universität wien

DISSERTATION

Titel der Dissertation

Unheilige Dualität: Das Zusammenspiel freier Märkte und staatlicher Interventionen als Ursache der Finanzkrise 2007-2009

verfasst von

Mag. phil. Thomas Umlauft, MSc

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Philosophie (Dr. phil.)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 092 312
Dissertationsgebiet lt. Studienblatt:	Geschichte
Betreut von:	a.o. Univ. Prof. Dr. Peter Eigner

DANKSAGUNG

Hiermit möchte ich mich herzlich bei meinem Betreuer a.o. Univ. Prof. Dr. Peter Eigner für die herausragende Begleitung, tatkräftige Unterstützung, wertvolle Hinweise und das gewissenhafte Lektorat vorliegender Arbeit bedanken. Alle verbleibenden Fehler sind die meinigen. Außerdem möchte ich mich bei meinen Eltern für ihre Unterstützung in vielfältiger Weise bedanken, insbesondere bei meinem Vater für das häufige Korrekturlesen an den Wochenenden.

INHALTSVERZEICHNIS

1 EINLEITUNG 1

2 BANKTHEORETISCHER HINTERGRUND 17

2.1 EINLEITUNG 17
2.2 EIN FUNKTIONALER ÜBERBLICK ÜBER FINANZMÄRKTE 18
2.3 DAS BANKWESEN 20
2.3.1 DIE ENTWICKLUNG DES MODERNEN BANKWESENS UND DESSEN INHÄRENTE FRAGILITÄT 20
2.3.2 DAS MODERNE BANKWESEN 23
2.4 BANK-RUNS & BANKENPANIKEN 28
2.5 HISTORISCHE ENTWICKLUNG DES US-BANKENSYSTEMS 31

TEIL I: SCHOCK

3 EINLAGENSICHERUNG 41

3.1 EINLEITUNG 41
3.2 FRÜHE EINLAGENSICHERUNGSSYSTEME 42
3.2.1 DER ZEITRAUM VON 1829 BIS 1866 42
3.2.2 DER ZEITRAUM VON 1908 BIS IN DIE 1920ER JAHRE 50
3.3 DAS MODERNE EINLAGENSICHERUNGSSYSTEM SEIT 1933 58
3.3.1 DIE HINTERGRÜNDE DES EINLAGENSICHERUNGSSYSTEMS 1933 58
3.3.1.1 DIE WELTWIRTSCHAFTSKRISE VON 1929 BIS 1933 58
3.3.1.2 BANKEN UND DIE WELTWIRTSCHAFTSKRISE VON 1929 BIS 1933 66
3.3.2 DIE GRÜNDUNG DER FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION 67
3.3.2.1 DIE BANKING ACTS VON 1933 UND 1935 72
3.3.2.2 KRITISCHE EVALUIERUNG DER BANKING ACTS VON 1933 UND 1935 75

4 SELEKTIVE LIBERALISIERUNG 95

4.1 EINLEITUNG 95
4.2 VOM GOLDENEN ZEITALTER ZUM NEOLIBERALISMUS 97
4.2.1 DAS GOLDENE ZEITALTER 97
4.2.2 DER AUFSTIEG DES MONETARISMUS 104
4.2.3 DIE MERKWÜRDIGE TRANSFORMATION DES MONETARISMUS ZUM NEOLIBERALISMUS 106
4.3 DEREGULIERUNG DES FINANZSEKTORS 115
4.4 DIE FOLGEN „SELEKTIVER LIBERALISIERUNG“ 128

5 FALLBEISPIELE SELEKTIVER LIBERALISIERUNG 130

5.1 EINLEITUNG 130
5.2 DIE LATEINAMERIKAKRISE 132
5.3 DIE KRISE DER US-SPARINSTITUTE 137
5.3.1 ENTWICKLUNG IM FINANZSEKTOR BIS AUSBRUCH DER S&L-KRISE: DISINTERMEDIATION 137
5.3.2 DIE HISTORISCHE ENTWICKLUNG DER S&L-INDUSTRIE 140
5.3.3 DIE BESONDERHEITEN DER US-AMERIKANISCHEN SPARINSTITUTE 141
5.3.4 AUFKOMMENDE PROBLEME IM US-SPARKASSENSEKTOR IN DEN 1960/70ER JAHREN 142
5.3.5 DIE ERSTE S&L-KRISE 143

5.3.6 DIE ZWEITE S&L-KRISE 146
5.4 ABSCHLIESSENDE BEMERKUNGEN 154

TEIL II: ZEITALTER DER INKONSISTENZ

6 ZEITALTER DER INKONSISTENZ: 1980-2007 158

6.1 TOO-BIG-TO-FAIL 158
6.1.1 DEFINITION 159
6.1.2 DER HISTORISCHE HINTERGRUND VON TOO-BIG-TO-FAIL 160
6.1.2.1 DIE REGULATIVEN RAHMENBEDINGUNGEN VON TOO-BIG-TO-FAIL 160
6.1.2.2 TOO-BIG-TO-FAIL: 1970-1984 164
6.1.2.2.1 UNITY BANK OF BOSTON 164
6.1.2.2.2 BANK OF THE COMMONWEALTH 166
6.1.2.2.3 CONTINENTAL ILLINOIS 170
6.1.2.2.4 PARALLELE ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES FINANZSEKTORS 177
6.1.3 KRITISCHE EVALUIERUNG VON TOO-BIG-TO-FAIL 179
6.1.3.1 EIN INTERNATIONALER UND ZEITLOSER ASPEKT VON TBTF 179
6.1.3.2 TBTF IN DEN USA, 1971 BIS CONTINENTAL ILLINOIS 1984 183
6.1.3.3 DER FALL CONTINENTAL ILLINOIS UND DESSEN BEDEUTUNG 184
6.1.3.4 TBTF IN DEN 1980ER JAHREN 186
6.1.3.5 DER FEDERAL DEPOSIT INSURANCE INPROVEMENT ACT VON 1991 191
6.1.3.6 DER UNTERGANG VON LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT 198
6.1.3.6.1 DIE IMPLIKATIONEN DES BEINAHE-KOLLAPS VON LTCM 202
6.1.3.7 DER GRAMM-LEACH-BLILEY ACT VON 1999 UND DER FALL DES TRENNBANKENSYSTEMS 203
6.1.3.7.1 DIE MOTIVE FÜR DIE ÜBERNAHMEWELLE DER 1990ER JAHRE 210
6.1.3.7.2 DIE FOLGEN DES GRAMM-LEACH-BLILEY ACT 213
6.1.3.8 DER COMMODITY FUTURES MODERNIZATION ACT VON 2000 216
6.1.4 TBTF UND DIE FEDERAL RESERVE ALS LENDER-OF-LAST-RESORT 221

TEIL III: RATIONALE IRRATIONALITÄT

7 DER IMMOBILIENBOOM 233

7.1 EINLEITUNG 233
7.2 UNGLEICHHEIT 233
7.3 DIE ROLLE DES STAATES IN DER SUBPRIMEKRISE 239
7.3.1 GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES 240
7.3.1.1 DIE ENTWICKLUNG DER GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES 240
7.3.1.2 DER HYBRID-STATUS DER GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES 242
7.3.2 „AFFORDABLE HOUSING“ 245
7.3.3 GELDPOLITIK 253
7.3.3.1 VON ORIGINATE-TO-HOLD ZU ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE 257
7.3.4 ABSCHLIESSENDE GEDANKEN 262

8 DEREGULIERUNG & SELBSTREGULIERUNG 268

8.1 EINLEITUNG 268
8.2 DEREGULIERUNG 269
8.2.1 DIE DEREGULIERUNG DES FINANZSEKTORS UND DEREN FOLGEN 269
8.3 DAS PRINCIPAL-AGENT-PROBLEM 275
8.3.1 UNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEM FINANZ- UND NICHT-FINANZSEKTOR 277

8.4 SELBSTREGULIERUNG 280
8.4.1 VALUE-AT-RISK 281
8.4.2 RATINGAGENTUREN 285
8.4.3 RATIONALE IRRATIONALITÄT UND TAIL-RISK 289
8.5 TAIL-RISK & DAS VERGÜTUNGSSCHEMA 291

9 SCHLUSSWORT 295

9.1 ZUSAMMENFASSENDE ANALYSE DER DISSERTATION 295
9.2 REGULATORISCHE IMPLIKATIONEN 305

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS 311
TABELLEN- UND ABBILDUNGSVERZEICHNIS 313
BIBLIOGRAFIE 314
PRIMÄRQUELLEN 314
SEKUNDÄRQUELLEN 321
ZEITUNGSARTIKEL 353
INDIREKT ZITIERTE PUBLIKATIONEN 358
WEBSITES 359
ABSTRACT (deutsch) 360
ABSTRACT (english) 361
CURRICULUM VITAE 362

1 EINLEITUNG

Den ersten und deutlichsten Hinweis auf Probleme im Subprime-Sektor und die bevorstehende Weltfinanzkrise gab wohl die Bekanntmachung des staatlich geförderten Hypothekenfinanzierers *Freddie Mac* im Jänner 2007, dass die riskantesten Subprime-Hypotheken nicht mehr gekauft würden. Zwei Monate später meldete einer der führenden Subprime-Hypothekenfinanzierer, *New Century Financial Corporation*, Konkurs an. Daraufhin stuften *Standard & Poor's* und *Moody's Investor Services* am 1. Juni über 100 Mortage-Backed Securities (MBSs) ab, und wenige Tage später, am 7. Juni, informierte die Investmentbank *Bear Stearns* Anleger darüber, dass Anteile ihres „High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund" nicht mehr eingelöst werden könnten, der hauptsächlich Subprime-Papiere gehalten hatte.[1] In einem Brief an Investoren am 17. Juli schrieb *Bear Stearns*: „The preliminary estimates show there is effectively no value left for the investors in the Enhanced Leverage Fund […] as of June 30, 2007" und nennt als Grund „the unprecedented declines in the valuations of a number of highly-rated (AA and AAA) securities."[2] Am 31. Juli liquidiert *Bear Stearns* zwei seiner Hedgefonds, unter anderem den ebengenannten, die beide überproportional in MBSs investiert waren, und eine Woche später meldete *American Home Mortgage Investment Corporation* Konkurs an. Drei Tage später, am 9. August, setzte *BNP Paribas* – Frankreichs größte Bank – die Konvertierbarkeit von drei ihrer Fonds aus.[3] Am 14. August 2007 wurde *Northern Rock* das erste Ziel eines Bank-Runs in England seit 150 Jahren.[4] Zwei Tage darauf, am 16. August, stufte *Fitch Ratings* den in schweren Finanzierungsnöten befindlichen größten Hypothekenfinanzierer der USA, *Countrywide Financial Corporation*, auf BBB+ ab.

Sheila Bair, ehemalige Vorsitzende der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), fasste die Anfangsphase der Weltfinanzkrise in folgenden Worten zusammen:

> *„Starting in mid 2007, global financial markets began to experience serious liquidity challenges related mainly to rising concerns about U.S. mortgage credit quality. As home prices fell, recently originated subprime and non-traditional mortgage loans began to default at record rates. These developments led to growing concerns about the value of financial positions in mortgage-backed securities and related derivative instruments held by major financial institutions in the U.S. and around the world. The difficulty in determining the value of mortgage-related assets and, therefore, the balance-sheet strength of large banks and non-bank financial institutions*

[1] New York Times (2007) – 2 Bear Stearns Funds Are Almost Worthless.
[2] Bear Stearns (2007) – Investorenbrief vom 17. Juli 2007.
[3] BNP Paribas (2007) – Pressemitteilung vom 9. August 2007.
[4] Shin (2009) – Reflections on Northern Rock.

> *ultimately led these institutions to become wary of lending to one another, even on a short-term basis."*[5]

Das zunehmende Misstrauen der Finanzinstitute untereinander infolge des unbekannten Exposures zu faulen Krediten im Zusammenhang mit Subprime-Krediten, die oft jenseits der Bilanzen geparkt waren, behinderte die Refinanzierung von Banken und anderen Finanzinstituten im Interbankenmarkt dramatisch und resultierte in weitreichenden staatlichen Eingriffen, um die Krise abzufedern.

Im März 2008 wurde die strauchelende Investmentbank *Bear Stearns* mit Hilfe der Federal Reserve durch *J.P.Morgan* übernommen. Wie eine Klage von *Bloomberg* auf Grundlage des Freedom of Information Act, der 2010 stattgegeben wurde, preisgab, hatte die New Yorker Federal Reserve im Rahmen der Übernahme weitreichende Haftung für die illiquiden und riskanten Vermögenswerte von *Bear Stearns* übernommen, um *J.P.Morgan* zur Übernahme zu bewegen.[6]

Am 16. März 2008 wurde die „*Primary Dealer Credit Facility*" (PDCF) bekanntgegeben, die das staatliche Sicherheitsnetz auf Wertpapierhäuser wie *Lehman Brothers*, *Morgan Stanley*, *Merrill Lynch* und *Goldman Sachs* ausweitete, die als wichtige Wertpapierhändler für Staatspapiere fungierten. [7] Zusätzlich zur Ausweitung des Diskontfensters auf Nicht-Banken durch die PDCF wurden am 14. September die möglichen Sicherheiten, die für Kredite im Rahmen der PDCF hinterlegt werden konnten, signifikant ausgeweitet, die bis zu diesem Zeitpunkt mindestens über „investment grade"[8] verfügen mussten.[9]

Im September 2008 wurden *Fannie Mae* und *Freddie Mac* in die „conservatorship"[10] überführt – eine Möglichkeit, die durch die Anlassgesetzgebung im Juli desselben Jahres durch den Erlass des Housing and Economic Recovery Act geschaffen worden war.[11] Hierdurch wurden sämtliche Verbindlichkeiten der beiden Government-Sponsored Enterprises (GSEs) *Fannie Mae* und *Freddie Mac*, die sich auf $5,4 Billionen beliefen, vom Staat garantiert. Zusätzlich sprach das Finanzministerium im September den beiden Unternehmen jeweils $100 Milliarden an Kapitalhilfen in Form von Vorzugsaktien zu, die im

---

[5] Bair (2010) – Systemically Important Institutions and the Issue of "Too Big to Fail".
[6] Torres, Ivry & Lanman (2010) – Fed Reveals Bear Stearns Assets Swallowed to Get JPMorgan to Rescue Firm.
[7] Bei „Primary Dealers" handelt es sich um große Wertpapierhäuser, die US-Staatspapiere direkt mit der Federal Reserve Bank of New York handeln (Adrian, Burke & McAndrews (2009) – The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility, S. 1). Für eine Liste der Primary Dealers zum Stichtag des 16. März 2008 siehe http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2007/an071130.html (18.12.13).
[8] Bei Ratingagenturen wird zwischen „investment grade" und „speculative grade" bzw. „sub-investment grade" unterschieden.
[9] FED (2008) – Pressemitteilung vom 14. September 2008.
[10] „Conservatorship" wird durch die Federal Housing Finance Agency wie folgt definiert: „A conservatorship is the legal process in which a person or entity is appointed to establish control and oversight of a Company to put it in a sound and solvent condition. In a conservatorship, the powers of the Company's directors, officers, and shareholders are transferred to the designated Conservator." Siehe hierzu unter http://www.fhfa.gov/webfiles/35/FHFACONSERVQA.pdf (18.12.13).
[11] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 4-5.

Februar 2009 auf $200 Milliarden erhöht wurden.[12] Bis Juni 2009 waren so $85 Milliarden in *Fannie Mae* und *Freddie Mac* injiziert worden,[13] und bis März 2010 hatte sich die Höhe der gekauften Vorzugsaktien auf $145 Milliarden erhöht.[14] Gleichzeitig dazu hatte die Federal Reserve mehrere hundert Milliarden an GSE-Schulden und Mortgage-Backed Securities der GSEs gekauft, um den Markt dieser Wertpapiere zu stützen.[15]

Am 15. September 2008 bankrottierte die Investmentbank *Lehman Brothers* mit einer Bilanzsumme von $600 Milliarden. Der auf die *Lehman*-Pleite folgende Zeitraum war durch eine sich signifikant verschlechternde Finanzierungssituation gekennzeichnet, die auf die Erschütterung des Glaubens vieler Marktteilnehmer zurückzuführen war, dass große Finanzinstitute vor einer Pleite durch den Staat geschützt werden würden.[16] Die Einschätzung, dass man von der Too-Big-to-Fail-Doktrin abgekommen war, wurde jedoch schon wenig später relativiert, als der Kollaps der Versicherungsgruppe *American International Group* (*AIG*) mit einer Bilanzsumme von mehr als einer Billion US-Dollar von der US-Regierung durch einen Notkredit in Höhe von $85 Milliarden, der sich später bis auf $182.5 Milliarden ausweiten sollte, verhindert wurde.[17]

Die dramatischen Ereignisse im Zeitraum von September bis Oktober 2008 waren von einer ebenso dramatischen Verschlechterung der Finanzierungslage von Finanzinstituten gekennzeichnet. Vom 12. September bis 10. Oktober verdreifachte sich der TED-Spread – ein Stressindikator, der die Differenz des Interbankenzinssatzes und der Rendite auf drei-monatige US-Treasury-Bills misst – von 135 Basispunkten auf 464 Basispunkte.[18]

Aus diesem Grund wurde am 3. Oktober 2008 der Emergency Economic Stabilization Act erlassen, der die Schaffung des Troubled Asset Relief Program (TARP) veranlasste, das am 14. Oktober verkündet wurde. Dieses ermächtigte das US-Finanzministerium zum Kauf von faulen Wertpapieren, die vom US-Finanzminister und dem Vorsitzenden der Federal Reserve als genügend klassifiziert wurden, und zu Kapitalinfusionen in einem Gesamtwert von $700 Milliarden.[19] Unter anderem wurden unter TARP $125 Milliarden an Vorzugsaktien der neun größten US-Finanzinstitute – unter anderem *Citigroup* und

[12] GAO (2010) – Fannie Mae and Freddie Mac, S. 1, Fußnote 3.
[13] GAO (2010) – Fannie Mae and Freddie Mac, S. 9.
[14] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 46.
[15] GAO (2010) – Fannie Mae and Freddie Mac, S. 10.
[16] Afonso, Kovner & Schoar (2011) – Stressed, Not Frozen, S. 2.
[17] Sjostrom (2009) – The AIG Bailout, S. 945.
[18] Bair (2010) – Systemically Important Institutions and the Issue of "Too Big to Fail".
[19] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 5.

Bank of America, die als systemisch bedeutsam empfunden wurden – gekauft.[20] *Citigroup* hatte als größter Empfänger von Eigenkapitalinjektionen $45 Milliarden unter der TARP-Rettung erhalten.[21]

Die Programme der Federal Reserve und des US-Finanzministeriums wurden durch FDIC-Programme komplementiert, die das Einlagensicherungsnetz maßgeblich ausweiteten.[22] Insgesamt stellte die Federal Reserve $7,7 Billionen zur Rettung des Finanzsystems zur Verfügung, wovon zur Spitzenzeit rund $1,2 Billionen gleichzeitig verliehen worden waren.[23]

Die Kosten, die mit der Rettung des Finanzsystems als auch mit der schwachen wirtschaftlichen Lage infolge der Finanzkrise in Zusammenhang stehen, waren beträchtlich. Der Non-Profit Think-Tank *Better Markets* beziffert die Kosten mit $12,8 Billionen allein für die USA.[24] Nicht zuletzt stellen die Jahre 2007 bis 2009 aber eine Herausforderung für das angenommene Vorherrschen eines freien, auf einer Laissez-Faire-Haltung beruhenden Wirtschaftssystems dar, das in vorliegender Arbeit untersucht wird.

Zum Zeitpunkt des Schreibens dieser Seiten sind die Nachwirkungen der Weltfinanzkrise von 2007-2009 noch immer spürbar. Die Ausgaben zur Stützung des Bankensektors haben deutliche Spuren hinterlassen. Sowohl die Staatsverschuldung der Vereinigten Staaten als auch der Länder Europas sind auf historischen Höchstständen. Gleichzeitig kämpft vor allem Europa mit anhaltend hoher Arbeitslosigkeit. Es verwundert aus diesem Grund nicht, dass der Ergründung der Ursachen der Weltfinanzkrise ein ausgeprägtes Interesse zukommt – sowohl auf politischer als auch akademischer Ebene. Dies umso mehr als die Evaluierung der Gründe wertvolle Anhaltspunkte für die zukünftige Reformierung des Finanzsektors geben könnte.

