Direktor des IWF) hat zu Veränderungen der Politik des Währungsfonds geführt. Die ursprünglichen Mandate von Bank und Fond werden also verändert werden müssen. Eine klare Arbeitsteilung zwischen IWF und Weltbank ist dabei wünschenswert.

### **Empfehlung 1.20: Reform der Bretton-Woods-Institutionen**

*Die Institutionen von Bretton Woods sind nicht zu schwächen, sondern zu stärken. Ihre Arbeitsteilung ist zu verbessern. Die Politik ist nach den negativen Lehren der Strukturanpassungsmaßnahmen grundlegend zu verändern. Es*

müssen auf soziale und ökologische Belange Rücksicht genommen und Formen der Partizipation der Bevölkerung gefunden werden. Die Institutionen von Bretton Woods müssen, gerade weil sie so wichtig für eine globale Öffentlichkeit sind, den Prinzipien der Transparenz und der Pluralität in den wissenschaftlichen Ansätzen, in den Methoden und bei der Auswahl der Berater verpflichtet werden. Mehr als in der Vergangenheit geschehen, müssen sich die Institutionen der Kritik der Zivilgesellschaft(en) stellen. So ist es möglich, eine ökonomisch, sozial, ökologisch und politisch nachhaltige Strategie für die Entwicklung der Weltwirtschaft zu verfolgen.

Allerdings ist das Ergebnis der momentan intensiv geführten Reformdebatte über die Internationalen Finanzinstitutionen noch nicht abschließend zu beurteilen. Dieser Aspekt wird im Abschlussbericht der Enquete-Kommission wieder aufgegriffen werden.

Der IWF hat eine Debatte über eine stärkere Einbindung der Gläubiger in die Bewältigung der Finanzkrisen begonnen, die zu begrüßen ist. Dabei sollte klar gemacht werden, dass die umfangreichen Stützungskredite der Vergangenheit künftig begrenzt werden. Die mit jeder Finanzkrise in den vergangenen beiden Jahrzehnten höheren finanziellen Engagements des IWF und anderer Institutionen haben häufig dazu gedient, Forderungen der Gläubiger zu bedienen und nicht dazu, Schuldner aus einer Liquiditätskrise zu helfen, bevor diese in eine Solvenzkrise umschlägt.

#### **Empfehlung 1.21: „bail in“ durch den IWF**

Die Enquete-Kommission unterstützt die Bemühungen des IWF, insbesondere die Gläubiger in Programme zur Krisenbewältigung mit einzubeziehen („bail in“). Der IWF darf nicht die Rolle einer Art kostenlosen Risikoversicherung für Banken, Investmentfonds und private Anleger in Entwicklungs- und Schwellenländern spielen, also mit öffentlichen Geldern private Verluste kompensieren. Die Leitlinie seiner Politik muss sich an den Bedingungen der Entwicklung von Ländern oder Regionen ausrichten.

Der Währungsfonds hat als Reaktion auf die Krisen der 90er Jahre die Prävention von Finanzkrisen in den Mittelpunkt seines Mandats gestellt. Um diese Funktion zu erfüllen, will der Fonds seine Überwachungsfähigkeit (surveillance) – u. a. durch zeitnahe Daten- und Informationsflüsse und eine bessere Analyse des Finanzsektors in Schwellen- und Entwicklungsländern – optimieren. Ob ihm dies bislang gelungen ist, darf nach den Erfahrungen mit der Türkei- und Argentinienkrise im Jahre 2001 bezweifelt werden. Hier wird sich auch zeigen müssen, inwieweit die Konditionalität bei der Kreditvergabe einem „Post-Washington-Konsens“ bereits Rechnung trägt und geeignet ist, diesen weiterzuentwickeln.

#### **Empfehlung 1.22: Begrenzung der Konditionalität**

Die Diskussion über die Begrenzung der Konditionalität mit dem Ziel, statt pauschaler Auflagen individuelle Strukturanpassungsprogramme unter verstärkter Mitwirkung betroffener Regierungen, Parlamente und Organisationen der Zivilgesellschaft für die Gewährung von Krediten zu erarbeiten, ist begrüßenswert (IWF 2000b). Diese neue Politik-Orientierung des IWF sollte nach Auffassung der Enquete-Kommission unterstützt und weiterentwickelt werden.