Hinsichtlich der Gründe für die Weltfinanzkrise scheint sich bei Politikern, Akademikern und Pressestellen dahingehend ein Konsens gebildet zu haben, dass ein ungezügelter Laissez-Faire-Kapitalismus eine tragende Rolle spielte. 2009 erklärte der damalige französische Staatspräsident Nicholas Sarkozy, dass „[t]he idea of the all-powerful market that must not be constrained by any rules, by any political intervention, was mad. […] Self-regulation as a way of solving all problems is finished. Laissez-faire is finished."[25] Ähnliche Meinungen werden von Akademikern und Politikern über parteipolitische Grenzen hinaus in den Vereinigten Staaten und Europa vertreten. NYU-Professor Roubini reflektierte in diesem Zusammenhang: „[W]hile this crisis does not imply the end of market-economy capitalism, it has shown the failure of a particular model of capitalism. Namely, the laissez-

[20] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 55.
[21] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 15-16.
[22] GAO (2010) – Regulators' Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard, S. 19-20.
[23] Keoun & Kuntz (2011) – Wall Street Aristocracy Got $1.2 Trillion in Secret Loans.
[24] Kelleher, Hall & Bradley (2012) – The Cost of the Economic Crisis Is More Than $12.8 Trillion.
[25] Vucheva (2008) – 'Laissez-Faire' Capitalism Is Finished.

faire, unregulated […] Wild West model of free market capitalism."[26] Auch Stiglitz sieht die Ursache in der Freien-Markt-Ideologie in Hinblick auf die Finanzmärkte, die durch Ronald Reagans deregulativen Reigen gestartet wurde.[27]

Die Rolle des Vorherrschens eines freien Marktes in Hinblick auf die Weltfinanzkrise ist aber weitaus weniger klar als oft angenommen wird. Ein durch Laissez-Faire geprägtes System ist durch niedrige Steuern infolge nichtexistenter beziehungsweise gering ausgeprägter Transferzahlungen sowie eine geringe staatlichen Präsenz im Wirtschaftskreislauf gekennzeichnet.

Obgleich Deregulierung zweifellos ein charakterisierendes Merkmal der letzten drei Jahrzehnte darstellt, so kann dennoch nicht von einem liberalisierten Finanzsektor gesprochen werden. Denn während zahllose Restriktionen im Finanzsektor im Laufe der letzten Jahrzehnte gelockert oder aufgehoben wurden, so wurde die staatliche Präsenz insgesamt signifikant ausgeweitet. Insofern deregulatorische Maßnahmen von einer sukzessiven Zunahme der Wichtigkeit des Staates in Hinblick auf die Stabilisierung des Bankensektors begleitet wurden, ergibt sich für die Zeit bis 2007 ein nach wie vor stark durch den Staat geprägtes Finanzsystem. Während also greifbare regulatorische Vorschriften zunehmend abgebaut wurden, nahm eine subtilere Präsenz des Staates im Wirtschaftskreislauf des Bankensektors somit zu, nicht ab.

Entgegen der weitverbreiteten Annahme, dass liberalisierte Finanzmärkte für die Weltfinanzkrise verantwortlich sind, argumentiert die vorliegende Arbeit gegen diese Ansicht. Vielmehr wird die Ursache der Krise in der besonderen Art der Liberalisierung gesehen. Das Problem wird dem Umstand zugeschrieben, dass deregulatorische Maßnahmen nicht mit einem proportionalen Rückgang des Staates im Finanzsektor einhergingen. Diese ***„selektive Liberalisierung"*** ist für die Erklärung der Weltfinanzkrise von grundlegender Bedeutung. Die vorliegende Arbeit zeigt, dass das Zusammenspiel von teilweise deregulierten Finanzmärkten mit weitreichenden staatlichen Eingriffen und einem stetig wachsenden Sicherheitsnetz für den Bankensektor zu einem äußerst fragilen, weil riskanten Finanz- und insbesondere Bankensystem führte. Der Titel „*Unheilige Dualität*" vorliegender Arbeit ist diesem besonderen Stressverhältnis geschuldet; dies in Anlehnung an das Konzept der „*Unholy Trinity*" aus dem Bereich der Politischen Ökonomie, das die Unmöglichkeit beschreibt, zur selben Zeit sowohl über eine gekoppelte Währung, geldpolitische Unabhängigkeit als auch einen freien Kapitalverkehr (bzw. keine Kapitalkontrollen) zu verfügen. Diese Inkompatibilität der genannten Faktoren macht es notwendig, dass sich Staaten für zwei der drei Faktoren entscheiden. Einer ähnlichen Entscheidung sehen sich Staaten in Hinblick auf die Organisation des Finanzsystems konfrontiert, indem sich diese

[26] Roubini (2009) – Laissez-Faire Capitalism Has Failed.
[27] Stiglitz (2009) – Capitalist Fools.

entweder für einen von der staatlichen Sphäre charakterisierten Bankensektor oder aber ein weitgehend liberalisiertes System entscheiden müssen. Eine Mischform, wie sie in den letzten drei Jahrzehnten verfolgt wurde, führt zu Ausgängen, die sowohl gegenüber staatlich geprägten als auch liberalisierten Systemen wohlfahrtstechnisch nicht-optimal sind. Dieser Befund hat weitreichende und wichtige Implikationen für Gesetzgeber, Regulatoren und Politiker und zeigt einen dringenden Reformbedarf auf.

Hinsichtlich des im obigen Absatz aufgekommenen Punktes wird gezeigt, dass das Verhalten von Angestellten im Finanz- und Bankenbereich exakt grundlegender ökonomischer Theorie entsprach. Auch Stiglitz (2009) merkt an, dass Banker handelten, wie andere Marktteilnehmer zu handeln vorgesehen sind: sie maximierten ihren Profit.[28] Das Problem, das sich vor dem Hintergrund des enormen volkswirtschaftlichen Schadens durch die Weltfinanzkrise deshalb stellt, ist: Wie war es möglich, dass Angestellte des Finanzsektors exzessives Risiko eingehen und ihre Profite maximieren konnten, während die damit einhergehenden Verluste von den Steuerzahlern getragen werden mussten? Wie war es möglich, dass Angestellte des Finanzsektors enorme private Gewinne einstrichen, die damit einhergehenden Verluste aber sozialisiert wurden?
Die Antwort auf diese Frage ist in einem schlecht konzipierten und mangelhaften regulatorischen System zu finden, das signifikante negative Externalitäten für die Gesellschaft schuf. Das bestehende regulatorische Rahmenwerk erlaubte es Bankern, private Gewinne auf Kosten der Gesellschaft zu maximieren. Die negativen Externalitäten nahmen und nehmen verschiedene Erscheinungsformen an und schließen sowohl explizite als auch implizite staatliche Garantien ein: nicht korrekt gepreiste Einlagensicherung, Too-Big-to-Fail-Policies, Notenbank-Interventionen sowohl in Hinblick auf die weit über ihre traditionelle Funktion als Lender-of-Last-Resort reichenden als auch ihre Geldpolitik betreffenden Maßnahmen und regulatorisches Wegsehen („regulatory forbearance“). In diesem Zusammenhang gelang es Finanzinstitutionen und vor allem Banken über den Zeitraum der letzten drei Jahrzehnte, zunehmend für vorteilhafte Deregulierung zu lobbyieren, die deren Anlagemöglichkeiten sukzessive ausweitete, während das staatliche Sicherheitsnetz unverändert blieb. Tatsächlich machte der steigende Risikograd von Banken die gleichzeitige Ausweitung des Sicherheitsnetzes notwendig. Somit erlaubte es die „selektive Liberalisierung“ des Finanzsektors, dass Banken ihr Risikolevel aktivseitig erhöhen konnten, während der Schutz der Passivseite sukzessive ausgeweitet wurde.

In dieser Hinsicht stellt die Weltfinanzkrise ein Versagen der ökonomischen Zunft dar, der es nicht gelang, die logischen Konsequenzen vorauszusehen, die die Möglichkeit riskanter Aktivseiten bei gleichzeitiger Abschottung von Banken von der Marktdisziplin schuf. Ein Artikel von acht Akademikern

[28] Stiglitz (2010) – Freefall, S. 6.

aus den USA und Europa – ein Großteil davon Ökonomen – attestiert daher einen "systemic failure of the economics profession" in Hinblick auf die Weltfinanzkrise, die die Notwendigkeit eines Überdenkens aufzeigen, wie Finanzmärkte zu regulieren sind.[29] Auch Krugman schrieb 2009 in einem Beitrag in der *New York Times* mit dem Titel „*How Did Economists Get It So Wrong?*" die Weltfinanzkrise der „profession's blindness to the very possibility of catastrophic failures in a market economy" zu.[30]

Das sich sukzessiv ausweitende Sicherheitsnetz für den Finanzsektor führte zu einer Unterbewertung von Risiko. In der Tat hatten Notenbanken im Vorfeld der Weltfinanzkrise wiederholt darauf hingewiesen, dass Risiko global unterbewertet war,[31] ohne jedoch zu bemerken, dass dies der Subvention von Risiko durch die bestehende regulatorische Infrastruktur zuzuschreiben war. Die fehlerhafte Bewertung von Risiko war gekennzeichnet durch eine für historische Verhältnisse äußerst geringe Volatilität und einen hohen Verschuldungsgrad sowohl von Finanzunternehmen als auch Haushalten. Dieses Risiko-orientierte Verhalten wird oft durch das sehr niedrige Zinsniveau in den frühen 2000er Jahren in Verbindung gebracht.[32] Niedrige Leitzinsen veranlassten nach Meinung vieler eine Jagd nach Rendite in zunehmend riskante Vermögensklassen und ermöglichten Finanzunternehmen und Haushalten gleichermaßen den Ausbau ihres Verschuldungsgrades.

Obgleich die expansive Geldpolitik der Federal Reserve, insbesondere gegen Ende der Boomphase um die Mitte der 2000er Jahre, fraglos zur Unterbewertung von Risiko beitrug, ist diese nicht der alleinige oder gar ein maßgeblicher Faktor in Hinblick auf das Aufblähen der Immobilienblase.

White (2009) nennt 13 mögliche Ursachen für die Weltfinanzkrise:

1. die expansive Geldpolitik der Federal Reserve
2. der „Greenspan Put"
3. das Versagen von Bankaufsichtsbehörden
4. Moral Hazard infolge von Too-Big-to-Fail
5. Moral Hazard infolge von staatlicher Einlagensicherung
6. die Deregulierung des Bankensektors (insbesondere der Fall des Trennbankensystems)
7. das Versagen von Ratingagenturen
8. das überproportionale Wachstum von Fannie Mae und Freddie Mac
9. die Förderung des Eigenheimanteils an der Bevölkerung
10. internationale Ungleichgewichte (hohe Sparraten in asiatischen Ländern)

[29] Colander/Föllmer/Goldberg/Haas/Juselius/Kirman/Lux/Sloth (2009) – The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics, S. 2.
[30] Krugman (2008) – How Did Economists Get It So Wrong.
[31] Vgl. ECB (Juni 2006) – Financial Stability Review, S. 35; ECB (Juni 2007) – Financial Stability Review, S. 31-32; BoE (April 2007) – Financial Stability Report, S. 6-9.
[32] Vgl. hierzu inzbesondere Taylor (2009) – Getting Off Track.

11. nicht regulierte Derivatemärkte
12. gierige Hypothekargeber
13. ignorante Fremdkapitalnehmer[33]

Während White anmerkt, dass der Großteil der Publikationen zur Weltfinanzkrise lediglich einen oder zwei dieser Aspekte untersucht, bietet vorliegende Arbeit einen geschlossenen Erklärungsansatz, der das Gros der 13 Punkte in einem historischen Modell einschließt. Es wird ein Modell über drei Entwicklungsphasen ausgearbeitet, das in den 1930er Jahren seinen Anfang nimmt und den zunehmend riskanter werdenden Finanzsektor aus einem wirtschaftshistorischen Blickwinkel beleuchtet und erklärt. Zu diesem Zweck wird umfangreicher Gebrauch von finanzökonomischer Theorie gemacht, um die einzelnen Etappen seit 1930 zu erläutern und die historischen Entwicklungen mit relevanter theoretischer Grundlage zu unterfüttern. Der Fokus des Modells liegt auf dem Zusammenspiel der staatlichen Sphäre (Interventionen, Gesetze, Regulierung, etc.) in Zusammenhang mit freien und deregulierten Märkten. Insbesondere wird das Hauptaugenmerk darauf gerichtet, wie die Vermischung dieser beiden – einander ausschließenden – Aspekte zu einem Wirtschaftssystem führte, das die deregulierten Aspekte zu einer Quasiregulierung machte, die den Bankensektor mit signifikanten staatlichen Subventionen ausstattete. In anderen Worten führte die Eliminierung einiger Aspekte durch Deregulierung aus einem gegebenen Policy-Mix nicht zu einer Zunahme privatwirtschaftlicher Charakteristika, sondern im Gegenteil zu ökonomischen Renten [34] für den Bankensektor. Vor dem Hintergrund tiefer Involvierung des Staates stellte Deregulierung bzw. Nicht-Regulierung einen massiven staatlichen Eingriff dar, der zu gesellschaftlich nicht-optimalen Ausgängen führte, die unter privatwirtschaftlichen Gegebenheiten in dieser Form nicht möglich gewesen wären. Das Hauptaugenmerk vorliegender Arbeit liegt dabei auf den Anreizproblemen sowie Interessenkonflikten, die aus staatlichen Eingriffen in die Privatwirtschaft resultieren und durch inkonsistente Deregulierungsmaßnahmen verschärft werden. Die Arbeit profitiert wesentlich von Forschern wie Charles W. Calomiris, Edward J. Kane und Frank Partnoy, die diese als Moral Hazard bezeichnete Gefahr ausgiebig thematisierten. Die Analyse des Stressverhältnisses zwischen der staatlichen Sphäre und freien Märkten, das in der Weltwirtschaftskrise münden sollte, konzentriert sich dabei auf die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten. Dies wird durch zwei Umstände gerechtfertigt: Zum einen stellen die USA das Epizentrum der Finanzkrise dar, von wo sich diese in andere Regionen der Welt ausbreitete, vornehmlich in Europa, deren Banken und andere Finanzinstitute viele der betroffenen und problembehafteten Wertpapiere gekauft hatten. Zum anderen sind viele der Faktoren,

[33] White (2009) – Lessons from the Great American Real Estate Boom and Bust of the 1920s, S. 2.
[34] Ökonomische Renten stellen einen Nettotransfer von wirtschaftlichen Gütern durch Regulierung, Besteuerung oder staatliche Ausgaben dar, dem kein korrespondierender ökonomischer Aufwand gegenüber steht. Somit können Renten als eine Entlohnung für nicht-erbrachte Leistungen angesehen werden.

die zur Finanzkrise beziehungsweise deren Verstärkung beitrugen, breite globale Entwicklungen, die in derselben oder ähnlichen Weise in vielen Teilen der entwickelten Welt stattfanden.

Die Entwicklung des vorliegenden Modells lehnt sich eng an das Minsky-Kindleberger-Modell an.[35] Dieses unterteilt Blasen in fünf Phasen, deren erste ein sogenanntes „*Displacement*" darstellt. „*Displacement*"-Ursachen reichen von niedrigen Zinsniveaus über bahnbrechende technologische Entwicklungen und dem Ausbruch bzw. dem Ende eines Krieges bis hin zu guten/schlechten Ernten oder gar zur Entdeckung einer neuen Pflanzenart[36]. Alle Faktoren führen jedoch dazu, dass ein makroökonomischer Schock in die Zukunft extrapoliert wird und so zu verzerrten Einschätzungen hinsichtlich zukünftiger Erwartungen führt. In weiterer Folge erhöhen Firmen und private Marktakteure die Finanzierung durch Fremdkapital, um von den angenommenen Möglichkeiten zu profitieren. Dies wiederum führt zu einer Beschleunigung wirtschaftlichen Wachstums, das wiederum Anlass für eine Zunahme an Optimismus gibt.

Der dem „*Displacement*" folgende „*Boom*" wird durch eine allgemeine Bankkreditausweitung genährt, die die Geldmenge vergrößert und so das Preisniveau steigen lässt. In dieser Phase wird die Geldschöpfung bereits vorhandener Banken durch jene von neuen erweitert und ergänzt, die durch die wirtschaftliche Prosperität auf den Plan gerufen werden. Durch diesen Umstand kann es zu einem exponentiellen Wachstum von Kredit und Geldmenge kommen, indem ältere Banken durch eine Minderung ihrer Kreditvergabekriterien ihren Marktanteil gegenüber neu gegründeten, aggressiven Banken zu halten versuchen.

Die dem Boom folgende Phase wird von Minsky als „*Euphoria*" bezeichnet und ist durch Spekulation gekennzeichnet. Während die ersten beiden Phasen von Investitionen getragen werden, zieht die „*Euphoria*"-Phase vor allem spekulatives Handeln an, das dadurch geprägt ist, dass Wertpapiere aufgrund erwarteter Kapitalgewinne gekauft werden, nicht ihres inhärenten Nutzen willens. Bei Aktien und Anleihen stehen somit Wertsteigerungen der Papiere, nicht Dividenden oder Kouponzahlungen im Vordergrund, und in Hinblick auf Rohstoffe ist nicht deren Nutzen ausschlaggebend, sondern deren (angenommener) Wiederverkaufswert. Diese Phase kann durch einen „*follow-the-leader*"-Prozess genährt werden, in welchem bisher nicht involvierte Personen und Haushalte durch den beobachteten Spekulationsgewinn von Freunden und Verwandten dazu angetrieben werden, ebenfalls zu spekulieren. Nach diesen drei Etappen setzt die zunehmende Realisierung davon ein, dass der Trend nicht nachhaltig sein kann, und in weiterer Folge veräußern erste Investoren/Spekulanten ihre Positionen („Financial Distress"). Diese Verkäufe münden schließlich in einer Panik, während welcher es zu einem

[35] Minskys ökonomische Beiträge (u.a. Minsky (2008) – Stabilizing an Unstable Economy), in welchen dieser seine „financial-instability hypothesis" erörtert, wurden von Kindleberger & Aliber zusammengefasst und auf vier hundert Jahre Finanzgeschichte angewandt. Siehe hierzu Kindleberger & Aliber (2005) – Manias, Panics, and Crashes.

[36] Landläufig wird die Tulpenblase in den Niederlanden im 17. Jahrhundert als die erste – zumindest moderne – Blase angesehen.

„*Deleveraging*“ bzw. einer Entschuldung derjenigen kommt, deren Solvenz nur dann hätte aufrechterhalten werden können, wenn sich der Boom fortgesetzt hätte („Revulsion“). Bei widriger Entwicklung der Preise müssen diese jedoch ihre großteils mit Fremdkapital finanzierten Positionen veräußern, und Panikverkäufe setzen ein – das sogenannte Minsky-Moment.

Finanzkrisen unterscheiden sich grundsätzlich in ihrer individuellen Ausprägung, weisen gleichzeitig jedoch wichtige gemeinsame Merkmale auf. In der Regel werden Finanzkrisen von Blasen in einer oder mehreren Vermögensklassen begleitet, üblicherweise in Zusammenhang mit einer Ausweitung der Kreditmenge. Diese Blasen bilden sich meist über einen längeren Zeitraum, oft über Jahre oder Jahrzehnte. Dies trifft mit Sicherheit auf die jüngste Finanzkrise von 2007 bis 2009 zu. Die vorliegende Arbeit argumentiert, dass diese ihren Ausgangspunkt in den 1930er Jahren hatte.

Der ursächliche makroökonomische Schock und somit die erste Phase („Displacement“) wird in der Einführung der staatlichen Einlagensicherung in den USA durch die Gründung der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) gesehen. Durch die staatliche Versicherung von Bankeinlagen im Jahr 1933 sollte eine Wiederholung der Weltwirtschaftskrise verhindert werden, während welcher mehr als die Hälfte aller US-Banken scheiterte, indem die Ansteckung von gesunden Banken verhindert werden sollte. Respektive sollte durch die Einlagensicherung der wohlfahrtstechnisch schädlichen Möglichkeit einer selbsterfüllenden Prophezeiung durch Bank-Runs begegnet werden. Die Versicherung von Bankeinlagen durch den Staat birgt jedoch das Risiko, insbesondere wenn Beitragszahlungen nicht vom Risiko der betreffenden Bank abhängig gemacht werden, von Moral Hazard[37], also das Eingehen von hohem Risiko im Wissen um das begrenzte Interesse von Einlegern, Ersparnisse zu beheben. Aus diesem Grunde waren gleichzeitig mit Gründung der FDIC gewisse Maßnahmen getroffen worden, die die Gefahr durch Moral Hazard verringern sollten. In diesem Zusammenhang wurden einerseits regelmäßige Überprüfungen, die Regulierung sowie Aufsicht der versicherten Banken verfügt. Außerdem wurden durch „*Regulation Q*“ Höchstzinssätze festgeschrieben, die auf Einlagen gezahlt werden durften, um „ruinous competition“ zu verhindern. Darüber hinaus war durch den Banking Act von 1933 ein Trennbanksystem errichtet worden, das das Einlagengeschäft vom Wertpapiergeschäft separierte. Dies verstärkte die in den Vereinigten Staaten traditionelle und durch historische Gegebenheiten erklärbare relativ hohe Spezialisierung von Finanzunternehmen. In Verbindung mit ebenfalls historisch gegebenen geografischen Restriktionen von Finanzinstituten ergab sich somit ein fragmentiertes Finanzsystem, in welchem Wettbewerb äußerst gering ausgeprägt war. Die weitgehende Absenz wettbewerblichen Drucks hatte Banken einen hohen Franchise-Wert eingeräumt, der sich hemmend auf die Risikoneigung der Banken auswirkte.

[37] Siehe hierzu ausführlicher im Kapitel 3 (EINLAGENSICHERUNG).

Die oben genannten Vorkehrungen in Kombination mit der prosperierenden Wirtschaft während des Nachkriegsbooms verhinderten ernste Bankenkrisen während der nächsten Jahrzehnte. Tatsächlich waren Bankpleiten bis in die 1970er Jahre seltene und isolierte Phänomene. Mit Nachlassen des Nachkriegsbooms in den 1970er Jahren wurden Bankpleiten jedoch wieder ausgeprägter. Der Anstieg der Bankpleiten ist unter anderem der Einführung der Einlagensicherung selbst zuzuschreiben. Da die staatliche Garantie von Bankverbindlichkeiten als ein Substitut sowohl für Eigenkapital als auch Liquidität angesehen werden kann, hatten Banken ihre Eigenkapitalquoten stark verringert und gleichzeitig den Risikograd ihrer Vermögenswerte erhöht. In diesem Zusammenhang hatte sich die durchschnittliche Eigenkapitalquote von 15% im Jahr 1933 auf 5% bis Mitte der 1940er Jahre gedrittelt und blieb über die nächsten Jahrzehnte konstant unter 7%.[38] Somit hatte die staatliche Versicherung von Bankobligationen den Bankensektor inhärent instabil gestaltet, die Verringerung des Anreizes von Einlegern, Banken auf deren Risiko zu überwachen und gegebenenfalls Einlagen abzuziehen, hatte diese Instabilität jedoch nicht unmittelbar sichtbar gestaltet.

Die Anfänge der zweiten Phase des Minsky-Kindleberger-Modells („Boom“) reichen in die 1970/80er Jahre, die einen Wendepunkt in Hinblick auf den Bankensektor darstellen. In den frühen 1970er Jahren führten makroökonomische Entwicklungen zu einer zunehmenden Erosion des keynesianischen Systems, das die Grundlage für die ausgeprägte Präsenz des Staates in privatwirtschaftlichen Abläufen dargestellt hatte. Milton Friedman hatte lange die Vorzüge keynesianischer Wirtschaftspolitik zur Steuerung des Wirtschaftskreislaufs in Frage gestellt und den Monetarismus als Instrumentarium zur Einschränkung der diskretionären Macht des Staates befürwortet. Die hohe Arbeitslosigkeit bei gleichzeitig niedrigem Wirtschaftswachstum der 1970er Jahre – ein nach der Philipps-Kurve unmögliches Phänomen – ebnete schlussendlich den Weg für Friedmans Monetarismus, dem jedoch nur kurzer Erfolg beschieden war. Friedmans Einfluss als Ideologe aber sollte sich als weitaus langlebiger erweisen. In diesem Zusammenhang hatte Friedman maßgeblich zu einer Renaissance des Glaubens an freie Märkte und der (neo-)klassischen Ökonomie beigetragen. Die Ansicht, dass Märkte effizient sind bzw. dass staatliche Interventionen Märkte ineffizient gestalten, wurde durch die akademische Forschung dieser Zeit untermauert, die zunehmend von hyperrationalen Marktteilnehmern geprägt war. In den 1970er Jahren popularisierte Eugene Fama die *Efficient Market Hypothesis* (EMH), nach welcher Märkte informationseffizient und Preise deswegen immer korrekt sind. Die EMH ebnete den Weg für die zunehmende Deregulierung des Finanzsektors, insbesondere der Aktivseite von Finanzinstituten. Schließlich haben Anlagerestriktionen für Banken wenig Sinn, wenn die Preise von Wertpapieren immer korrekt sind. Zur selben Zeit argumentierten Stigler (1971) und Posner (1974), basierend auf empirischen Beobachtungen, dass Regulierung oft nicht den Interessen der Gesellschaft,

[38] Mitchell (1984) – Capital Adequacy at Commercial Banks, S. 22. Vgl. außerdem Dwyer (1981) – The Effects of the Banking Acts of 1933 and 1935 on Capital Investment in Commercial Banking.

sondern im Gegenteil jenen der Regulierten selbst entspricht.[39] Die ökonomische Theorie der Regulierung postuliert aus diesem Grunde, „that regulation is supplied in response to the demands of interest groups struggling among themselves to maximize the incomes of their members."[40] Nach der ökonomischen Theorie der Regulierung erlaubt es die Regulierung Interessenverbänden, durch dieselbe ökonomische Renten auf Kosten der Gesellschaft und/oder anderer Sektoren zu erlangen. Nach Laffont & Tirole (1991) resultiert vorteilhafte Regulierung durch Politiker aus persönlichen Vorteilen wie Bestechungsgeldern, zukünftigen Beschäftigungsaussichten, persönlichen Freundschaften mit den Regulierten und Partei- bzw. Wahlkampfspenden, weswegen die Theorie auch Capture-Theorie genannt wird.[41] Die ökonomische Theorie der Regulierung stellte deshalb die bis zu diesem Zeitpunkt vorherrschende Auffassung von Regulierung als Instrumentarium zur Behebung von Marktunvollkommenheiten und der daraus resultierenden Ungerechtigkeiten nachhaltig in Frage.

Diese Entwicklungen führten zum Zeitalter des Neoliberalismus ab 1980. Das Wort Neoliberalismus legt nahe, dass es sich hierbei um eine Neuinterpretation des Liberalismus des 19. Jahrhunderts handelt, der durch persönliche und wirtschaftliche Freiheit charakterisiert war, die durch einen freien Markt gewährleistet werden sollte. Die zunehmende Deregulierung des Wirtschaftssystems seit den 1970er und speziell seit den 1980er Jahren ist vor diesem Hintergrund nicht verwunderlich. Allerdings wurde diese Deregulierung von denselben Faktoren getrieben wie die Regulierung: durch die Beeinflussung von Interessenverbänden. Deregulierung in diesem Kontext kann als eine Art der Regulierung angesehen werden, welche durch die deregulierte Industrie vereinnahmt wurde. Buiter (2008) bemerkt in diesem Zusammenhang, dass die Liberalisierung des Finanzsektors von „cognitive regulatory capture" geprägt war.[42] Durch milliardenhohe Partei- und Wahlkampfspenden und Regulatoren, die die Ideen, Interessen und Ziele von den zu Regulierenden internalisiert hatten, gelang es dem Finanzsektor zunehmend, für vorteilhafte Deregulierung zu lobbyieren – getragen, zumindest oberflächlich, von der Existenz effizienter Märkte. Was in diesem Zusammenhang oft übersehen wird, ist die Tatsache, dass diese von der Finanzindustrie veranlasste Deregulierung nicht dem Ideal liberalisierter, freier Märkte folgte, sondern den Interessen der Finanzindustrie. In dieser Hinsicht verwundert es nicht, dass lediglich jene Regulierungen „liberalisiert" wurden, die als unvorteilhaft empfunden wurden, nicht aber das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor, das unbestritten einen massiven staatlichen Eingriff darstellt und nur schwer mit einem liberalisierten Finanzsektor in Einklang zu bringen ist. Diese „selektive Liberalisierung" führte zur Abschaffung jener regulativen Maßnahmen, die die Einführung

[39] Stigler (1971) – Economic Regulation; Posner (1974) – Economic Regulation.
[40] Posner (1974) – Economic Regulation, S. 335-336.
[41] Laffont & Tirole (1991) – Regulatory Capture.
[42] Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises, S. 106.

staatlicher Einlagensicherung veranlasst und notwendig gemacht hatte, um die damit einhergehende Gefahr durch Moral Hazard zu verringern.

In Hinblick auf die Schaffung eines schlecht konzipierten und anreizinkompatiblen regulatorischen Rahmenwerks kommt Alan Greenspan als „cheerleader of deregulation" eine maßgebliche Rolle zu. Gefangen von den Überzeugungen und dem intellektuellen Framework des Finanzsektors hatte Greenspan infolge der angenommenen Fähigkeit, sich selbst zu regulieren, jegliche Notwendigkeit der Regulierung des Finanzsektors verworfen. Unter Greenspans Ägide wurde der Bankensektor zunehmend dereguliert, was sich vornehmlich in erweiterten Anlagefreiheiten niederschlug, während ein großer Anteil der Verbindlichkeiten des Bankensektors nach wie vor vom Staat versichert blieb. Die verringerten Eigenkapitalquoten von Banken in Zusammenhang mit erweiterten Anlagebefugnissen und nicht Risiko-basierten Einlagensicherungsbeiträgen boten Banken einen Anreiz, mehr Risiko einzugehen, als sie dies ohne staatliches Sicherheitsnetz getan hätten.

Einen ersten Vorgeschmack auf die verfehlte Deregulierungspolitik hatte bereits die „Savings & Loan"-Krise gegeben. In den 1980er Jahren waren die Anlagebefugnisse der US-amerikanischen Sparinstitute – Savings & Loan Associations (S&Ls) – signifikant ausgeweitet worden. Gleichzeitig war aber die Obergrenze für die Einlagensicherung von $40.000 auf $100.000 erhöht worden, während die Bankenprüfung extrem reduziert wurde. Die Folge dieser inkonsistenten „Deregulierungspolitik" war das Eingehen von exzessivem Risiko, oft in Zusammenhang mit Betrug. Bis Ende der 1980er Jahre war die S&L-Industrie im Gesamten insolvent. Anstatt die insolventen Institute zu schließen, verfolgten Regulatoren aber eine Strategie des Aufschiebens bzw. Wegsehens. Da insolvente Institute nichts mehr zu verlieren hatten, erhöhten diese ihr Risiko im Versuch des „gambling for resurrection" erneut dramatisch. Letzten Endes führte die S&L-Krise zur Insolvenz des S&L-Einlagensicherungsfonds und kostete die Steuerzahler rund $150 Milliarden.

Die S&L-Krise kann als Mikrokosmos für die Entwicklungen des Bankensektors von 1980 bis 2007 angesehen werden. Die „*selektive Liberalisierung*" eröffnete Banken und anderen Finanzinstituten sukzessive mehr Möglichkeiten, Risiko einzugehen, während das staatliche Sicherheitsnetz bestehen blieb und sogar ausgeweitet wurde. Dies führte zu einem zunehmend fragileren Finanzsystem, das von einer steigenden Anzahl an Krisen geprägt war. Wie im Falle der S&L-Krise entschieden sich Regulatoren jedoch oft dagegen, die Konsequenzen aus der fehlerhaften Deregulierung des Finanzsystems zu ziehen und weiteten stattdessen das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor aus, um die dramatischen Folgen eines möglichen Kollapses des Finanzsystems zu verhindern. Diese Herangehensweise ist dem Interessenkonflikt von Regulatoren zuzuschreiben. Wenn diese mit Problemen im Finanzsektor konfrontiert werden, die auf deren Vorgänger zurückzuführen sind, wird die Handhabung der Probleme in der Regel den gegenwärtigen Regulatoren zugeschrieben, nicht den eigentlich Schuldigen. Die

Inangriffnahme dieser Probleme hat folglich rufschädigende Folgen für Regulatoren. Insofern oft angenommen wird, dass unpopuläre und unerfreuliche Maßnahmen zur Lösung von Problemen im Finanzsektor oder einzelner Institute außerdem zu einer Ansteckung gesunder Institute führen könnten, wird Problemen im Finanzsektor deshalb oft durch ein Wegsehen von Regulatoren begegnet.

Im Zentrum dieser Problematik steht das Problem, das große Finanzinstitute darstellen, die als Too-Big-to-Fail gelten. Seit den 1970er Jahren hatten die FDIC und die Federal Reserve äußerst unterschiedlich auf Bankpleiten reagiert. Während kleine Banken in der Regel in den Konkurs überführt wurden, waren große Banken oft vom Staat oder dessen Organen gerettet worden. Angesichts der zentralen Rolle großer Banken in der Weltfinanzkrise muss diesem Faktor besondere Beachtung beigemessen werden. Das Wissen um die Unmöglichkeit, diese scheitern lassen zu können, führte zu riskantem Verhalten, das geeignet ist, zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung zu werden, indem die Prämisse, tatsächlich Too-Big-to-Fail zu sein, einer Überprüfung unterzogen wird.

Die „*selektive Deregulierung*“ des Bankensektors hatte dramatische Auswirkungen. Die Häufigkeit von Finanzkrisen verdoppelte sich seit den 1970er Jahren und näherte sich jener des Zeitraums vor der Weltwirtschaftskrise an.[43] Das gleichzeitige Vorantreiben von Laissez-Faire-Deregulierung und der Ausweitung des staatlichen Sicherheitsnetzes für den Finanzsektor hatte das Finanzsystem zunehmend instabil gestaltet, indem dieses Zusammenspiel zu einem *circulus vitiosus* führte: Deregulierung erhöhte die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen und Bankpleiten. Insofern aber eine Lösung des Problems oder gar das Scheiternlassen bestimmter Banken als den Interessen von Regulatoren und anderen Entscheidungsträgern entgegengesetzt wahrgenommen wurde, stellte die Ausweitung des Sicherheitsnetzes eine attraktive Option dar. Da dadurch aber die zugrundeliegenden Probleme nicht gelöst wurden, sondern im Gegenteil riskantes Verhalten belohnt und so Moral Hazard verstärkt wurde, wurde das Problem lediglich aufgeschoben und letztlich vergrößert. Aus diesem Grund hatte sich das Sicherheitsnetz für den Finanzsektor um die Jahrtausendwende enorm ausgeweitet. Walter & Weinberg (2002) schätzten das Ausmaß expliziter staatlicher Garantien für den Finanzsektor im Jahr 1999 auf etwa $5 Billionen zusätzlich impliziter Garantien von $3,4 Billionen. Somit waren 1999 etwa 45% der Verbindlichkeiten des Finanzsektors entweder explizit oder implizit durch den Staat versichert.[44] Im Laufe des darauf folgenden Jahrzehnts hatte sich die durch den Staat versicherte Summe um 14 Prozentpunkte auf 59% erhöht.[45]

[43] Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2001) – Is the Crisis Problem Growing More Severe.
[44] Walter & Weinberg (2002) – How Large Is the Federal Financial Safety Net.
[45] Malysheva & Walter (2010) – How Large Has the Financial Safety Net Become.

Insofern es dem Finanzsektor seit den 1980er Jahren durch vorteilhafte Deregulierung in Verbindung mit dem Sicherheitsnetz zunehmend gelang, ökonomische Renten zu sichern, hatte das systematische Stützen des Finanzsektors durch den Staat gravierende Auswirkungen auf andere Sektoren und die Realwirtschaft. Die daraus resultierende Fehlallokation von Ressourcen trug zu einem dramatischen Anstieg der Ungleichheit bei, die 2007 etwa auf dem Niveau von 1929 lag. Aktuelle Studien belegen außerdem, dass das Anwachsen des Finanzsektors über einen gewissen Punkt hinaus zu einer Schwächung der Wirtschaftsleistung führt, indem der Finanzsektor in direkte Konkurrenz um Ressourcen mit anderen Sektoren tritt.[46] Darüber hinaus zeigt eine UN-Studie, dass die zunehmende Financialisation zwischen 1990 und 2000 etwa 50% zum Rückgang von Arbeiterlöhnen beitrug und so die Ungleichheit verstärkte.[47]

Bedauerlicherweise veranlasste die besorgniserregende Entwicklung wachsender Ungleichheit nicht ein Überdenken wirtschaftspolitischer Praktiken und insbesondere des Verhältnisses des Staates zum Bankensektor, das immer mehr planwirtschaftliche Züge angenommen hatte. Im Gegenteil wurde versucht, anstelle der zugrundeliegenden Ursachen der Ungleichheit die Symptome derselben zu bekämpfen. Um die Kaufkraft im Angesicht real fallender Einkommen weiter Teile der Bevölkerung zu erhalten, wurde gezielt eine Blase im Immobiliensektor herbeigeführt, die die dritte Phase im Minsky-Kindleberger-Modell darstellt („Euphoria"). Die im Wert sukzessiv steigenden Immobilien wurden so in Geldautomaten verwandelt, die den kreditfinanzierten Konsum der einkommensschwachen Bevölkerungsschicht gewährleisten sollten. Zu diesem Zweck wurden zahlreiche politische Initiativen, Gesetze und nicht zuletzt die sogenannten Government-Sponsored Enterprises (GSEs) *Fannie Mae* und *Freddie Mac* im Zuge des „affordable housing"-Programms mobilisiert, was zu einer extremen Ausweitung der Hypothekenkredite führte. Die gezielte staatliche Förderung der Subprime-Kreditvergabe durch *Fannie Mae* und *Freddie Mac* führte zu einer sich zunehmend verschlechternden Kreditqualität. Diese mit einer hohen Zahlungsausfallswahrscheinlichkeit behafteten Kredite wurden in weiterer Folge zu zunehmend komplexen forderungsbesicherten Wertpapieren verpackt, für die die GSEs einen großen und liquiden Markt geschaffen hatten. Die Verlagerung vom Originate-to-Hold- zum Originate-to-Distribute-Modell wurde durch die expansive Geldpolitik der Federal Reserve verschärft, in deren Zuge Investoren zunehmend Alternativen zu real negativ verzinsten Staatsanleihen suchten. Die sich zunehmend verschlechternden Kredite hatten Risiko-suchende Großbanken mit hochriskanten

[46] Philippon & Reshef (2009) – Wages and Human Capital in the US Financial Industry; Cecchetti & Kharroubi (2012) – Reassessing the Impact of Finance on Growth. Vgl. außerdem Rosnick & Baker (2012) – Missing the Story.
[47] International Labour Organization (2013) – Global Wage Report 2012/13, S. 51-52.

Wertpapieren versorgt, die insbesondere die größten Banken mit Begierde verpackten und zu großen Teilen selbst im Portfolio behielten und so ihr Risiko dramatisch erhöhten.

2 BANKTHEORETISCHER HINTERGRUND

2.1 EINLEITUNG

I may like many bankers, but I rather dislike banks.
I recognise their necessity, but fear their irresponsibility.
Worse, they are irresponsible partly because they know they are necessary.[48]
Martin Wolf, Chefredakteur des Wirtschaftsresorts der Financial Times

Da das zentrale Thema vorliegender Arbeit der Finanz- und hier besonders der Bankensektor darstellt, wird im folgenden Abschnitt ein kurzer historisch-funktionaler Abriss über den Finanzsektor und dessen Rolle im Wirtschaftssystem gegeben.