Der IWF gelangt mehr und mehr zu der Erkenntnis, dass strukturelle Änderungen in verschuldeten und von einer Finanzkrise betroffenen Ländern nicht erzwungen werden können, wenn sie in den Ländern auf massiven Widerstand aus der Gesellschaft stoßen. Die Konditionalität bedarf vielmehr einer Verankerung eines Minimalkonsenses in den betroffenen Gesellschaften („ownership“). Noch ist jedoch nicht erkennbar, welche Konditionen auch weiterhin den Kern von IWF-Programmen bilden. Überlegt wird eine Konditionalität, die sich im Wesentlichen auf die finanzielle und fiskalische Dimension von Krisenüberwindungsprogrammen beschränkt, und mehr „ownership“ bei den sozialen, politischen, ökologischen Implikationen von Strukturanpassung.

Unerlässlich ist also (1) eine Berücksichtigung sozialer und ökologischer Folgen von Strukturanpassungsprogrammen, wie sie sich in der sog. HIPC-Initiative abzeichnen beginnt (s. u.). Der IWF muss (2) sicherstellen, dass die Kredite nicht in „dunklen Kanälen“ verschwinden und die Vorkehrungen gegen Missbrauch verstärken. (3) Daher ist die Einrichtung einer Evaluationsabteilung („evaluation office“), deren Aufgabe eine transparente Bewertung von Erfolgen und Misserfolgen sein sollte, vom Ansatz her zu begrüßen.

Die jetzige Zusammensetzung des Exekutivdirektoriums des IWF wird den ökonomischen Entwicklungen zunehmend weniger gerecht. Die Anteile der Länder und Regionen am Weltsozialprodukt verändern sich. Auch entstehen – nicht nur in Europa – regionale Integrationsblöcke.

#### **Empfehlung 1.23: Institutionelle Reform des IWF**

Daraus ergibt sich die Möglichkeit, im IWF eine „Eurogruppe“ zu bilden, die – rotierend – mit wechselnden Stimmführern spricht. Die Gruppenbildung innerhalb des IWF wird sich generell verändern müssen, um die Stimmgewichtung zu Gunsten der bevölkerungsreichen Entwicklungsländer zu verschieben. Als vertrauensbildende Maßnahme im Sinne der Entwicklungsländer könnte auch das Auswahlverfahren des IWF-Direktors dienen; es soll in Zukunft auf jeden Fall transparenter und unter gleichberechtigter Beteiligung aller Kontinente erfolgen.

Das Problem der Zusammenarbeit zwischen Weltbank und Währungsfonds ist erkannt aber nicht gelöst. Die Weltbank ist von ihrer Selbstverpflichtung und ihrer Geschichte her die internationale Entwicklungsinstitution. Darum sollte sie die führende Rolle bei der Armutsbekämpfung spielen. Ihr selbst beschriebenes Ziel ist die Vision einer Welt ohne Armut.<sup>16)</sup> Doch das Profil der Bank scheint momentan unscharf. Die Vielzahl von Aufträgen, Aufgaben und Mandaten der Bank lässt eine klare Richtung – so eine häufige Kritik – vermissen.

In der Tat hat die Bank in den letzten Jahren versucht „neue Themen“ zu besetzen. So will die Bank eine führende Rolle bei der Überwindung der sog. „Digitalen Lücke“ (digital gap) zwischen Nord und Süd spielen. Sie will einen entscheidenden Anteil an der Bereitstellung sog. „Globaler Gü-

<sup>16)</sup> Die Internet-Site der Weltbank (<http://www.worldbank.org>) titelt unter „The World Bank Group“ mit dem Slogan „Our Dream is a World Free of Poverty“.

ter“ (Global Public Goods) haben. Sie wird sich darum bemühen, unter ihrem „Dach“ den auf dem G8-Treffen in Genua beschlossenen globalen Fond zur Bekämpfung von AIDS, Malaria und Tuberkulose anzugliedern. Mit der Vielzahl der Aufgaben vergrößern sich die Schwierigkeiten der angemessenen Finanzierung dieser Aufgaben; auch die damit verbundenen organisatorisch-strukturellen Probleme (internal structure) sind gewachsen.

Einige weitere Fragen und Probleme werden hier nur angedeutet und müssten vertieft behandelt werden; so die Frage der Kriterien, an denen der Erfolg der Kreditvergabe der Bank gemessen werden kann, oder die Frage ob, in bestimmten Sektoren die Weltbank stärker mit Zuschüssen als mit Krediten arbeiten müsste. Weitere Themen, die momentan in der Weltbank diskutiert werden, sind die stärkere Konzentration auf bestimmte Länder und Sektoren, die Kooperation zwischen Weltbank und regionalen Entwicklungsbanken und die Zusammenarbeit der Bank mit dem Privatsektor.