In der Krise von 2007 bis 2009 waren Banken in zweierlei Hinsicht von besonderer Bedeutung. Zum einen wurde in den Jahren unmittelbar vor Ausbruch der Finanzkrise im Bankensektor das Fundament für die Krise und deren Ausbruch im Jahr 2007 gelegt. Zum anderen war der Verlauf der Krise von einer Erschütterung des Bankensektors geprägt, durch die einige der größten Banken der Welt durch staatliche Stützaktionen am Leben erhalten werden mussten. Vor dem Hintergrund der wichtigen Rolle, die Banken vor und während der Krise spielten, ist eine Betrachtung des Bankensektors und dessen Entwicklung und Funktion von grundlegender Bedeutung.

In weiterer Folge wird der Begriff „Bank“ im Sinne des Begriffs „Kreditinstitut“ für alle Institute verwendet, deren Geschäftstätigkeit die Annahme von Spareinlagen bei gleichzeitiger Vergabe von Krediten in einem signifikanten Ausmaß beinhaltet. Im Gegensatz zum in Deutschland, Österreich und der Schweiz vorherrschenden Universalbanksystem war das US-Bankensystem seit 1933 durch eine funktionale Teilung gekennzeichnet. Während Geschäftsbanken („*commercial banks*“) traditionell das kurz- bzw. mittelfristige Einlagen- und Kreditgeschäft und die sogenannten „*thrift institutions*“ das Spar- und Hypothekenkreditgeschäft betrieben, war den Investmentbanken das Wertpapiergeschäft vorbehalten. Da Investmentbanken keine Banktätigkeiten im engeren Sinne verfolgen, sind diese in weiterer Folge nicht den Banken zuzurechnen.[49]

[48] Martin Wolf – Regulators Should Intervene in Bankers’ Pay. *Financial Times*, 16. Jänner 2008.
[49] In Hinblick auf die Betrachtung des Zeitraums ab 1999, als der Gramm-Leach-Bliley Act das seit 1933 bestehende Trennbanksystem aufgehoben hat, sind Investmentbanken in der Regel jedoch im Begriff „Bank“ eingeschlossen.

Der Begriff „Banken“ in den Vereinigten Staaten umfasst somit:

- **Geschäftsbanken („commercial banks“)**

sowie

- **Sparinstitute („*thrift institutions*“)**, die in folgende Untergruppen unterteilt werden können:
  - *Savings and Loan Associations* (Bausparkassen)
  - *Mutual Savings Banks (*Genossenschaftsbanken)
  - *Credit Unions* (Genossenschaftsbanken)

2.2 EIN FUNKTIONALER ÜBERBLICK ÜBER FINANZMÄRKTE

Finanzmärkte erfüllen die Funktion, Kapital von Haushalten, Unternehmen und Staaten, die über überschüssiges Geld verfügen, weil sie weniger ausgeben als einnehmen (also sparen und demnach als *lender-savers* bezeichnet werden), zu jenen zu schleusen, die einen produktiven Verwendungszweck für mehr Kapital haben als ihnen gegenwärtig zur Verfügung steht (*borrower-spenders*).[50]
Dieser Transfer von Kapital bzw. das Zusammenführen von *lender-savers* und *borrower-spenders* kann über zwei unterschiedliche Wege erfolgen: (1) direkte Finanzierung (*direct finance*) und (2) indirekte Finanzierung (*indirect finance*):

(1) Unter ***direct finance*** finanzieren sich Defiziteinheiten (v.a. Unternehmen, Staaten) direkt über die Kapital-[51] bzw. Geldmärkte[52] durch Überschusseinheiten (v.a. Haushalte). Hierbei begibt (emittiert) beispielsweise ein Unternehmen Forderungen auf zukünftige Einkünfte (Fremdkapital in Form von Anleihen) oder auf einen Teil des Unternehmens und dessen Einkünfte (Eigenkapital in Form von Aktien[53]), die dann von Einheiten gekauft werden, die über mehr Geld verfügen, als sie gegenwärtig brauchen (typischerweise Haushalte, aber auch Unternehmen und Staaten).

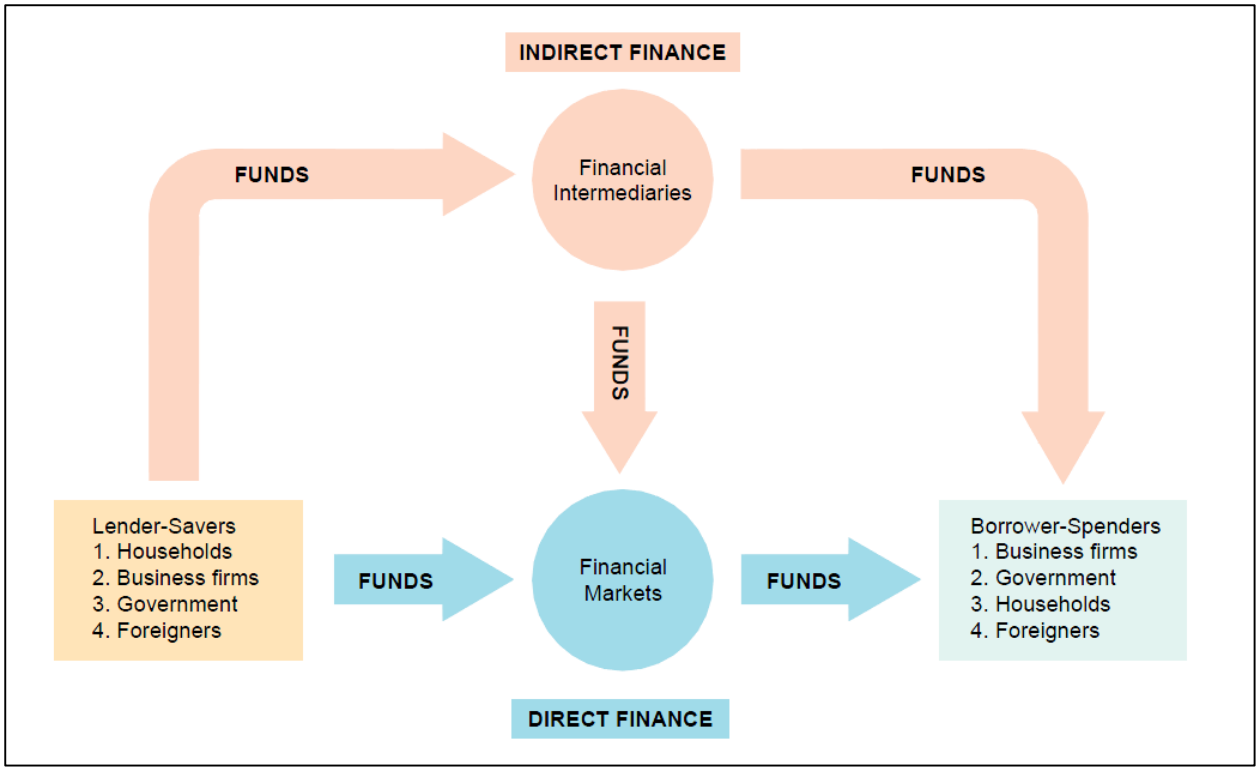
[50] Mishkin (2004) – The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, S. 23.
[51] Auf den Kapitalmärkten werden Forderungen mit einer Laufzeit von über einem Jahr (Anleihen) sowie Eigenkapital (Aktien) gehandelt. Der Kapitalmarkt ist also ein Handelsplatz sowohl für Fremd- (Anleihen) als auch Eigenkapital (Aktien).
[52] Auf dem Geldmarkt werden Forderungen (Anleihen) mit einer Laufzeit von höchstens einem Jahr, aber oft von unter drei Monaten gehandelt. Zu den wichtigsten Instrumenten des Geldmarktes zählen u.a. Treasury Bills und Commercial Paper. Der Geldmarkt ist also ein Markt, der ausschließlich dem Handel von Fremdkapital mit relativ kurzen Laufzeiten vorbehalten ist.
[53] Die Emission von Aktien ist natürlich Unternehmen vorbehalten, da Staaten keine Eigentumsrechte von sich selbst verkaufen können. Staaten können somit ausschließlich Fremdkapital in Form von Anleihen auf den Finanzmärkten platzieren.

(2) Unter ***indirect finance*** (oder *intermediated finance*[54]) wird in den Finanzierungsprozess ein Mittelsmann eingeführt – ein sogenannter Finanzintermediär. Zu diesen Finanzintermediären zählen unter anderem Banken[55], die wiederum zu den Einlageninstituten zählen. Einlageninstitute sammeln viele kleine Beträge von Sparern in Form von Bankeinlagen und finanzieren mit diesem Geld größere Projekte, indem sie Kredite vergeben.[56]

Obwohl sich die Medien in der Regel auf die Finanzmärkte (*direct finance*) konzentrieren, kommt der *indirect finance* in allen Ländern eine größere Bedeutung als der *direct finance* zu. Dies trifft auch auf marktbasierte Systeme – etwa die USA oder das Vereinigte Königreich – zu. Grund hierfür sind vor allem Marktunvollkommenheiten wie Informationsasymmetrien (*information asymmetries*)[57], die von Finanzintermediären ausgenutzt werden können.[58] Bankbasierte Systeme, in welchen Banken eine besonders dominante Rolle in der Allokation von Geld einnehmen, sind vor allem Deutschland und Japan – welche als Prototypen dieses Modells gelten – und überhaupt Kontinentaleuropa sowie Länder, die über keine lange marktwirtschaftliche Tradition verfügen.
Schlussendlich sind die beiden Arten direkter und indirekter Finanzierung in der Praxis von gegenseitiger Bedeutung.

[54] Der Begriff *intermediated finance* wird seltener angetroffen, u.a. aber von Allen & Gale (2001) – Comparing Financial Systems verwendet.
[55] Neben Banken zählen zu den Finanzintermediären insbesondere andere Einlageninstitute (Bausparkassen, Genossenschaftsbanken), Investmentbanken, Finanzunternehmen (grundsätzlich Banken sehr ähnlich, aber oft spezialisiert auf Nischen wie Autofinanzierung etc.), Fonds, Pensionsfonds und Versicherungen.
[56] In praktisch jedem (Lehr-)Buch zu Finanzierung, Finanzmärkten oder Banktheorie nachzulesen, u.a. in: Mishkin (2004) – The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, S. 29; Mishkin & Eakins (2006) – Financial Markets and Institutions, S. 23-24.
[57] Informationsasymmetrien treten in zwei Ausprägungen auf: (1) Adverse Selektion und (2) Moral Hazard. Adverse Selektion tritt vor einer Transaktion auf, indem potenzielle Kreditnehmer mit einem hohen Kreditrisiko (riskante Projekte) diejenigen sind, die aktiver auf der Suche nach Geldgebern sind und/oder höhere Zinsen zu bezahlen bereit sind. Dies hat zur Folge, dass jene Partei, die am ehesten einen unerwünschten (adversen) Ausgang produziert, am wahrscheinlichsten ausgewählt wird. Moral Hazard, auf der anderen Seite, tritt nach einer Transaktion infolge unerwünschter Handlungen (riskant bzw. unmoralisch) von Seiten des Kreditnehmers auf. In anderen Worten bezeichnet Moral Hazard die Gefahr, dass ein Kreditnehmer ein höheres Risiko eingeht, als dies für den Kreditgeber gut ist bzw. als vorher vereinbart wurde. Siehe hierzu u.a. Mishkin (2000) – Prudential Supervision, S. 2.
[58] Die Existenz von Finanzintermediären wird heute hauptsächlich ihrer Rolle als „*consumption smoothers*" bzw. „*liquidity insurers*" nach Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, „*information-sharing coalitions*" nach Leland & Pyle (1977) – Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation und „*delegated monitors*" nach Diamond (1984) – Financial Intermediation and Delegated Monitoring sowie ihrer Fähigkeit, Transaktionskosten zu reduzieren nach Benston & Smith (1976) – A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation zugeschrieben.

Abbildung 1: Direct & Indirect Finance



Quelle: Frederic S. Mishkin – The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. Pearson/Addison Wesley, Boston [u.a.] 2004, S. 24.

2.3 DAS BANKWESEN

2.3.1 DIE ENTWICKLUNG DES MODERNEN BANKWESENS UND DESSEN INHÄRENTE FRAGILITÄT

Die Entwicklung ursprünglicher Formen der Finanzintermediation zu modernen Banken ist eng an die Entwicklung von Rohstoff-basierten Zahlungsmitteln hin zu einem von Giralgeld dominierten Wirtschaftssystem angelehnt und folgte dem Streben, Ressourcen optimal und effizient zu nutzen.[59]
Die ersten bankähnlichen Tätigkeiten in Form der Annahme von Einlagen lassen sich – nachdem diese in der antiken Welt bereits existiert hatten – erstmals wieder für das Hochmittelalter nachweisen. Im 12. Jahrhundert weiteten Münzwechsler ihre bis zu diesem Zeitpunkt relativ begrenzte berufliche Tätigkeit dahingehend aus, Einlagen von Kunden entgegenzunehmen und diese einem auf den Kunden lautenden laufenden Konto gutzuschreiben. Genuesische Urkunden belegen die Möglichkeit bargeldloser Transaktionen, d.h. Transaktionen ohne den physischen Wechsel von Münzen, durch den Transfer von Guthaben von einem Konto auf ein anderes seit 1190/92. Solche bargeldlosen Transaktionen mit Hilfe von Überweisungen waren in Genua nicht nur zwischen Konten einer Bank

[59] Greenbaum & Thakor (2007) – Contemporary Financial Intermediation, S. 94.

möglich, sondern auch zwischen verschiedenen Banken innerhalb der Stadt.[60] Parallel dazu entwickelte sich etwa zur selben Zeit, ab dem ausgehenden 12. Jahrhundert, das Kontokorrentkonto durch die Finanzaktivitäten der Templer in England und Frankreich; in Italien insgesamt belegen Dokumente laufende Konten ab dem frühen 13. Jahrhundert.[61]

Die Entwicklung des Kontokorrentkontos und die damit einhergehende Möglichkeit des Nettoausgleichs stellten einen wichtigen Schritt zum modernen Bank- und Finanzwesen dar und erleichterten insbesondere die Tätigkeiten von Händlern. Das Kontokorrentkonto verursachte jedoch nach wie vor einen nicht zu unterschätzenden Aufwand für alle an der Transaktion beteiligten Vertragsparteien: sowohl für den Käufer und den Verkäufer als auch die Bank. So mussten sich bei jedem Geschäft bzw. jeder Transaktion der Käufer und Verkäufer bei der Bank einfinden und den Bankangestellten instruieren, die geschuldete Summe vom Konto des Käufers auf jenes des Verkäufers zu transferieren.

Infolge der wachsenden Bedeutung des Handels über lange Strecken und der Zunahme des Vertrauens zwischen den Händlern untereinander auf der einen Seite und zwischen Händlern und Abnehmern auf der anderen Seite, auf welchem der Handel über lange Strecken notwendigerweise basieren muss, entwickelte sich im 13. Jahrhundert der sogenannte Wechsel (*bill of exchange*), der in seiner Funktion mit dem heutigen Scheck vergleichbar ist. Bis zur ersten Hälfte des 14. Jahrhunderts hatte der Wechsel derart an Bedeutung zugenommen, dass dessen Nutzung in vielen Städten Westeuropas eine gängige Praxis darstellte.[62] Wenngleich die Nutzung des Wechsels vor allem interregionale Transaktionen signifikant erleichterte, so war deren Gebrauch insofern nach wie vor mit einigem Aufwand verbunden, als grundsätzlich vier Parteien involviert waren.[63] Anfang des 16. Jahrhunderts wurde deshalb damit begonnen, sowohl Einlagenzertifikate, die im Austausch für Einlagen herausgegeben wurden, als auch Wechsel als bilaterale Zahlungsmittel zu verwenden. Voraussetzung hierfür stellte die Übertragbarkeit derselben dar, die bis zu diesem Zeitpunkt nicht immer gegeben war und deren Anwendbarkeit oft rechtliche Schwierigkeiten mit sich brachte.[64] Das Aufkommen der Übertragbarkeit für verschiedene Instrumente im 16., spätestens aber Anfang des 17. Jahrhundert in Italien, Frankreich und Holland kann jedoch als gesichert angenommen werden.[65] In der ersten Hälfte des 17. Jahrhunderts entwickelte sich auch in England die Übertragbarkeit von Einlagezertifikaten.[66] In einem nächsten Schritt entwickelten sich aus dem Wechsel und dem Einlagenzertifikat das heute bekannte Papiergeld bzw. Banknoten.

[60] Spufford (1993) – Money and Its Use in Medieval Europe, S. 256; Usher (1934) – The Origins of Banking, S. 404-405.
[61] Usher (1934) – Origins of Banking, S. 401.
[62] Spufford (1993) – Money and Its Use in Medieval Europe, S. 254.
[63] Für eine ausführliche Erörterung des Wechsels und seiner Entwicklung, siehe Kohn (1999) – Bills of Exchange.
[64] Siehe hierzu Usher (1934) – Origins of Banking, S. 422; Davis (2002) – History of Money, S. 252.
[65] Usher (1934) – Origins of Banking, S. 422-424;
[66] Davis (2002) – History of Money, S. 252.

Banknoten wurden erstmals Mitte des 17. Jahrhunderts von der *Stockholms Banco* herausgegeben und verbrieften den Anspruch von Bankkunden an einer gewissen Menge an Münzgeld gegenüber der Bank. In dieser Hinsicht stellen Banknoten keinen gravierenden Unterschied zu Einlagenzertifikaten dar, sie waren aber im Gegensatz zu den letzteren hinsichtlich ihres Nennwertes standardisiert.

Wir können annehmen, dass die vielseitigen Probleme, die dem Gebrauch von Bargeld in Form von Münzen anhafteten, die Verbreitung der Banknoten und des Wechsels als auch des laufenden Kontos extrem begünstigen. Als unglückliche Begleiterscheinung Rohstoff-basierter Zahlungsmittel in Form von Gold- und Silbermünzen wurden diesen im Zahlungsverkehr regelmäßig kleine Teile abgeschnitten, sodass der wahre Wert, d.h. der Wert des aus der Münze geprägten Metalls, oft unter deren Nennwert lag. Ein ähnliches Problem stellte der unterschiedliche Edelmetallgehalt von Münzen verschiedener Regionen bzw. Münzen einer Regionen, aber unterschiedlicher Prägezeit dar. Frühe Banken führten aus diesem Grund oft eine von den in Umlauf befindlichen Münzen abweichende künstliche Rechnungseinheit ein.[67] Außerdem erforderte insbesondere der Kauf teurer Güter große Mengen an Münzgeld, die schwer zu transportieren waren.[68] Schließlich stellte die Aufbewahrung großer Mengen an Wertgegenständen in Form von Edelmetallen eine Gefahr durch Diebstahl und Raub dar.[69] Insbesondere diese Gefahr war der ursprüngliche Grund für das Aufkommen von Depots zur sicheren Aufbewahrung von Münzen, und die sukzessive Zurückdrängung physischen Münzgeldes zugunsten vorteilhafterer Alternativen kann als logische Entwicklung angesehen werden, die darauf ausgerichtet war, Transaktionen effizienter, sicherer und schneller zu gestalten.

Mit steigender Akzeptanz und Gebrauch des Kontos sowie von Banknoten und Einlagezertifikaten seitens der Bevölkerung und rückläufigem Gebrauch des diesen Instrumenten zugrundeliegenden Bargeldes wurden Behebungen und Einlagen seltener, sodass das Inventar der Depots bankähnlicher Institute geringerer Fluktuation unterworfen war. Die daraus resultierende Erkenntnis, dass nicht jeder hinterlegten Einheit eine Einheit an Münzgeld gegenüberstehen muss, führte im 17. Jahrhunderts zum modernen System des *fractional reserve banking*. Da es – die Reputation und Solvenz des Instituts vorausgesetzt – unwahrscheinlich war, dass alle Einleger gleichzeitig über ihre Einlagen verfügen wollten, erkannten die frühen Banken, dass es nicht notwendig war, die gesamten Einlagen in Form von Barbestand zu hinterlegen. Ein Teil des eingelegten Münzgeldes konnte so für die Vergabe von Krediten verwendet werden, ohne dass hierdurch der normale Geschäftsbetrieb gestört werden würde. Solange

[67] Siehe hierzu van derWee (1977) – Monetary, Credit, and Banking Systems, S. 290-294.
[68] Das ungefähre Äquivalent 2000 heutiger britischer Pfund in Silbermünzen wog im Jahre 1750 etwa 15 Kilogramm. Siehe hierzu Quinn (1997) – Goldsmith-Banking, S. 417. Die Berechnung der heutigen Kaufkraft basiert auf einer Untersuchung des Unterhauses des britischen Parlaments, online abrufbar unter http://www.parliament.uk/documents/commons/lib/research/rp2002/rp02-044.pdf (18.12.13).
[69] Siehe zu den Problemen physischer Zahlungsmittel im Mittelalter und der frühen Neuzeit Kohn (1999) – Coinage and Its Problems.

die Menge an in der Bank zurückgehaltenen Münzen ausreichte, Kundenbehebungen nachzukommen, musste nur ein Teil (*fraction*) des eingelegten Geldes verfügungsbereit in den Bankräumlichkeiten als Reserve gehalten werden, während das restliche Geld gewinnbringend verliehen werden konnte. Die ersten Spuren des *fractional reserve banking* führen in die Niederlande, wo um die Mitte des 17. Jahrhunderts die ersten Banken damit begonnen hatten, mehr Banknoten zu emittieren als Einlagenreserven gehalten wurden.[70] Ebenfalls um die Mitte des 17. Jahrhunderts – in den 1660er Jahren – kam es auch in England dazu, dass Goldschmiede die Vergabe von Einlagezertifikaten an jene, die Geld hinterlegten, auf solche ausweiteten, die sich Geld liehen, und somit den Grundstein für das moderne Bankwesen legten.[71] In Hinblick auf beides – die Emission standardisierter Banknoten als auch das *fractional reserve banking* – kommt Großbritannien besondere Bedeutung zu. Bis 1660 hatte sich in London ein Netz sogenannter „Goldschmied-Banken" (*goldsmith bankers*) etabliert. Maßgeblich dazu beigetragen, dass sich Papiergeld im 17. Jahrhundert in England gegenüber Münzgeld durchsetzte, hat die gegenseitige Annahme von Banknoten, die durch Wettbewerber emittiert worden waren.[72] Die Entwicklung zu einem auf dem f*ractional reserve banking* basierenden System führte jedoch eine Instabilität in das Bankwesen ein, die es in dieser Form bis zu diesem Zeitpunkt nicht gegeben hatte.

> *„[I]nherent in the lending is a potential catastrophe—insolvency of the goldsmith. […] Each extra receipt increases income, but at the same time increases the probability of insolvency; […] Thus we see how the discovery of fractional reserve banking was a rite of passage, a loss of innocence."*[73]

2.3.2 DAS MODERNE BANKWESEN

Vor dem Hintergrund der historischen Entwicklung des Bankwesens, die erste, aber entscheidende Einsichten in die Funktion von Banken bieten sollte, wird nun ein abschließender Blick auf die Funktion moderner Banken geworfen: Sowohl frühe als auch moderne Banken helfen als Finanzintermediäre bei der effizienten Allokation der Ressource Geld, indem sie Geld von *savers-lenders* einsammeln (typischerweise kleine, aber viele Beträge von Sparern) und jenen zur Verfügung stellen, die es einem effizienten Verwendungszweck zuführen können (typischerweise Unternehmen).

Im Zentrum der meistverbreiteten Erklärungstheorien zur Existenz von Banken und

[70] Persson (2010) – Economic History of Europe, S. 136 und Ferguson (2008) – Ascent of Money, S. 49.
[71] Withers (1909) – Meaning of Money, S. 20, zitiert nach Davis (2002) – History of Money, S. 252.
[72] Siehe zum Aufkommen des *fractional reserve banking* im 17. Jahrhundert in Großbritannien Quinn (1997) – Goldsmith-Banking. Ähnlich dem ersten Aufkommen von Papiergeld (Banknoten), welches in China bereits um das Jahr 700 n. Chr. aufgekommen war, wurde auch das *fractional reserve banking* rund 700 Jahre vor dessen Aufkommen in Europa bereits um das Jahr 1000 n. Chr. in China praktiziert. Siehe hierzu ausführlicher Tullock (1957) – Paper Money.
[73] Greenbaum & Thakor (2007) – Contemporary Financial Intermediation, S. 95-96.

Finanzintermediären im Allgemeinen stehen Informationsasymmetrien und daher die Kosten der Informationsbeschaffung. Diese umfassen die Suche nach einem Vertragspartner, dem Geld geliehen bzw. von dem Geld geliehen werden soll, und das anschließende Sammeln von Informationen über denselben. Weitere Kosten fallen für das Aufsetzen eines Vertrages und nach Kreditvergabe für die Überwachung der Kreditnehmer an, durch welche sichergestellt werden soll, dass der Kredit für den vorgesehenen und vereinbarten Zweck eingesetzt wird.[74] Benston & Smith (1976) schreiben die Existenz von Finanzintermediären hauptsächlich ihrer Fähigkeit zu, Transaktionskosten reduzieren zu können,[75] Leland & Pyle (1977) sehen Finanzintermediäre als „information-sharing coalitions"[76], und Diamond (1984) versteht Banken als „delegated monitors". Diesen wird als solchen von den indirekten Kreditgebern, den Einlegern, die Überwachung der Kreditnehmer (Informationensammlung, Feststellung der Bonität, etc.) überantwortet. Die Übernahme dieser Funktion durch die zentrale Instanz einer Bank vermeidet eine kostspielige und redundante Informationsbeschaffung durch sämtliche (indirekt) kreditgebenden Einleger.[77] Diamond & Dybvig (1983) sehen Banken als „consumption smoothers" bzw. „liquidity insurers", die gegen idiosynkratische (siehe sogleich) Schocks bzw. kurzfristige Geldnöte von Einlegern versichern.[78]

Im Zentrum der meisten Erklärungsansätze für Finanzintermediäre steht deren Funktion als *asset transformers*, als welche Banken die Natur von Forderungen verändern. Diese *asset transformation* wird in der Literatur oft als *qualitative asset transformation* (QAT) bezeichnet und kann als der ursächliche Grund und die logische Konsequenz einer Vielzahl an Erklärungsgründen für Finanzintermediation angesehen werden.[79]

Die Grundlage dieser *asset transformation* ist die weitgehende Diskrepanz der Vorlieben der beiden Hauptgruppen, die das Klientel von Banken darstellen: Sparer einerseits und Kreditnehmer andererseits. Sparer bzw. Einleger ziehen in der Regel ein niedriges Risiko und hohe Liquidität ihrer Investitionen (Einlagen) vor und sind im Gegenzug mit einer niedrigen Verzinsung ihres Geldes zufrieden. Unternehmer hingegen benötigten Geld für Investitionen (beispielsweise für neue Maschinen). Diese Investitionen sind ungewisser und langfristiger Natur und weisen dementsprechend ein höheres Risiko auf. Unternehmer sind deshalb bereit, höhere Zinsen zu zahlen. Die Differenz zwischen dem, was Banken für ihre Einlagen bezahlen müssen (der Zinssatz für Spareinlagen), und dem, was sie durch die Kreditvergabe einnehmen, ist der Profit einer Bank und wird in der Fachsprache als *(net) (interest)*

[74] Siehe hierzu Leland & Pyle (1977) – Informational Asymmetries; Benston & Smith (1976) – Transaction Costs; Matthews & Thompson (2005) – The Economics of Banking, S. 37-40.
[75] Benston & Smith (1976) – Transaction Cost Approach.
[76] Leland & Pyle (1977) – Informational Asymmetries.
[77] Diamond (1984) – Delegated Monitoring.
[78] Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.
[79] Bhattacharya & Thakor (1993) – Contemporary Banking Theory, S. 3.

spread bezeichnet und kann mit der Profitmarge von Unternehmen außerhalb der Finanzbranche verglichen werden.

Diesem Profit steht jedoch ein Risiko gegenüber. Sparer sind in der Regel unsicher bezüglich zukünftiger Ausgaben. Genauer gesagt wissen Sparer abgesehen von den wiederkehrenden und planungsmäßigen Ausgaben nicht, wann und wie viel sie für etwaig anfallende Situationen verfügungsbereit haben müssen. Dies können Ausgaben für Reparaturen nach einem Autounfall, eine neue Waschmaschine oder beispielsweise eine spontane Last-Minute-Reise sein – dies bezeichnen Ökonomen als idiosynkratische Schocks (*idiosyncratic shocks*). Aufgrund dieser Unsicherheit bezüglich zukünftiger Ausgaben verlangen Sparer bezüglich ihrer Einlagen maximale Liquidität, d.h. sie fordern die Möglichkeit, jederzeit (und mittlerweile durch Bankomaten/Geldautomaten überall und losgelöst von Bankschalteröffnungszeiten) über ihr Geld verfügen zu können. Spareinlagen sind somit in aller Regel sehr kurzfristiger Natur und können jederzeit abgehoben werden. Für dieses hohe Maß an Liquidität sind Sparer bereit, sich mit einem niedrigen Zinssatz auf ihre Einlagen zufrieden zu geben.[80] Darüber hinaus garantieren Banken auf Einlagen den Wert derselben zusätzlich zu einer feststehenden Verzinsung; diese Geldanlage kann daher als nahezu risikofrei angesehen werden.[81] Die Auszahlung von Spareinlagen ist daher nicht von der Entwicklung des Bankportfolios abhängig, sondern orientiert sich am Nominalwert und unterliegt somit keiner Schwankungsbreite.[82] Bankeinlagen weisen somit, wie zu erwarten, Fremd- und nicht Eigenkapitalcharakteristika auf.

Obgleich die vorliegende Arbeit größtenteils ohne Modelle auskommen wird, werde ich hier kurz auf das Diamond-Dybvig-Modell[83] eingehen, das die Existenz von Finanzintermediären veranschaulicht.

Das Diamond-Dybvig-Modell kennt drei Perioden (T = 0, 1, 2) und nur ein einziges Gut (Geld). Die vorhandene produktive Technologie erlaubt für jede Einheit, die in Periode 0 (T=0) investiert wird, einen Output von R in Periode 2 (T=2), wobei R größer ist als 1 ($R > 1$). Mit anderen Worten erhält man für ein Investment, das zum Zeitpunkt 0 (T=0) getätigt wird, zum Zeitpunkt 2 (T=2) mehr zurück als anfänglich eingesetzt wurde. Wird hingegen die Produktion in Periode 1 (T=1) gestoppt, wird nur das anfängliche Kapital zurückerlangt, weil die Technologie nicht zu einem produktiven Nutzen angewandt werden konnte. Dieser Tatsache liegt die begründete Annahme zugrunde, dass langfristige

[80] Diamond & Dybvig (1983) bezeichnen dies in ihrem einflussreichen Artikel *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity* als *liquidity insurance*.

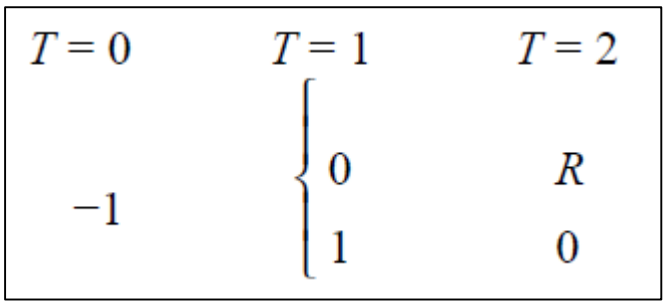
[81] Risikofrei ist in diesem Zusammenhang dahingehend zu verstehen, dass die Rendite auf Einlagen von Vornherein feststeht und keiner Schwankungsbreite unterliegt.

[82] Zum Vergleich garantiert eine Investition in etwa einen Fonds einen Pro-rata-Anteil am Fondsportfolio. Somit entwickelt sich der Wert von Fondsanteilen parallel zu jenem des vom Fonds verwalteten Vermögens.

[83] Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.

Kapitalinvestitionen einen irreversiblen Charakter aufweisen und eine vorzeitige Liquidation Kosten verursacht. Die produktive Technologie weist also folgende Auszahlungseigenschaften auf:

Abbildung 2: Auszahlungsmatrix des Diamond-Dybvig-Modells



Quelle: Douglas W. Diamond & Philip H. Dybvig – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. The Journal of Political Economy 91 (1983), S. 405.

Diamond & Dybvig führen nun in das Modell Konsumenten ein, die entweder in Periode 1 (T=1) oder Periode 2 (T=2) konsumieren. Hervorzuheben ist, dass alle Konsumenten ex ante bzw. in Periode 0 (T=0) identisch sind. Das bedeutet, dass keiner der Konsumenten zum Zeitpunkt 0 weiß, ob er in Periode 1 oder Periode 2 konsumieren wird (bzw. einen idiosynkratischen Schock erleiden wird). In weiterer Folge werden jene Konsumenten, die in Periode 1 einen idiosynkratischen Schock erleiden und somit in Periode 1 konsumieren Typ-1-Agenten und jene, welche erst in Periode 2 (T=2) konsumieren, Typ-2-Agenten genannt. Das Modell stattet jeden Konsumenten in Periode 0 (T=0) mit einer Einheit des Gutes aus, welche investiert wird. Nun erhalten Typ-1-Agenten, die in Periode 1 über ihr Geld verfügen wollen, nur ihre anfängliche Summe (1 Einheit) zurück, während Typ-2-Agenten in Periode 2 über R verfügen können, wobei – wie oben angeführt – R größer ist als ihr anfängliches Investment von einer Einheit. Diese Welt kann folglich als eine Alles-oder-Nichts-Welt angesehen werden, in welcher Konsumenten, die keinen idiosynkratischen Schock in Periode 1 erfahren und deswegen kein Geld brauchen, einen Gewinn erwirtschaften, jene Konsumenten, die aber schon in Periode 1 über ihr Geld verfügen müssen, nichts erwirtschaften. Darüber hinaus weiß anfangs kein Konsument, welcher Typ er sein wird. Die Einführung einer Bank in das Modell erlaubt es den Konsumenten, sich zu versichern. Eine Bank nimmt hierfür die Einheiten der Konsumenten entgegen und investiert diese in die produktive Technologie. Sie gewährt weiter eine Verzinsung für Typ-1- und Typ-2-Agenten. Somit werden Typ-1-Agenten besser gestellt, als dies ohne Bank der Fall war, und gleichzeitig erhalten Typ-2-Agenten weniger als zuvor. Da jedoch zum Zeitpunkt 0 (T=0) keiner der Konsumenten wissen kann, ob er zum Zeitpunkt 1 (T=1) oder

2 (T=2) konsumieren wird, ist diese Lösung der vorigen vorzuziehen. Somit erfüllt die Bank die Funktion einer Liquiditätsversicherung, indem die Rückzahlungsnatur geglättet wird.[84]

Kredite, die von Banken vergeben werden, unterscheiden sich empfindlich von Spareinlagen. Da diese Kredite von Unternehmen typischerweise für langfristige Investitionen beispielsweise in Projekte verwendet werden, fordern Unternehmen sehr langfristige Kredite, um Planungssicherheit zu haben. Andernfalls, im Falle von kurzfristigen Krediten, müssten Unternehmer diese Kredite regelmäßig zu einem zukünftigen Zeitpunkt erneuern bzw. rollen, von welchem sie keine Information hinsichtlich der Zinsen haben. Die Folge ist, dass Unternehmer es vorziehen, eine Investition in eine neue Maschine, die beispielsweise 20 Jahre Verwendung findet, mit einem ebenso lange laufenden Kredit zu finanzieren, dessen Konditionen bekannt sind. Für diese Planungssicherheit sind Unternehmer im Gegenzug bereit, einen höheren Zinssatz zu zahlen. Dieser höhere Zinssatz gegenüber Spareinlagen wird außerdem durch das höhere Risiko von Krediten gerechtfertigt.[85] Denn anders als die fixierte und von anderen Entwicklungen unabhängige Verzinsung von Einlagen sind Kredite mit Risiko behaftet. Banken tragen hier das Kreditrisiko, also die Gefahr, dass der Kreditnehmer Raten verspätet oder nicht in voller Höhe zahlt oder sogar zur Gänze ausfällt.

Zusammenfassend kann die durch Banken durchgeführte *asset transformation* dahingehend beschrieben werden, dass durch dieselbe folgende Charakteristika verändert werden, um Kreditgeber (Einleger) und Kreditnehmer zusammenzuführen:

1. Liquidität
2. Laufzeit
3. Risiko
4. Stückelung (Losgröße)

Diese unterschiedlichen Präferenzen von *saver-lenders* und *borrower-spenders* führen dazu, dass sich Banken kurzfristig finanzieren und langfristig investieren (*borrow short, lend long*) – also einen sogenannten *maturity mismatch* in ihrer Bilanz aufzuweisen haben. Dieser *maturity mismatch* erlaubt es Banken, von ihrer Aktivität in Form des *(net) (interest) spreads* zu profitieren.[86]
Indem Banken also illiquide Kredite in liquide Einlagen, die über ein glatteres Auszahlungsmuster gegenüber ersteren verfügen, verwandeln, rechtfertigen sie einerseits ihre Existenz, andererseits ist

[84] Diamond & Dybvig (1983)- Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.
[85] In der Tat korreliert die Laufzeit positiv mit Risiko, da mit einer länger werdenden Laufzeit die Unsicherheit zunimmt. Unsicherheit bezüglich der Tilgung von Raten und Rückzahlung des Nominalbetrags stellt somit ein Risiko dar. Aus diesem Grund sind – unter normalen Umständen, d.h. einer steigenden Zinskurve (*upward sloping yield curve*) – Zinsen auf Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit geringer als auf länger laufende Schuldverschreibungen.
[86] Bhattacharya & Thakor (1993) – Contemporary Banking Theory, S. 29.

dies die Wurzel für ihre Fragilität. Genauer gesagt macht die Natur von Einlagen – die Möglichkeit, jederzeit über dieselben verfügen zu können – Banken anfällig gegenüber Bank-Runs, da diesen langfristige Kredite als Sicherheit gegenüberstehen. Da letztere mit Risiko behaftet sind – späte Zahlung, Teil- oder Gesamtausfall – und als Sicherheit gegenüber Bankeinlagen dienen und dieselben einem „sequential service constraint" (SSC) – d.h. einem wer-zuerst-kommt-malt-zuerst-Prinzip – unterliegen, sind Banken gegenüber Bank Runs anfällig.

2.4 BANK-RUNS & BANKENPANIKEN

Das erste Problem, das sich hinsichtlich Bank-Runs und Bankenpaniken ergibt, ist die genaue Definition der beiden Phänomene. Obwohl eine umfangreiche Literatur zu beiden Themenfeldern existiert, sind genaue Definitionen selten. In der Tat finden sich selbst in den wichtigsten theoretischen Modellen[87] keine definitiven Erklärungen oder Abgrenzungen der Begriffe.[88] Calomiris & Gorton bemängeln den weitläufigen Gebrauch von „*banking panic*" als Synonym für die Insolvenz einer Bank in wirtschaftlich schwierigem Umfeld (Rezession, Aktienmarktcrash, etc.).[89] Gorton definiert eine Bankenpanik wie folgt:

> *„A bank panic occurs when depositors demand such a large-scale transformation of deposits into currency that, at the contracted for exchange rate (of a currency dollar for a deposit dollar), the banking system can only respond by suspending convertibility of deposits into currency, issuing clearinghouse loan certificates, or both."*[90]

Nach Calomiris & Gorton (1991) erfordert eine Bankenpanik eine „significant number of banks" in Schwierigkeiten, um als solche definiert zu werden. Versucht eine ausreichend große Anzahl an Kunden, ihre Forderungen bei einer einzelnen Bank gleichzeitig in Bargeld zu konvertieren, so stelle dies einen „*bank run*" dar.[91] Dieser Definition zum Trotz stellen Calomiris & Gorton fest, dass die Begriffe „*bank panic*" und „*bank run*" so oft synonym verwendet werden, dass eine Abgrenzung der beiden keinen Sinn macht.[92] Im Folgenden wird jedoch versucht, die Begriffe „Bank-Run" im Kontext eines abgegrenzten und „Bankenpanik" im Zusammenhang eines verbreiteten, viele Banken umfassenden Phänomens zu verwenden. Schlussendlich bleibt zu erwähnen, dass diese Definition(en) historisch korrekt, auf die heutige Zeit jedoch nicht problemlos übertragbar ist bzw. sind. Gorton (2009) bezeichnet die Ereignisse im August 2007 als Bankenpanik, weil das Bankensystem infolge seiner

[87] Vgl. Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs; Chari & Jagannathan (1988) – Banking Panics.
[88] Davison & Ramirez – Local Banking Panics of the 1920s, S. 5.
[89] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 112.
[90] Gorton (1988) – Banking Panics and Business Cycles, S. 222-223.
[91] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 112.
[92] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 114.