#### 1.4.5.2 Entwicklungsfinanzierung

Auf dem „Millennium-Gipfel“ im September 2000 wurde beschlossen, die Armut in der Welt bis zum Jahr 2015 zu halbieren, die Ausbreitung von Krankheiten wie AIDS, Malaria etc. zu verhindern, die Gesundheitssituation der Menschen vor allem in den Entwicklungsländern zu verbessern, das Bildungsniveau der Menschen zu erhöhen und die Ernährungssicherheit zu steigern. Um diese Ziele zu erreichen, benötigen die Entwicklungsländer in Zukunft hohe finanzielle Mittel. Doch die Finanzierung der auf den Weltkonferenzen beschlossenen Aktionsprogramme zur Lösung der dringendsten Menschheitsprobleme ist nicht gewährleistet. Deshalb kommt der im Jahr 2002 stattfindenden UN-Konferenz „Financing for Development“ eine hohe Bedeutung zu. Im Mittelpunkt dieser Konferenz werden – nach dem gegenwärtigen Stand der Vorbereitung – folgende Themen stehen:

##### Internationale Entwicklungszusammenarbeit/Official Development Assistance (ODA)

Das von den OECD-Ländern mehrfach zugesagte Ziel, 0,7 Prozent des BSP für die öffentliche Entwicklungszusammenarbeit (ODA) zu verwenden, wird nur von einigen kleineren europäischen Staaten erreicht. Die Bundesrepublik Deutschland lag mit 0,26 Prozent (1999) genauso wie die USA mit 0,1 Prozent, und Japan mit 0,35 Prozent weit unter dem erklärten Ziel. Der Anteil der Entwicklungszusammenarbeit am BSP der DAC-Länder insgesamt liegt 1999 bei 0,24 Prozent (BMZ 2001b).

##### Empfehlung 1.24: Öffentliche Entwicklungszusammenarbeit

*Die Enquete-Kommission fordert die Bundesregierung auf, die Mittel für die öffentliche Entwicklungszusammenarbeit zumindest auf die zugesagten 0,7 Prozent des BSP anzuhäufen. Langfristig sollte 1 Prozent vom BSP angestrebt werden. Der Bundestag wird aufgefordert, diese Zielsetzung in den Haushaltsentscheidungen zu berücksichtigen.*

##### Mobilisierung heimischer Ressourcen in den Entwicklungsländern

Die Beseitigung interner Entwicklungshemmnisse und die Mobilisierung zusätzlicher einheimischer Ressourcen sind

Grundvoraussetzungen für sozialen und wirtschaftlichen Fortschritt in den Entwicklungsländern. Wichtige Schritte dabei sind: Die Bekämpfung der Korruption und des Missbrauchs öffentlicher Gelder, der Aufbau effektiver und transparenter Steuersysteme, die Verhinderung der Kapitalflucht, die Schaffung von Rechtssicherheit, die Beseitigung von Fehlallokation im Staatshaushalt (z. B. durch Kürzung von überhöhten Militärausgaben) sowie die Förderung des Spar- und Kreditwesens. Hierbei kann mit Mitteln der Entwicklungszusammenarbeit wirksame Beratungshilfe geleistet werden.

##### Empfehlung 1.25: Konditionalität und Ownership

*Die Enquete-Kommission fordert die Empfängerländer auf, das ihre zu tun, um im Sinne von „Konditionalität und Ownership“ die internen Bedingungen für die Entwicklungszusammenarbeit zu verbessern.*