Insolvenz nicht fähig war, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen.[93] Bankenpaniken müssen daher nicht zwangsläufig mit Bank-Runs einhergehen.

Ebenso wie in Bezug auf die Definition von Bank-Runs und Bankenpaniken Unklarheit herrscht, so liegen hinsichtlich der Gründe für ebendiese unterschiedliche Erklärungsansätze vor. Grundsätzlich kann zwischen drei Ausprägungen von Bank-Runs (Bankenpaniken) unterschieden werden, die schon von Viner (1936) erkannt wurden:

> *„Runs seem to fall into three categories:* [1] *irrational "panic" runs on individual banks, based on rumors having little or no relation to the actual status of the bank, in which runs small depositors are likely to be the initial and the predominant participants;* [2] *runs on individual banks, having justification in the condition of the bank, in which runs large depositors and insiders are likely to be the initial and the predominant participants;* [3] *and mass depression runs, resulting from widespread loss of confidence in the status of the banks as a whole."*[94]

(1) Das erste Erklärungsmodell sieht Bank-Runs der inhärenten Instabilität von Banken infolge der Finanzierung von langfristigen Krediten mit kurzfristig behebbaren Einlagen geschuldet. Der hierdurch entstehende „*maturity mismatch*" setze Banken einer Ansteckungsgefahr („*contagion*") aus, infolge derer solvente Banken, die unüblich hohen Behebungen von Einlagen ausgesetzt sind, insolvent werden können. Diese Gefahr wird der Theorie zufolge durch den „*sequential service constraint*" verschärft, der es für Einleger rational gestaltet, bei Verdacht auf Probleme einer Bank die Einlagen abzuziehen. Besonders problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass Bank-Runs die Eigenschaft einer selbsterfüllenden Prophezeiung annehmen können, d.h. angenommene Probleme einer Bank und ein daraus resultierender Bank-Run können auch bei einer solventen Bank zu deren Insolvenz führen. Nach Diamond & Dybvig (1983) kann ein Bank-Run beispielsweise lediglich auf der Grundlage davon ausbrechen, dass Einleger annehmen, andere Einleger würden ihre Einlagen abziehen. Da eine an und für sich solvente Bank durch die Liquidierung ihrer Kredite insolvent werden kann, liegt es infolge des SSC deshalb im Interesse eines jeden Einlegers, selbst zu rennen, sofern angenommen wird, dass dies andere tun, selbst wenn ex ante die Solvenz der Bank nicht angezweifelt wird.[95] Ein Bank Run stellt somit ein sogenanntes Nash-Equilibrium dar, in welchem kein Akteur für sich einen Vorteil erzielen kann, indem er von seiner Strategie abweicht, ohne dass die anderen Akteure dies auch tun. Da das Nash-Equilibrium keine Kommunikation und in weiterer Folge keine Kooperation zwischen den Spielern vorsieht (*non-cooperative game*), wird kein Akteur seine Strategie ändern. Bezogen auf Bank-Runs

[93] Gorton (2009) – Banking and the Panic of 2007, S. 1.
[94] Viner (1936) – Regulation and the Banking Situation, S. 110-111.
[95] Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.

bedeutet dies, dass, bedingt durch den *sequential service constraint* (SSC) von Einlagen (also ein „first-come, first-served"-Prinzip), kein Depositär einen Vorteil hat, nicht zu rennen. Würden sich die Einleger jedoch absprechen können und beschließen, nicht zu rennen, so wäre dies die bessere Option bei einer Bank, die lediglich unter Liquidität leidet, nicht jedoch bei Banken, bei denen die Solvenz das Problem ist. Eine ähnliche Dynamik kann zu systemweiten Bank-Runs – Bankenpaniken – führen. Chari & Jagannathan (1988) argumentieren, dass infolge unvollkommener Informationen auf Seiten der Einleger eine Schlange vor einer beliebigen Bank ausreichen kann, Einlagen bei der eigenen Bank zu beheben.[96] Aufgrund der weitgehend willkürlichen Gründe, die dieser Theorie zufolge Bank-Runs und Bankenpaniken auszulösen geeignet sind, nennen Calomiris & Gorton (1991) diese die „random withdrawal"-Theorie.[97]

(2) Eine zweite – offensichtliche – Erklärung für Bank-Runs ist die begründete Annahme, dass die Bank insolvent ist. Wiederum bedingt durch den SSC liegt es im Interesse von Einlegern, möglichst als erster seine Einlagen zu beheben, da im Falle von Insolvenz späten Einlagenbehebungen nicht in vollem Umfang nachgekommen werden kann.

(3) Ein dritter Erklärungsansatz schließlich – nach Calomiris & Gorton (1991) *„asymmetric information*"-Theorie genannt[98] – sieht unvollkommene Informationen als Ausgangspunkt von Bankenpaniken. Nach dieser Theorie stellen Paniken eine Form der Informationsbeschaffung dar, die dabei helfen, die Solvenz von Banken festzustellen und werden durch eine Neubewertung der Ansicht hinsichtlich der Gesundheit des Bankensystems ausgelöst. Aussagekräftige Informationen in Hinblick auf die Solvenz des Bankensystems sind deshalb besonders schwierig zu erhalten, weil nicht-handelbare Kredite in der Regel den Großteil eines Bankportfolios darstellen (siehe hierzu die *„asset transformation*"-Funktion von Banken oben), die nicht leicht zu bewerten sind.[99] Nach Chari & Jagannathan (1988) beispielsweise können Bank-Runs durch Einleger ausgelöst werden, die über adverse Informationen in Zusammenhang mit dem Bankensystem oder einer spezifischen Bank verfügen, in Folge derer diese ihre Einlagen beheben. In weiterer Folge haben auch uninformierte Einleger einen Anreiz, Einlagen abzuziehen, indem diese die Gesundheit einer Bank bzw. des Bankensektors insgesamt von der Länge der Schlange vor einer Bank ableiten. Die von Schlangen vor Banken abgeleitete Wahrscheinlichkeit, Einlagen in voller Höhe zurückzuerhalten, kann nach Chari & Jagannathan auch dazu führen, dass ein an und für sich gesundes Bankensystem das Ziel von Bank-Runs werden kann, insofern sich eine größere Menge

[96] Chari & Jagannathan (1988) – Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium.
[97] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 120.
[98] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 121.
[99] Siehe hierzu Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 112.

an Einlegern in bzw. vor einer Bank einfindet, um Einlagen aus anderen Gründen als schlechten Informationen – Liquiditätsnöte – abzuziehen.[100]

Letztlich bleibt anzumerken, dass Bankenpaniken und Bank-Runs ein regelmäßig wiederkehrendes Phänomen bis in die 1930er Jahre waren. Die Konvertierbarkeit von Forderungen gegenüber Banken auf einer weitverbreiteten Ebene wurde während der National-Banking-Ära in den USA (1863-1913) vier Mal (1873, 1893, 1907, 1914) ausgesetzt, und Clearing-House-Zertifikate wurden sechs Mal begeben (1873, 1884, 1890, 1893, 1907, 1914).[101] Schließlich führten die 1920er Jahre und die Weltwirtschaftskrise zu einer nie dagewesenen Anzahl an Bankpleiten, in deren Zuge mehrere Tausend Banken insolvent wurden.

2.5 HISTORISCHE ENTWICKLUNG DES US-BANKENSYSTEMS

Kushmeider stellt zu Beginn eines Artikels, der das US-Finanzsystems zum Thema hat, fest: „Most observers of the U.S. financial […] system would agree that if it did not exist, no one would invent it."[102] Die *raison d'être* ist somit das *être* selbst.

Tatsächlich unterscheiden sich sowohl die historische Entwicklung der Finanzmärkte der Vereinigten Staaten als auch die Struktur derselben dramatisch von jenen anderer Länder.[103] Die charakterisierenden Merkmale des US-Bankensystems sind (1) das sogenannte „*dual banking*" und daher die Möglichkeit der Zulassung von Banken auf Bundes- oder Staatenebene, das bis heute existiert; (2) ein stark fragmentiertes Bankensystem mit einer Vielzahl sehr kleiner Banken als Resultat des „*unit banking*"; und (3) die funktionale Trennung von Finanzinstituten. Historisch gesehen waren unterschiedliche Finanzinstitute mit gewissen definierenden Geschäftstätigkeiten verbunden, die eine strukturelle Einteilung zuließen. Geschäftsbanken (*commercial banks*) bedienten „Corporate America", während sich die Sparinstitute[104] und Gemeindebanken (*community banks*)[105] hauptsächlich auf die Bedürfnisse von Haushalten einschließlich der Eigenheimfinanzierung konzentrierten. Versicherungsunternehmen stellten Finanzierungsmodelle bei Ableben oder Arbeitsunfähigkeit für Haushalte zur Verfügung, und Finanzierungsunternehmen übernahmen die Finanzierung riskanterer Geschäfte in

[100] Chari & Jagannathan (1988) – Banking Panics.
[101] Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics, S. 112.
[102] Kushmeider (2005) – Restructuring Federal Bank Regulation, S. 1.
[103] Allen & Gale (2001) – Comparing Financial Systems, S. 32.
[104] Die US-Sparinstitute ("*thrifts*") umfassen die „*savings and loans associations*" (S&L), die „*credit unions*" und die „*savings banks*".
[105] *Community banks* sind definiert als Bankinstitute einschließlich Bank- und Sparkassenholdings und unabhängiger Banken sowie Sparinstitute mit einer Bilanzsumme von unter einer Milliarde $-Dollar. (Critchfield/Davis/Davison/Gratton/Hanc/Samolyk (2004) – Community Banks, S. 2).

spezialisierten Nischen bzw. Sektoren. Ab 1933 war außerdem das durch den Glass-Steagall Act eingeführte Trennbankensystem in Kraft, das Geschäftsbankentätigkeiten („commercial banking") vom Wertpapiergeschäft (Investmentbanking) trennte.

Die politische Debatte darüber, wie das Finanzsystem zu regeln sei, reicht mehr als zwei Jahrhunderte zurück und begann 1787 auf der Constitutional Convention.[106] Im Streit um die Regulierung bzw. Gestaltung des Bankensektors standen sich Föderalisten[107], die eine einheitliche, staatenübergreifende nationale (*federal*) Struktur des Bankensystems befürworteten, und Anti-Föderalisten („strict constructionists") gegenüber, die die Regulierung des Finanzsektors in der Kompetenz der einzelnen Bundesstaaten sahen. Somit sprachen erste dem Bund bzw. der nationalen Regierung und letztere den einzelnen Bundesstaaten das Primat über die Regulierung von Banken zu. Dieser Streit wurde dadurch verschärft, dass diesem eine Debatte darüber zugrunde lag, in welcher Art die Konstitution zu lesen wäre: Da die Verfassung keine expliziten Angaben zur Konzessionierung von Banken durch die Bundesregierung machte, argumentierten die Anti-Föderalisten, dass dieses Recht den Einzelstaaten vorbehalten sei. Die Föderalisten interpretierten die der Bundesregierung durch die Verfassung zugestandene Befugnis „to coin money, regulate the value thereof and of foreign coin" als die Mittel und Instrumentarien miteinschließend, dieses Recht durchzusetzen.[108]

Letztlich setzten sich die Föderalisten im Streit um die nationale Konzessionierung von Banken durch, und 1791 wurde mit der Gründung der *First Bank of the United States* erstmals der Versuch unternommen, eine zentralbankähnliche Bank zu errichten, um den Finanzierungsnöten der Regierung zu begegnen und die Umlaufmenge an Geld zu erhöhen.[109] Die Gründung der Bank war nicht nur bei den Anti-Föderalisten auf Ablehnung gestoßen, sondern auch – insbesondere als die *First Bank* begann, Filialen zu eröffnen – bei den bis zu diesem Zeitpunkt existierenden vier Einlagen des Treasury verwahrenden Banken, die auf bundesstaatlicher Ebene konzessioniert waren und in der *First Bank* einen Konkurrenten sahen.[110]

Nicht überraschend war 1811 das am häufigsten diskutierte Thema im Zusammenhang mit der auslaufenden Lizenz und deren zur Debatte stehenden Erneuerung die teilweise unterstellte Verfassungswidrigkeit der Konzessionierung der *First Bank of the United States*. Mittlerweile befürworteten aber die anderen Großbanken, die anfänglich zu den Gegnern der *First Bank* gezählt

[106] Komai & Richardson (2011) – History of Regulation 1789-2009, S. 1.
[107] Für Europäer ist der Gebrauch des Wortes Föderalisten in Hinblick auf Befürworter einer starken Zentralgewalt u.U. irreführend, leitet sich jedoch hinsichtlich der USA vom Wort „*federal*" für bundesstaatlich ab. Auch in Hinblick auf die Geschichte der Vereinigten Staaten ist diese Begrifflichkeit jedoch Änderungen unterworfen.
[108] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 66-67.
[109] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 67.
[110] Dabei handelte es sich um die *Bank of North America*, die *Bank of New York*, die *Bank of Massachusetts* und die *Bank of Maryland* (Myers (1970) – Financial History of the US, S. 68).

hatten, diese infolge ihrer stabilisierenden Wirkung auf das Bankensystem. Von 1791 bis 1811 hatte die *First Bank* quasi-regulatorische Aufgaben übernommen, indem sie Banknoten – die von Banken herausgegeben werden konnten und nicht vereinheitlicht waren – systematisch einlöste und dadurch Institute dazu zwang, ausreichende Reserven zum Umtausch von Banknoten in Bargeld zu halten, was eine Qualitätssteigerung der sich in Umlauf befindlichen Banknoten zur Folge hatte und eine Überemission von Banknoten verhinderte. Obgleich dies nicht überall auf Gegenliebe gestoßen sein dürfte, wurde die Praxis generell als vorteilhaft angesehen. Insbesondere größere Banken in Städten, die an tägliche Behebungen von Bargeld gewohnt waren, begrüßten die stabilisierende Wirkung der *First Bank*.[111] Ungeachtet der positiven Auswirkung der *First Bank of the United States* auf den Banken- und Finanzsektor und der Tatsache, dass ein Großteil der *state banks* und Wirtschaftsverbände eine Verlängerung der – 1791 auf 20 Jahre begrenzten – Lizenz befürwortete,[112] wurde die Konzession der *First Bank* 1811 nicht erneuert. Die unmittelbare Folge der Schließung der *First Bank of the United States* war eine Verschlechterung der Qualität des Bankensektors sowie der durch diesen begebenen Banknoten. Die fehlende disziplinierende Präsenz der *First Bank of the United States* hatte so zu einem extremen Anstieg der staatlich lizensierten, tendenziell kleineren Banken geführt, deren Anzahl im Zeitraum von 1811 bis 1816 von 90 auf 260 zunahm, während der Umlaufwert der begebenen Banknoten im selben Zeitraum von ungefähr 28 Millionen auf 68 Millionen Dollar anstieg.[113]

Die allgemeine Verschlechterung des Zustands des Bankwesens in den auf die Schließung der *First Bank of the United States* folgenden Jahren wurde durch den Krieg mit England von 1812 bis 1815 noch verstärkt, indem das Ende der *First Bank* die Regierung einer wichtigen Finanzierungsquelle beraubte.[114] Der fehlende disziplinierende und regulierende Einfluss der *First Bank of the United States* hatte, wie oben angemerkt, zu einem signifikanten Anstieg von *state banks* und deren Banknoten geführt, sodass es in diesem Zeitraum zu einem typischen *overbanking* kam.[115] Dieses *overbanking* hatte schließlich 1814 dazu beigetragen, dass weite Teile des US-amerikanischen Bankensystems die Konvertierbarkeit von Banknoten auszusetzen hatten, und selbst sechs Monate nach Unterzeichnung des Friedensvertrags hatten viele Banken dieselbe nicht wieder aufgenommen. Besonders brisant war dabei die Tatsache, dass der Regierung auf Bundesebene keinerlei Möglichkeiten zur Verfügung standen, die Wiederaufnahme der Konvertierbarkeit durch staatlich konzessionierte Banken durchzusetzen. Diese Umstände hatten viele der ursprünglichen Gegner von national konzessierten

[111] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Bank of the US, S. 42; Myers (1970) – Financial History of the US, S. 70.
[112] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Bank of the US, S. 82.
[113] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 78-80.
[114] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Bank of the US, S. 109; Gallatin (1831) – Currency and Banking System of the US, S. 284.
[115] Gallatin (1831) – Currency and Banking System of the US, S. 285.

Banken zu einem Umdenken bewegt, sodass 1816 die *Second Bank of the United States* gegründet wurde. Diesbezüglich ist anzumerken, dass sich das Abstimmungsverhalten hinsichtlich der *Second Bank* grundlegend zu jenem hinsichtlich der *First Bank* gewandelt hatte. Diesmal sollten die Föderalisten aus den nördlichen Staaten, die über große staatlich konzessionierte Banken verfügten, einer Gründung ablehnend gegenüber stehen, während die Gegner der *First Bank* für die Gründung der *Second Bank* stimmten.[116] Ähnlich wie die *First Bank* hatte die *Second Bank* eine signifikant stabilisierende Auswirkung auf das Banken- und Währungssystem, indem die Begebung von Banknoten durch *state banks* durch deren regelmäßige Konvertierung in Bargeld kontrolliert wurde. Die Folge davon war, dass die *Second Bank of the United States* „effectually checked excessive issues on the part of State banks, if not in every instance, certainly in the aggregate."[117] 1836 lief die Konzession der *Second Bank of the United States* jedoch aus, und eine politische Debatte um deren Verlängerung entfachte. Zu den Gegnern einer Verlängerung der Lizenz zählten unter anderem einige *state banks*, die die oben beschriebene Praxis systematischer Konvertierung beklagten. Einige Banken in New York lehnten die *Second Bank of the United States* wegen ihres Hauptsitzes in Philadelphia ab, und nach wie vor wurde von einigen Politikern die Verfassungsmäßigkeit einer nationalen Bank in Frage gestellt. Letztlich stimmten beide Kammern des US-Kongresses jedoch für die Verlängerung der Lizenz, doch Präsident Jackson, der Banken im Generellen kritisch gegenübergestanden hatte, verhinderte die Verlängerung durch sein Veto.[118]

Die Schließung der *Second Bank of the United States* hinterließ wie jene der *First Bank of the United States* ein machtpolitisches Vakuum, da die koordinierende und kontrollierende Funktion der *Second Bank* nicht durch bundesstaatliche Behörden ersetzt werden konnte. Der Zeitraum von 1836 bis 1863 wird oft als „*free banking era*" bezeichnet, da in diesem viele Bundesstaaten davon abkamen, Banken einzeln zu konzessionieren. Vielmehr wurden unter dem Free-Banking-Konstitut verschiedene Mindest-voraussetzungen festgesetzt, deren Erfüllen die Gründung einer Bank automatisch ermöglichte, ohne eine amtliche (diskretionäre) Genehmigung zu erfordern. Da die Bankregulierung in diesem Zeitraum von den einzelnen Bundesstaaten ausging, waren die exakten Regelungen über die verschiedenen Bundesstaaten hinweg nicht einheitlich, die Systeme glichen sich aber in vielerlei Hinsicht. Ein definierendes Merkmal aller Free-Banking-Syteme war, dass, sofern die Mindestvoraussetzungen des betreffenden Staates erfüllt wurden, jede natürliche Person eine Bank eröffnen und in weiterer Folge eigenes Geld in Umlauf bringen konnte.[119] Der Wert dieses Geldes war letztlich eine Funktion des Renommees der Bank und des Risikos ihrer Insolvenz. Die Einführung von Free-Banking-Gesetzen

[116] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 81-84.
[117] Gallatin (1931) – Currency and Banking System of the US, S. 334-336.
[118] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 89-91.
[119] Dwyer (1996) – Free Banking, S. 2-3.

erfolgte dabei in zwei Schritten: Die ersten Bundesstaaten, die ein Free-Banking-Konstitut errichteten, waren Michigan im Jahr 1837 und New York sowie Georgia 1838, und nach einem längeren Zeitraum folgten ab 1849 15 weitere Staaten, die Free-Banking-Gesetze verabschiedeten.[120] Die Entwicklung zu Free-Banking-Systemen ist zwei Faktoren zuzuschreiben:

(1) Zum einen hatten die Bundesstaaten erkannt, dass der langwierige amtliche Konzessionierungsprozess es nicht erlaubte, die durch die Schließung der *Second Bank of the United States* bedingte Lücke an Bankdienstleistungen ausreichend rasch zu füllen. Die Möglichkeit, eine Bank eröffnen zu können, sobald bestimmte Voraussetzungen erfüllt wurden, sollte so das Aufkommen neuer Banktätigkeit erleichtern und beschleunigen.[121] Andererseits hatten unmittelbar auf die Schließung der *Second Bank of the United States* lediglich drei Staaten das Free-Banking eingeführt, eine Beschleunigung des Trends erfolgte erst Mitte des Jahrhunderts. (2) Ein zweites Erklärungsmodell sieht die anfänglich nur begrenzte Ausdehnung des Free-Banking deshalb dem hohen Marktwert von Banklizenzen geschuldet, die regelmäßig gegen Bestechungszahlungen und aus parteipolitischen Beweggründen vergeben worden waren. Bodenhorn (2003) zeigt, dass die Konzessionierung von Banken oft von politischen und ökonomischen Motiven geleitet war.[122] Während dieser Handel von Banklizenzen beispielsweise in New York zur Einführung von Free-Banking führte, welches diesem Problem begegnen sollte,[123] verhinderte derselbe Grund die Einführung von Free-Banking in anderen Bundesstaaten, da Politiker in diesen nicht gewillt waren, die lukrative Vergabe von Banklizenzen aus den Händen zu geben. Mit den beginnenden 1850er Jahren war die hohe Nachfrage nach Banklizenzen jedoch größtenteils abgebaut gewesen, und die diskretionäre Vergabe durch Politiker gestaltete sich dadurch weitaus weniger reizvoll, sodass sich auch in den verbleibenden Staaten Free-Banking-Gesetze durchsetzen konnten.[124] Auch diese Gesetze wurden jedoch, wie jenes in New York, durch den Umstand erleichtert, dass die weitgehende Handlungsfreiheit in Hinblick auf die Vergabe von Banklizenzen durch Politiker von der Bevölkerung als eine Konzentration von Macht durch die Elite angesehen worden war, was eine Forderung nach Free-Banking in der Bevölkerung hervorgerufen hatte.[125]

1863 begann mit dem National Currency Act von 1863[126] in den USA die National-Banking-Ära, die die Free-Banking-Ära beendete. Die National Banking Acts sind in zweierlei Hinsicht von Bedeutung. Zum einen schufen diese Gesetze mit den *national banks* eine neue Form von Geschäftsbanken, die parallel

[120] Dwyer (1996) – Free Banking, S. 4.
[121] Rolnick & Weber (1982) – Free Banking, S. 11.
[122] Bodenhorn (2003) – State Banking in Early America, S. 12-18.
[123] Bodenhorn (2006) – Bank Chartering in New York.
[124] Bodenhorn (2003) – State Banking in Early America, S. 163ff, zitiert nach Grossman (2010) – Unsettled Account, S. 230.
[125] Grossman (2010) – Unsettled Account, S. 230.
[126] Der ursprüngliche Act von 1863 wurde bereits im folgenden Jahr abgeändert und später in National Banking Act von 1863 und National Banking Act von 1864 umbenannt.

zu den *state banks* existieren sollten. Erstmals wurden dadurch Geschäftsbanken verschiedener Bundesstaaten einer einheitlichen Regelung und Regulierung unterworfen, was von der neu geschaffenen Behörde des Comptroller of the Currency wahrgenommen werden sollte.[127]

Zum anderen schufen die National Banking Acts, wie der ursprüngliche Name der Gesetze nahe legt, erstmals eine einheitliche Währung. Vor 1863 hatte es eine Vielzahl verschiedener Banknoten gegeben, da die betreffenden Banken jeweils ihre eigenen Banknoten emittierten. Weil deren Wert eine Funktion der Reputation der Bank als auch der geografischen Entfernung der Banknote zur einlösenden Bank war, unterschied sich deren Wert teilweise beträchtlich – und lag meist unter dem jeweiligen Nennwert. Die Anzahl unterschiedlicher Banknoten hatte teilweise etwa 30.000 betragen, [128] sodass sich bestimmte Zeitschriften darauf spezialisierten, Abbildungen, Beschreibungen und den Wert der unterschiedlichen Banknoten zu veröffentlichen.[129] Mit dem National Currency Act von 1863 wurde eine einheitliche US-Währung geschaffen, deren Wert in zweifacher Hinsicht geschützt war. Zum einen hatten *national banks* ihre begebenen Banknoten durch US-Staatsanleihen zu besichern, die im Finanzministerium zu hinterlegen waren, und zum anderen konnten Banknoten auch im Falle der Insolvenz der betreffenden Bank zum Nennwert beim Finanzministerium eingelöst werden. Tatsächlich war anhand der Banknoten selbst nicht mehr ersichtlich, welche Bank die Banknoten ursprünglich emittiert hatte, da diese vereinheitlicht worden waren und nun nicht mehr von den Banken, sondern von der Regierung gedruckt wurden. Der Comptroller of the Currency schrieb hierzu 1864:

> *„If the banks fail, and the bonds of the government are depressed in the market, the notes of the national banks must still be redeemed in full at the treasury of the United States. The holder has not only the public securities, but the faith of the nation pledged for their redemption."*[130]

Die National Banking Acts begründeten somit neben einer einheitlichen, besicherten und daher stabilen Währung einen erhöhten Bedarf an US-Staatsanleihen. Tatsächlich dürfte letzterer Punkt von größerer Bedeutung gewesen sein, da die US-Regierung bei Erlass der Gesetze einen kostspieligen Krieg – den Sezessionskrieg von 1861 bis 1865 – zu finanzieren hatte.[131] Myers schreibt hierzu: „It was only in the midst of such a war that such a bill could have been passed."[132]

Nachdem bereits 1862 eine Steuer von 2% auf Banknoten eingeführt worden war, die von *state banks* begeben wurden, wurde dieser Steuersatz 1866 (durch den Revenue Act von 1865) auf 10% angehoben, der die Begebung von Banknoten durch *state banks* unprofitabel werden ließ und den *national banks*

[127] Grossman (2010) – Unsettled Account, S. 230.
[128] http://www.frbsf.org/currency/expansion/history/text2.html (18.12.13).
[129] Grossman (2010) – Unsettled Account, S. 231; Myers (1970) – Financial History of the US, S. 121.
[130] OCC (1863) – Annual Report, S. 58.
[131] Monetary Commission of the Indianapolis Convention (1898) – Report, S. 197-202; Myers (1970) – Financial History of the US, S. 163.
[132] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 163.

ein De-facto-Monopol über die Emission von Banknoten gewährte und von *state banks* begebene Banknoten verdrängte.[133]

Die National Banking Acts hatten somit das für die Vereinigten Staaten charakterisierende „*dual banking system*" geschaffen, das bis heute Bestand hat. Doch auch in einer weiteren Hinsicht sollten die Gesetze für die Entwicklung des Finanzsystems von Bedeutung sein: Der National Banking Act von 1864 schrieb auf Bundesebene, d.h. für *national banks*, das sogenannte „*unit banking*" vor, unter welchem *national banks* die Errichtung eines Filialnetzes untersagt war.[134] Da vielen *state banks* – abhängig von bundesstaatlicher Gesetzgebung – die Unterhaltung eines Filialnetzes nach wie vor erlaubt war, wurde dies zu einem der wenigen, aber großen Vorteile, die *state banks* gegenüber *national banks* besaßen. Versuche, bundesstaatliche an die nationale Gesetzgebung anzupassen, blieben in den folgenden Jahren in vielen Bundesstaaten erfolglos.[135] Der Revenue Act von 1865 machte „*branching*" von *national banks* jedoch insofern möglich, als zu *national banks* konvertierten *state banks*, die über ein Filialnetz verfügten, die Beibehaltung desselben gestattet wurde.[136] Von dieser Bestimmung wurde jedoch bis 1907 kein Gebrauch gemacht, sodass *national banks* von 1863 an vornehmlich Einzelbanken darstellten.[137] Bundesstaatliche Restriktion des „*branch banking*" für *state banks* als auch das US-weite Filialverbot für *national banks* hatten weitreichende Auswirkungen auf das Bankensystem, sodass 1920 lediglich 1,8% aller *state* und *national banks* über Filialen verfügten. Selbst diese Minderheit an Banken, die ein Filialnetz unterhielt, verfügte außerdem lediglich über durchschnittlich 2,4 Banken.[138]

Es bleibt festzuhalten, dass die US-Bevölkerung traditionell eine stark ausgeprägte Abneigung gegenüber Banken im Generellen und der Konzentration von Macht in Form von Monopolen im Speziellen aufgewiesen hat. Die Furcht vor der Anhäufung von Macht in großen Finanzinstituten ging hier traditionellerweise von der ländlichen Bevölkerung, kleineren Gemeinden und nicht zuletzt von

---

[133] Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking (1932) – Branch Banking, S. 61; Myers (1970) – Financial History of the US, S. 163.

[134] Im National Banking Act von 1864 wurde der im National Banking Act von 1863 verwendete Plural von „office" revidiert (Myers (1970) – Financial History of the US, S. 165). Doch insofern auch in der Fassung von 1863 „branching" nicht erwähnt worden war (Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking (1932) – Branch Banking, S. 51), stellt die Revision von 1864 höchstwahrscheinlich eine Präzisierung bzw. Korrektur einer missverständlichen Formulierung dar, von der befürchtet worden war, sie könnte fehlerhaft interpretiert werden.

[135] Myers (1970) – Financial History of the US, S. 165.

[136] Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking (1932) – Branch Banking, S. 51.

[137] Der Großteil der Banken, die über Filialen verfügte, war im Süden der Vereinigten Staaten angesiedelt. Infolge des Sezessionskrieges waren diese Banken oft nicht geneigt, in *national banks* zu konvertieren, und werden darüber hinaus oft nicht über eine ausreichende Kapitaldecke verfügt haben, die für *national banks* vorgeschriebenen Kapitalvorschriften zu erfüllen. Siehe hierzu Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking (1932) – Branch Banking, S. 64-65.

[138] Eigene Berechnungen basierend auf Daten von Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance, S. 151.

kleinen Banken aus.[139] Die Folge davon war – oft in Verbindung mit dem Einfluss von Interessensgruppen, die diese tiefsitzende Furcht für ihre Zwecke auszunutzen wussten – ein Banksystem, das durch seine starke Fragmentierung und eine Vielzahl kleiner Banken gekennzeichnet war. Viner stellte 1936 in Hinblick auf das weltweit einzigartige „*unit banking*" der USA treffend fest:

> „*The unit-banking system has deep roots in our history, in our regional diversities, and local loyalties. Its persistence is due to the support it derives from state jealousy of encroachments on state autonomy, from agrarian and small-town jealousy of the metropolitan areas, and from the nation-wide fear of undue concentration of financial power in the great metropolitan centers, and especially from fear of Wall Street domination."*[140]

Das in den Vereinigten Staaten lange Zeit vorgeschriebene „*unit banking*" hatte weitreichende Folgen, insofern es ein effizienteres Bankensystem basierend auf einem Filialbankensystem lange verhinderte. Schon Sprague (1903) fasste die Vorteile des „*branch banking*" in drei Punkten zusammen: (1) besseres Management, (2) die Möglichkeit der Diversifizierung und (3) effizientere Nutzung von Reserven.[141] Während Punkt (1) vermutlich von der (begründeten) Annahme ausgeht, dass größere Firmen sowohl aufgrund der besseren Bezahlung als auch ihres Renommees bessere Managementkräfte anzuziehen befähigt sind, liegen den Punkten (2) und (3) statistisch-mathematische Beweise zugrunde.[142]

Grundsätzlich verhinderte das „*unit banking*" die Diversifizierung der Anlage- und Investitionswerte von Banken, welche dieselben anfällig gegenüber regionalen Schocks machte. Ebenso wie das „*unit banking*" die Existenz kleiner Institute förderte, so hatte auch das „*dual banking system*" den unmittelbaren Effekt, ein fragmentiertes Bankensystem zu unterstützen.[143] Es ist diesen Faktoren – dem „*unit banking*" sowie dem „*dual banking system*" – zuzuschreiben, dass das Banken- und in weiterer Folge das Finanzsystem in den Vereinigten Staaten seit jeher von einer ausgeprägten Instabilität gekennzeichnet waren.[144]

Im Vergleich zum Finanzsystem in Europa, welches bedingt durch die gemeinsamen Wurzeln als Maßstab für das US-System dienen muss, zeichnete sich das Finanzsystem der Vereinigten Staaten deshalb seit Anbeginn durch eine ausgeprägte Fragilität aus, die eine direkte Konsequenz eines

---

[139] Vgl. Critchfield/Davis/Davison/Gratton/Hanc/Samolyk (2004) – Community Banks, S. 1; Meltzer (1976) – Regulation of Financial Institutions, S. 483; Viner (1936) – Regulation and the Banking Situation.
[140] Viner (1936) – Regulation and the Banking Situation, S. 107.
[141] Sprague (1903) – Branch Banking, S. 243.
[142] Während der Beweis des Gesetzes der großen Zahlen Bernoulli zugeschrieben wird, gelang es Markowitz in seiner Arbeit zur modernen Portfoliotheorie 1952 den Beweis zu erbringen, dass Diversifizierung das Risiko eines Portfolios zu reduzieren vermag, ohne dabei die Rendite zu beeinträchtigen (Markowitz (1952) – Portfolio Selection). Letztlich zeigt uns aber das Sprichwort, nicht alles auf eine Karte zu setzen, dass diese Prinzipien, auf denen das moderne Versicherungswesen basiert, schon lange bekannt waren.
[143] Critchfield/Davis/Davison/Gratton/Hanc/Samolyk (2004) – Community Banks, S. 1.
[144] Vgl. hierzu Calomiris (1989) – Rules of the Game.

schwachen Bankensystems darstellte. Die Krisenanfälligkeit des US-amerikanischen Bankensystems blieb zeitgenössischen Beobachtern nicht verborgen, sodass ein französischer Banker während der Krise von 1907 den Unmut der Europäer gegenüber dem ineffizienten Bankensystem der Vereinigten Staaten als „great financial nuisance“ bezeichnete.[145]

[145] Allen & Gale (2001) – Comparative Financial Systems, S. 42.

TEIL 1
SCHOCK

3 EINLAGENSICHERUNG

My friends, there is good news and bad news.
The good news is that the full faith and credit
of the FDIC and the U.S. government stands
behind your money in the bank.
But the bad news is that you,
my fellow taxpayers,
stand behind the U.S. government.[146]
William Seidman, ehemaliger Vorstand der FDIC

3.1 EINLEITUNG

Die Einführung eines Einlagensicherungssystems 1933 in den USA markiert einen Paradigmenwechsel hinsichtlich der Regulierung von Finanzmärkten, die eine wichtige Rolle in meinem in dieser Arbeit entwickelten Modell einnimmt und auf der Vorarbeit von Minsky und Kindleberger beruht. Die Gründung der *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) als Verwalter des Deposit Insurance Fund (DIF) stellt meinem Modell zufolge den anfänglichen Schock dar und führte so zu einem „*Displacement*", das Entwicklungen an den Finanzmärkten über die nächsten Jahrzehnte prägen sollte.

Verschiedene Studien schreiben Finanz- und Bankenkrisen in der Regel eine unterschiedliche Häufigkeit zu, es besteht jedoch weitgehender Konsens dahingehend, dass Finanzkrisen in den USA im Allgemeinen und Bankenkrisen im Besonderen ein wiederkehrendes und konstantes Phänomen zumindest ab dem frühen 19. Jahrhundert waren.[147] Trotz der wiederkehrenden Gefahr durch Krisen und der damit einhergehenden wiederholten Forderung eines bundesweiten Einlagensicherungsschutzes blieb dieser Wunsch lange Zeit unerfüllt – zumindest auf Bundesebene. Auf bundesstaatlicher Ebene jedoch war es seit 1829 immer wieder zu Versuchen gekommen, Einlagensicherungs- bzw. Garantiesysteme zu errichten. Die zentrale Rolle der Einführung eines bundesweiten US-Einlagensicherungssystems in meinem Modell führt zu mehreren Fragen, deren Beantwortung im vorliegenden Kapitel versucht wird:

[146] L. William Seidman – Full Faith and Credit. The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas. Beard Books, Washington, D.C. 2000, S. XIII.
[147] Vgl. Reinhart & Rogoff (2009) – This Time Is Different.

ZENTRALE FRAGEN DES KAPITELS

1. Was waren die historischen Vorläufer des bundesweiten Einlagensicherungssystems?
2. Vor welchem Hintergrund wurde die Einlagensicherung 1933 eingeführt?
3. Was waren/sind die Gründe, die zur Einführung der FDIC geführt haben?
4. Was sind die allgemeinen Gefahren von Einlagensicherungssystemen? (Historische Lehren)
5. Wie wurde diesen Gefahren 1933 zu begegnen versucht? (Allgemeine Merkmale der Banking Acts von 1933 und 1935)
6. Wurden die korrekten Lehren aus vorangegangenen Einlagensicherungsexperimenten gezogen?
7. War die Gründung der FDIC notwendig?
8. Falls nein, welche Alternativen hätte es gegeben?

3.2 FRÜHE EINLAGENSICHERUNGSSYSTEME

Wie oben angesprochen hatte es schon vor der Implementierung eines US-weiten Einlagensicherungssystems vereinzelt Versuche zur Garantie von Bankeinlagen auf bundesstaatlicher Ebene gegeben. Hier können zwei Perioden unterschieden werden: Die erste Welle reicht von 1829 bis 1866 und die zweite von 1908, unmittelbar nach der Panik von 1907, bis in die 1920er Jahre, als die hohe Anzahl an Bankenkrisen sämtliche eingeführten Einlagenfonds insolvent werden ließ.