##### Internationale Ressourcen: Direktinvestitionen und die Einbeziehung des privaten Sektors (PPP)

Im Gegensatz zur öffentlichen Entwicklungshilfe haben private Kapitalströme in Form von Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer zugenommen. Nach Angaben des World Investment Report 2000 der UNCTAD (2000) sind die Direktinvestitionen in die Entwicklungsländer von knapp 40 Mrd. US\$ im Jahre 1990 auf fast 200 Mrd. US\$ im Jahre 1999 gestiegen. (Zum Vergleich: Direktinvestitionen in die entwickelten Länder stiegen im gleichen Zeitraum von ca. 175 Mrd. US\$ auf 770 Mrd. US\$.) In der Entwicklungspolitik ist der gestiegenen Bedeutung privater Unternehmen durch „Public Private Partnership“ (PPP) Rechnung getragen worden: viele Projekte werden in öffentlich-privater Kooperation geplant, finanziert und durchgeführt. Jedoch ist die Konzentration der privaten Kapitalströme auf einzelne Länder zum einen aufgrund ihrer polarisierenden Wirkung problematisch. Zum anderen zeigt sich, dass private Kapitalströme nur dann einen Beitrag zum Erfolg der wirtschaftlichen Entwicklung leisten, wenn sie in eine langfristig angelegte nationale Entwicklungsstrategie eingebunden werden. Damit diese überhaupt sinnvoll sein kann, kommt es aber darauf an, den Entwicklungsländern und ihren Finanzsystemen ein stabiles Umfeld ohne die große Volatilität von Kursbewegungen und Preisentwicklungen zu schaffen. Hier tragen die Industrieländer eine hohe Verantwortung.

##### Die Bedeutung des freien Zugangs zu Märkten der Industrieländer

Neben der unzureichenden finanziellen Unterstützung der Entwicklungsländer, ist festzustellen, dass den Entwicklungsländern enorme Einnahmen im Waren- und Dienstleistungshandel durch protektionistische Maßnahmen seitens der Industrieländer vorenthalten werden; Schätzungen gehen von einem zusätzlichen Absatzpotential der Entwicklungsländer von 150 bis 200 Mrd. US\$ bei einer Marktöffnung der Industrieländer aus (UN 2000: Ziffer 69). Freilich ist bei der Marktöffnung auf die Einhaltung von Standards zu achten. Während die Einhaltung der Kernarbeitsnormen der ILO wenig strittig ist, besteht bei weitergehenden sozialen Schutzrechten für Arbeitnehmer und bei gesundheitlichen und Umweltstandards noch Beratungsbedarf vor allem im Rahmen der WTO.

**Empfehlung 1.26: Marktöffnung der Industrieländer**

*Die Industrieländer werden aufgefordert, ihre Märkte für Exporte aus den Entwicklungsländern zu öffnen. Die Kernarbeitsnormen der ILO müssen ohne Einschränkung beachtet werden.*

**HIPC: Die Initiative zur Entschuldung der hoch verschuldeten armen Länder**

Für eine nachhaltige Entwicklung ist die hohe Verschuldung vieler Länder immer noch ein nahezu unüberwindbares Hemmnis. Die derzeit laufende Entschuldung der ärmsten hoch verschuldeten Länder (HIPC-Initiative) markiert einen qualitativen und quantitativen Fortschritt. Ziel ist es, die Schulden der ärmsten Länder durch Schuldenerlasse der (öffentlichen) Gläubiger auf ein tragfähiges Niveau zu senken. Voraussichtlich 38 Länder können sich qualifizieren. Bis Mitte 2001 war für 23 HIPC-Länder die Entscheidung über die Entlastung getroffen und mit der Umsetzung begonnen worden.

**Empfehlung 1.27: HIPC-Initiative**

*Die Entschuldung hochverschuldeter, armer Länder soll von Seiten der Industrieländer weiter gefördert, die HIPC-Initiative soll unter Beteiligung von zivilgesellschaftlichen Organisationen mit der Zielsetzung der Armutreduzierung fortgesetzt werden.*

Kritiker monieren jedoch die zeitaufwendigen und komplizierten Mechanismen der HIPC-Initiative. Sie kritisieren zudem einige Grundannahmen des Entschuldungsverfahrens. Tragfähige Verschuldung wird von der Gebergemeinschaft – so die Kritik – im Sinne einer maximalen Schuldendienstfähigkeit (wie im Londoner Schuldenabkommen von 1953 – siehe Kasten 1.10) interpretiert. Externe Schocks, Naturkatastrophen, starke Schwankungen der Rohstoffpreise, dramatische Gesundheitskrisen (Aids, Tuberkulose) haben aber in der Vergangenheit wiederholt gezeigt, dass ein grundsätzlich als tragfähig erachtetes Schuldenniveau sehr plötzlich wegen der erratischen Schwankungen makroökonomischer globaler Größen in Überschuldung umschlagen kann.

**Empfehlung 1.28: „Tragfähigkeit“ von Verschuldung**

*Die „Tragfähigkeit“ des Schuldendienstes (Zinsen und Rückzahlungsbeträge) müsste heute, ähnlich wie im Londoner Schuldenabkommen mit der Bundesrepublik Deutschland nach dem Zweiten Weltkrieg, eine zentrale Rolle bei der Beurteilung der „Überschuldung“ von Staaten spielen, um eine ökonomische, soziale und politische Überforderung zu vermeiden. Soziale und ökologische Kriterien müssen bei der Erarbeitung des Konzepts tragfähiger Verschuldung berücksichtigt werden.*

Mit den zweifelsohne positiven Entwicklungen für die HIPC-Länder hat sich der Graben – was die Möglichkeiten der Entschuldung betrifft – zwischen dieser Ländergruppe und anderen Entwicklungsländern mit erheblichen Verschuldungsproblemen vertieft. Für sie existieren im Wesentlichen die gleichen Bedingungen wie in den 80er Jahren. Für Länder mit mittleren und niedrigen Einkommen stehen im Pariser Club jeweils unterschiedliche Instrumente zur

Verfügung: darunter eine Streckung des Schuldendienstes bei Ländern mit mittlerem Einkommen und bei den ärmeren Ländern ggf. auch ein Schuldenerlass. Die Gesamtverschuldung der Länder mit mittlerem Einkommen hat sich in den letzten Jahren permanent erhöht. Der Glaube, sie würden aus eigener Kraft aus der Verschuldung herauswachsen, lässt sich nicht erhärten. Auch für diese Ländergruppe stellt sich die Frage nach erweiterten Verfahren, die das Problem der Entschuldung entschärfen könnten.

**Kasten 1.10 Londoner Schuldenabkommen**

In jüngerer Zeit wurde häufiger ein Vergleich der HIPC-Initiative mit der Entschuldung Deutschlands nach dem Zweiten Weltkrieg angestellt. Das dazu 1953 geschlossene Londoner Schuldenabkommen regelte die deutschen Vorkriegsschulden aus der Zeit der Weimarer Republik (v.a. Reparationsverpflichtungen aus dem Ersten Weltkrieg) und die Nachkriegsschulden der Bundesrepublik (im Wesentlichen aus der Nachkriegswirtschaftshilfe des Marshall-Plans). Das Londoner Schuldenabkommen gewährte Westdeutschland deutlich großzügigere Entschuldungsbedingungen als die HIPC-Initiative dies heute gegenüber den ärmsten Ländern tut. So wies es z. B. nur eine sehr schwache Konditionalität auf und reduzierte den Schuldenstand auf die Hälfte. Während für die HIPC-Länder heute ein Schuldendienst von bis zu 15 Prozent ihrer Exporteinnahmen als zumutbar angesehen wird, lag dieser Wert (die so genannte Schuldendienstquote) für die junge Bundesrepublik bei unter 4 Prozent (Deutsche Bundesbank 1976). Bei der Erfüllung der westdeutschen Zahlungsverpflichtungen waren die unvergleichlich besseren weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen während des Nachkriegsbooms sehr zuträglich. Angesichts eines stark anwachsenden Welt Handels im Allgemeinen und hoher westdeutscher Exportüberschüsse im Besonderen hatte die Bundesrepublik keine Probleme, die fälligen Zahlungen vertragsgerecht zu leisten. Der überwiegende Teil der Schulden war bereits vor 1980 zurückbezahlt.

Auch Indonesien erhielt 1969 in einem Umschuldungsabkommen ähnlich günstige Bedingungen. Der Vergleich zwischen den Schuldenabkommen in den 50er und 60er Jahren mit der Gegenwart darf sicherlich wegen der völlig anderen weltwirtschaftlichen und weltpolitischen Lage („Kalter Krieg“) nicht überstrapaziert werden. Dennoch verweist er auf einen größeren Spielraum für heutige Entschuldungsinitiativen.

Alle momentan bestehenden Verfahren des Schuldenmanagements werfen jedoch grundsätzliche Fragen nach einem gerechten Interessenausgleich zwischen Gläubigern und Schuldern auf. Das jetzige Verfahren der Schuldenverhandlungen im Pariser Club beispielsweise, bei dem die Gläubiger de-facto Gutachter, Kläger und Richter in einer Person sind, wird grundlegenden demokratischen Ansprüchen nicht gerecht.

**Geregelte Insolvenzverfahren**

Ein faires und transparentes Schiedsverfahren zur Bereinigung der Überschuldung von Staaten soll neue Entwick-

lungsoptionen für Länder mit Zahlungsschwierigkeiten eröffnen, die von der Illiquidität in eine Situation der Insolvenz geraten sind. Ohnehin ist in einer Situation der Insolvenz wirtschaftlich nicht mehr zu erwarten, dass ein Schuldner seine Verpflichtungen tatsächlich erfüllen kann. Ökonomisch sind die Forderungen, die bei den Gläubigern zu Buche stehen, uneinbringlich. Juristisch kollidieren die berechtigten Ansprüche der Gläubiger mit der Unzumutbarkeit der Vertragserfüllung durch den Schuldner. Es stellt sich damit die Frage nach den Modalitäten einer Schuldenreduktion, auch für Mitteleinkommensländer. In einem fairen und transparenten Schiedsverfahren – unter Beteiligung von Schuldnern, Gläubigern und einem unabhängigen Schiedsrichter – sollen die Schulden bis auf ein tragfähiges Niveau reduziert werden, um verschuldete Staaten in die Lage zu versetzen, ihren restlichen Schuldendienst nachhaltig leisten zu können. So wie das nationale Insolvenzrecht privaten Schuldnern den Schutz der Menschenwürde und einen wirtschaftlichen Neubeginn zugesteht, zielt das Verfahren in Bezug auf souveräne Staaten auf neue Entwicklungschancen unter Sicherung eines Existenzminimums, das sich an den Kategorien der Armutsbekämpfung orientiert. Durch den Einbezug der privaten Gläubiger in die Vermeidung und Bewältigung von Krisen („bail in“) setzt das Verfahren einen Anreiz, Fehlallokationen bei der Kreditvergabe zu verhindern. Auch die Schuldner werden diszipliniert. Durch das „bail in“ kann das internationale Insolvenzverfahren zur Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte beitragen (Raffer 2000).<sup>17)</sup> Begleitet werden muss dieses Instrument von strukturellen Reformen in den Entwicklungsländern, insbesondere zum Aufbau eines funktionsfähigen nationalen Finanzmarktes.

#### **Empfehlung 1.29: Internationales Insolvenzverfahren**

*Das Problem der Verschuldung wird nicht kleiner, sondern größer – und zwar trotz Schuldendienstleistungen. Die*

<sup>17)</sup> Kritisch dazu BMZ (2000); als Antwort darauf Raffer (2001).

*Enquete-Kommission empfiehlt ein Insolvenzverfahren für eine geregelte und faire Entschuldung von souveränen Schuldnern, die ihren Verpflichtungen zum Schuldendienst nicht nachzukommen vermögen. Über die institutionelle Ausgestaltung einer Organisation zur Durchführung des Insolvenzverfahrens in gebührender Unabhängigkeit von Schuldnern, Gläubigern und internationalen Finanzinstitutionen soll ein Einverständnis innerhalb der damit befassten internationalen Organisationen (vor allem des IWF) und zwischen den Regierungen gesucht werden.*

Zu dieser Frage wird die Enquete-Kommission im Abschlussbericht Vorschläge unterbreiten.

#### **1.5 Schlussbemerkung**

Die Finanzmärkte haben einen wesentlichen Beitrag zur globalen Vernetzung geleistet. Die ökonomische Effizienz und die gesellschaftliche Offenheit sind größer geworden. Ohne globale Finanzmärkte wären die Entwicklung von Welthandel und die Globalisierung der Produktion nicht möglich gewesen. Die Versorgung mit Konsumgütern ist für viele Menschen besser und vielfältiger geworden. Doch haben die Schulden- und Finanzkrisen der vergangenen zwei Jahrzehnte auch erkennen lassen, dass die positiven Effekte der Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte nur zum Teil eingetreten sind. Die ökonomischen, sozialen und politischen Kosten der finanziellen Instabilitäten, wenn sie sich zu Krisen – wie in den vergangenen zehn Jahren – zuspitzen, sind sehr hoch. Daraus leitet sich die Notwendigkeit von Prävention und Bekämpfung von Krisen auf allen Ebenen, vom nationalen Bereich bis zu globalen Märkten und Institutionen, ab. Die alte und verbreitete Erkenntnis, dass Märkte einen Ordnungsrahmen brauchen, dass sie reguliert werden müssen, um die Volatilität von Preisen zu reduzieren und die Berücksichtigung langfristiger Perspektiven in den Entscheidungen von Marktakteuren zu ermöglichen, erweist sich auch bei der Analyse globaler Finanzmärkte als stichhaltig.