3.2.1 DER ZEITRAUM VON 1829 BIS 1866

Die erste Welle an bundesstaatlichen Sicherungsfonds nahm 1829 ihren Anfang, als im Bundesstaat New York das erste Einlagensicherungssystem der Vereinigten Staaten eingeführt wurde. Nachdem in den auf 1789 folgenden zwanzig Jahre keine einzige Bank insolvent geworden war, erinnerte erst der Zusammenbruch der *Farmers Bank of Gloucester* in Rhode Island im Jahr 1809 die Bevölkerung daran, dass Bankpleiten möglich waren.[148] Fünf Jahre nach diesem Ereignis traf die USA eine Bankenpleitewelle, die den Ruf nach einer Reform des Bankensektors laut werden ließ.[149] Die Bankpleiten dieser Zeit mündeten im ersten Einlagensicherungssystem im **Bundesstaat New York** im Jahr **1829**, in welches Mitgliedsbanken Beiträge für den Fall der Insolvenz eines Mitglieds einzuzahlen hatten. Pate für das New Yorker Programm hatte das „Kantonesische Garantiesystem“ gestanden. Als sich 1780 einige der mächtigsten und größten Handelshäuser außer Stande sahen, ihre ausländischen Schulden

[148] Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 113.
[149] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 3.

zu bedienen, intervenierte die chinesische Regierung, indem es die Hong-Handelshäuser dazu verpflichtete, die ausstehenden Verbindlichkeiten ihrer insolventen Kollegen zu übernehmen. Mit dem Garantiesystem war zu den im Austausch für das Monopol des Handels mit dem Ausland auferlegten Pflichten der Gewährleistung des Steueraufkommens und der Abwehr der Barbaren des Westens die gegenseitige kollektive Haftung für insolvente Zunftmitglieder hinzugetreten.[150] In weiterer Folge adaptierten sowohl der Bundesstaat Vermont 1831, zwei Jahre nach New York, als auch Michigan 1836 mit dem „*Fund for the Benefit of the Creditors of Certain Moneyed Corporations*“[151] dem New Yorker System ähnliche Einlagensicherungen. Das entscheidende gemeinsame Merkmal der Sicherungssysteme von New York, Vermont und Michigan war deren Finanzierung. Bei allen drei Systemen sollten Verbindlichkeiten von partizipierenden Banken durch von denselben erhobene Einzahlungen in einen gemeinsamen Fonds versichert werden, der Gläubiger von Banken im Falle der Insolvenz entschädigen sollte. Ebenso waren die Einlagensysteme dieser drei Bundesstaaten darauf ausgelegt, letzten Endes alle Banken zu umfassen, indem neu gegründeten Banken eine Beitrittspflicht auferlegt wurde und bereits existierende Banken bei Erneuerung oder Verlängerung ihrer Banklizenz dem System beizutreten hatten.[152] Mit der Einführung von „*free banking*“ seit 1837 wurde von dieser Zielsetzung jedoch in New York und Vermont abgelassen.

Das erste dieser Systeme, das unter hohen Zahlungen kollabierte, war jenes in Michigan. Sechs Jahre nach Ausbruch der Bankenpanik von 1837 hatte sich das Michiganer System aufgelöst. Es ist vielsagend, dass dieser Fonds der einzige war, der Banken versicherte, die unter dem „*free banking*“-Konstitut errichtet worden waren.[153] Nachdem die Lizenz der *Second Bank of the United States* ausgelaufen war, hatte sich der Bund aus der Übersicht des Finanzwesens zurückgezogen, und es waren nun zunehmend die einzelnen Bundesstaaten, die die Aufgabe der Regulierung des Bankwesens übernahmen. In diesem bundesstaatlichen Rahmen entwickelte sich ab dem Jahr 1837 das „*free banking*“.[154] Da die Bankregulierung in diesem Zeitraum von den einzelnen Bundesstaaten ausging, waren die exakten Regelungen über die verschiedenen Bundesstaaten hinweg nicht einheitlich, die Systeme glichen sich aber in vielerlei Hinsicht. Ein definierendes Merkmal aller „*free banking*“-Systeme war, dass, sofern die Mindestvoraussetzungen des betreffenden Staates erfüllt wurden, jede natürliche Person eine Bank eröffnen und in weiterer Folge eigenes Geld in Umlauf bringen konnte.[155] Der Wert dieses Geldes war letztlich eine Funktion des Renommees der Bank und des Risikos ihrer Insolvenz. Da während des

[150] Grant (2012) – Canton Guaranty Systems.
[151] Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 115.
[152] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. I-4.
[153] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. I-4.
[154] Dwyer (1996) – Free Banking, S. 2; Komai & Richardson (2011) – History of Regulation 1789-2009, S. 3; Rockoff (1974) – Free Banking, S. 142.
[155] Dwyer (1996) – Free Banking, S. 2-3.

Zeitraums des „*free banking*“ etwa die Hälfte aller Institute scheiterte und deren durchschnittliche Lebensdauer lediglich fünf Jahre betrug,[156] wird die Zeit von 1837 bis 1865, als die Bundesregierung eine Steuer auf bundesstaatliche Banknoten einführte, oft als „*wildcat banking*“ bezeichnet.

Besonders schlecht hatte das „*free banking*“-System in Michigan abgeschnitten, das als erster Bundesstaat ein solches im Jahr 1837 errichtet hatte. Zwischen Jänner 1837 und Frühling 1838 stieg die Anzahl an Banken in Michigan von neun auf 50. Im September 1839 war die Anzahl wieder auf neun gesunken, und 1840 war in Michigan keine der *free banks* verblieben.[157] In Michigan, so Golembe & Warburton (1958), gab es einen „meteoric rise in banking activity, followed by a collapse of awesome proportions.”[158] Dieser Kollaps ist mehreren Faktoren zuzuschreiben: Zum einen wurden Banken so schnell und zahlreich gegründet, dass Betrug zu einem allgemeinen Merkmal dieser Zeit wurde. Zum anderen trafen die Bankenpanik von 1837 und die darauf folgende Rezession die ohnehin schwache Bankenlandschaft hart, sodass ein Großteil der Banken in der zweiten Hälfte des Jahres 1838 scheiterte. Offiziell wurde die Michiganer *bank-obligation insurance* am 30. November 1842 geschlossen, nachdem diese zumindest seit 1840 technisch insolvent gewesen und mit Geldern des Staates Michigan am Leben erhalten worden war. Die Einlagensicherung in Michigan war die einzige der insgesamt sechs, die während ihrer gesamten Existenz keinen einzigen Bankgläubiger entschädigte.[159]

Ebenfalls im Jahr 1842 überstiegen die Forderungen von Gläubigern insolventer, versicherter Banken im Bundesstaat New York die Kapazitäten des dortigen Fonds, sodass ab diesem Zeitpunkt der Versicherungsfonds lediglich Banknoten, aber keine Einlagen mehr abdeckte.[160] Das New Yorker System konnte sich nach dieser Änderung noch bis 1866 halten.[161] Während des Zeitraums des Bestehens des New Yorker Sicherungssystems wurden 21 Banken insolvent und stellten ihre Banktätigkeiten ein oder wurden infolge ihrer schlechten Lage abgewickelt, um den Fonds vor größerem Schaden zu schützen. Von diesen 21 Fällen traten 20 während Krisenjahren auf: fünf während der Panik von 1837, elf während der Depression von 1840-1843, einer während der Depression von 1854 und drei während der Panik von 1857. Einzig das Scheitern einer Bank im Jahr 1847 fiel in ein Jahr der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung. Resultierend aus dieser Konzentration von Bankpleiten in Krisenjahren

[156] Komai & Richardson (2011) – History of Regulation 1789-2009, S. 3.
[157] Dwyer (1996) – Free Banking, S. 6; Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. V-1-V-3.
[158] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. V-1.
[159] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. V-26-V-36.
[160] Obwohl der Vorzug von Banknoten gegenüber Einlagen vom Gesetzgeber nicht intendiert war, so wurde der Gesetzestext infolge einer unklaren Formulierung insbesondere seit 1843 dahingehend interpretiert. Es spricht jedoch einiges dafür, dass der ursprüngliche Akt von 1829 den Schutz von sowohl Banknoten als auch Einlagen vorgesehen hatte. Siehe hierzu Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-10-II-13.
[161] Obgleich der New Yorker Fonds bis 1865 bestehen bleiben sollte, hatte dieser lange nur mehr eine marginale Bedeutung. So nahm dessen Mitgliedschaft von über 90% aller Banken im Jahr 1837 auf etwa 2% bis 1865 ab. Siehe hierzu Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance, S. 679.

verwundert es nicht, dass „asset deterioration“ ein generelles Merkmal der Bankpleiten war. Jedoch waren in beinahe all diesen Fällen weitere Faktoren ausschlaggebend, die zum Fall der Institute geführte hatten, „the most important of which were unsafe banking practices, violations of law, and defalcations.“[162]

Im Zeitraum zwischen Gründung des Vermonter Systems und dessen Kollaps im Jahr 1859 fiel die Zahl der teilnehmenden Banken von 13 auf null.[163] Während dieser 28 Jahre gab es lediglich zwei Bankpleiten: die *Essex County Bank* im Jahr 1839 unmittelbar vor der Depression 1840-42 und die *Danby Bank* während der Panik von 1857. Im Fall der ersten Bank waren unlautere Praktiken den Inspektoren des Fonds bereits 1836 aufgefallen. Unmittelbar nach Gründung der Bank waren Kredite an deren Aktionäre in beinhahe derselben Höhe wie der Nominalwert der Anteile vergeben worden, die als Sicherheit hinterlegt worden waren. Mit Misstrauen wurde auch die geheime Aufnahme von Kredit der Bank bei anderen Banken gegen Hinterlegung der eigenen Banknoten und ein generelles „self-serving management“ aufgenommen.[164] Bei einer Prüfung der Bank im selben Jahr durch den Staat befanden die Inspektoren die Bank allerdings als „perfectly solvent, and in good condition.“[165] Bei einer erneuten Überprüfung mehrere Jahre nach dem Scheitern der Bank wurde aufgedeckt, „that the officers had looted the bank“[166] und ihr Scheitern „fraudulent misconduct of its officers and stockholders“[167] zugeschrieben werden konnte, sodass sich die Einschätzung der Inspektoren des Versicherungsfonds 1836 im Nachhinein als korrekt erweisen sollte.[168] Hinsichtlich der *Danby Bank* ist lediglich bekannt, dass sich diese in den ersten Jahren nicht am Versicherungsfonds beteiligt hatte und erst im Jahr vor ihrem Scheitern dessen Schutz aufgesucht hatte. Somit hatte die *Danby Bank* nur einen Bruchteil des dem Fonds entstehenden Schadens eingezahlt. Da der Fonds durch die Pleite der *Essex County Bank* und die vollständige Entschädigung ihrer Gläubiger nur mehr über inadäquate Mittel zur Begleichung der Verbindlichkeiten der *Danby Bank* verfügte, konnten die Gläubiger dieser Bank nur noch mit einem Bruchteil ihrer Ansprüche entschädigt werden, bevor der Fonds selbst insolvent wurde.

Den drei oben beschriebenen Systemen standen drei weitere gegenüber, die sich durch ihr gemeinsames Merkmal der gegenseitigen Haftung von jenen in New York, Vermont und Michigan unterschieden.

---

[162] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-34; Calomiris (1990) – Is Deposit Insurance Necessary, S. 286.
[163] Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance, S. 680.
[164] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. III-11.
[165] Vermont, House of Representatives – Journal of the House 1836, S. 219, zitiert nach Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. III-11.
[166] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. III-11.
[167] Vermont, Bank Commissioner – Report of the Bank Commissioner, Journal of the Senate, 1844, S. 101, zitiert nach Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. III-12.
[168] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. III-11.

Das erste dieser Systeme wurde 1834 in Indiana eingeführt, wo anstelle eines Fonds, der Verbindlichkeiten der teilnehmenden Banken abdeckte, die Banken „mutually responsible for all the debts, notes, and engagements of each other" gemacht wurden.[169] Das heißt, dass Ansprüche von Gläubigern insolventer Banken unter *bank-obligation insurance*, die nach Liquidierung der Vermögenswerte der Bank übrigblieben, gemeinschaftlich von den anderen im Versicherungsverbund stehenden Banken getragen wurden. Obgleich es den Anschein hat, dass das System in Indiana unabhängig von jenem in New York ausgearbeitet wurde und deren unterschiedlicher Charakter den unterschiedlichen Bankensystemen der beiden Staaten und weniger einer als unvorteilhaft wahrgenommenen Architektur des New Yorker Systems zuzuschreiben ist, so führte Indiana doch eine sehr strikte Aufsicht der teilnehmenden Banken ein, die vom New Yorker Gesetz beeinflusst worden sein dürfte.[170] Besonders bemerkenswert ist in dieser Hinsicht die Befugnis der Aufsichtsbehörde, Banken ohne Vollmacht durch ein Gericht oder andere staatliche Stelle schließen zu können, sofern zwei Drittel des Aufsichtsausschusses einer Schließung zustimmten und entweder Insolvenz, Missmanagement oder anderweitige Verletzungen der Gesetzesbestimmungen vorlagen. Eine weitere Bestimmung sah vor, dass die Verbindlichkeiten einer Bank maximal das Doppelte ihres Eigenkapitals betragen durften.[171] Darüber hinaus unterlagen Bankaktionäre doppelter und Bankfunktionäre unbegrenzter Haftung. Der unbegrenzten Haftung konnte nur dann entgangen werden, wenn die Insolvenz nicht aus betrügerischem Verhalten resultierte – welche bei einer Bankpleite per Gesetz automatisch angenommen und vom Management widerlegt werden musste. Bemerkenswert sind auch Bestimmungen hinsichtlich der Anlagebefugnisse von Banken. So war es versicherten Banken untersagt, Immobilien für einen anderen Zweck als für die Unterbringung ihrer Geschäftsräume zu erwerben. Immobilien, die durch die Zwangsvollstreckungen aus einer Hypothek in den Besitz einer Bank fielen, mussten einmal jährlich öffentlich zum Verkauf angeboten werden.[172] Die Restriktionen hinsichtlich des Erwerbs von Immobilien trugen dem bei der Entstehung des Systems vorherrschenden Immobilienboom im Westen der USA Rechnung, der sein Ende in der Panik von 1837 fand.[173] Die strenge Haltung der Aufsichtsbehörde gegenüber Immobilienbesitz durch Banken und der Annahme desselben als Sicherheit für Kredite, ließ das Bankensystem von Indiana den Kollaps der Grundstückspreise relativ unbeschadet überstehen, während dieser das Scheitern vieler Banken in

[169] Zitiert nach Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-4.
[170] Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 114.
[171] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-6-IV-7.
[172] Die Obergrenze an Verbindlichkeiten wurde 1836 etwas gelockert, die Entscheidung darüber oblag jedoch der Aufsichtsbehörde. Siehe hierzu Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-6-IV-7.
[173] Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 117; Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-23.

anderen Bundesstaaten bedeutete.[174] Auch andere Krisen überstand das Bankensystem von Indiana besser als viele der benachbarten Staaten, sodass während der 31-jährigen Existenz der *bank-obligation insurance* in Indiana keine einzige Bank insolvent wurde und Bankgläubiger keinen Schaden erlitten. Die Tatsache, dass es im siebenjährigen Zeitraum von 1855 bis 1862 in Indiana 68 Insolvenzen von *free banks* gab,[175] suggeriert einen kausalen Zusammenhang zum Sicherheitssystem. Dies wirft die Frage auf, warum Indianas System im Vergleich zu jenen in New York und Vermont und insbesondere in Michigan so vorteilhaft verlief, da viele der Bestimmungen so oder in ähnlicher Form auch in anderen Staaten existierten. So gab es auch in anderen Sicherungssystemen Bestimmungen, die die höchstzugelassene Summe an Verbindlichkeiten gegenüber Eigenkapital regelten und die Spekulation mit Grundstücken untersagten.[176] Die Antwort auf diese Frage ist mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Struktur des Versicherungssystems zu finden. Im Gegensatz zu einem auf Beiträgen basierenden Fonds hatte sich das System in Indiana auf gegenseitige Haftung gestützt. Dieser Umstand in Verbindung mit der Tatsache, dass das Kontrollgremium in Form der Aufsichtsbehörde mit Repräsentanten der versicherten Banken besetzt war, hatte den entscheidenden Unterschied zu den vorigen drei Systemen dargestellt.[177] Durch die gegenseitige Haftung für Verbindlichkeiten anderer Banken hatten alle Parteien ein stark ausgeprägtes Interesse daran, das Risiko einer Materialisierung der Gefahr der Haftung so gering wie möglich zu halten. Dies führte dazu, dass im Unterschied zu den Systemen in New York, Vermont und Michigan betrügerisches Verhalten und das Eingehen von exzessivem Risiko minimiert wurden, sodass das Haftungssystem zu einem sicheren und stabilen Bankensystem geführt hatte. Das Haftungssystem in Indiana stellte seine Tätigkeit so nicht etwa wegen einer sich verschlechternden Finanzlage ein, sondern infolge der Konvertierung sämtlicher teilnehmenden Banken zu *national banks* im Jahr 1864, die das System überflüssig machten.[178]

Bei der Ausarbeitung der Gesetze zur Einführung von Sicherungssystemen in Ohio und Iowa ab dem Jahr 1845 konnte man auf die Erfahrungen der bis zu diesem Zeitpunkt eingeführten Systeme zurückgreifen und schuf so Hybridsysteme, die die besten Aspekte der beiden Typen zu vereinen versuchten. So versicherte der „*Safety Fund*" in Ohio, dem New Yorker System ab 1842 gleich, lediglich Banknoten, nicht aber Einlagen.[179] Das System basierte jedoch wie jenes in Indiana auf gegenseitigen Garantieerklärungen der Banken, obgleich gleichzeitig ein Fonds ins Leben gerufen wurde, der die von

[174] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-23-IV-24.
[175] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-16.
[176] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-29.
[177] Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 115-116; Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-29-30.
[178] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. IV-1, IV-29-30.
[179] Diese Einschränkung war in der Praxis nicht von allzu großer Bedeutung, da Banknoten in Ohio während dieses Zeitraums von dominanter Bedeutung waren und Einlagen nur einen sehr geringen Teil der Gesamtverbindlichkeiten von Banken darstellten.

den Banken zu hinterlegende Sicherheiten verwahrte, deren Zinserträge jedoch an die Banken ausgeschüttet wurden. Auch hinsichtlich der Organisation der Prüfungsaufsicht hatte man sich an Indiana orientiert und besetzte diese mit Repräsentanten der teilnehmenden Banken und einem von diesen gewählten Präsidenten von außerhalb. Neben diesen Bestimmungen galten solche, wie sie aus anderen Staaten bekannt waren. Beispielsweise waren Verbindlichkeiten bis zu einem bestimmten Verhältnis zum Eigenkapital einer Bank erlaubt, und in Umlauf befindlichen Banknoten hatten mindestens 30% in liquiden Reserven gegenüberzustehen.[180] Angesichts der Tatsache, dass das System in Ohio, wie das in Indiana, nicht aus Finanzierungsgründen aufgegeben werden musste, sondern 1866 mit dem Hinfälligwerden durch die Konvertierung der Banken zu *national banks*, ist das Experiment in Ohio als relativ erfolgreich zu bezeichnen. Während seines zwanzigjährigen Bestehens hatte der „*Safety Fund*" den Mitgliedsbanken dabei geholfen, zahlreiche Paniken und Wirtschaftskrisen zu überstehen. Alle zehn Fälle, in denen Banken Schwierigkeiten erfuhren, fielen dabei auf die Jahre zwischen 1850 und 1857. Von diesen zehn Fällen stellten vier Bankpleiten dar, die restlichen sechs Banken wurden durch Hilfsgelder am Leben erhalten, die es ihnen erlaubten, bis zur Auflösung des Sicherungssystems weiterzubestehen.[181] Die Hauptursache für das Scheitern der Problembanken war Missmanagement in zwei Fällen, Veruntreuung in weiteren zwei Fällen und „*asset deterioration*" in den restlichen sechs Fällen.[182] Zumindest in drei der zuletzt genannten sechs Fälle war jedoch schlechtes Management ein weiterer Grund für die Schwierigkeiten gewesen.[183] Banken, die nicht Teil des Versicherungssystems waren, hatten während des Zeitraums 1845-1866 gemessen an deren Ausfallrate signifikant schlechter abgeschnitten als versicherte Banken.[184] Das relativ gute Funktionieren des Systems in Ohio ist wie in Indiana vornehmlich der gegenseitigen Haftung zuzuschreiben, das den „*Safety Fund*" in Ohio zu einem der erfolgreichsten der Zeit vor dem Amerikanischen Bürgerkrieg machte; auf seinem Höhepunkt wurde dieses System eingestellt.[185]

Der letzte Bundesstaat, der im 19. Jahrhundert eine *bank-obligation insurance* einführen sollte, war Iowa im Jahr 1858. Vor dem Hintergrund der späten Errichtung ist es nicht weiter verwunderlich, dass das System vom weitaus erfolgreicheren System der gegenseitigen Haftung geprägt war. Ebenso wie in Ohio wurde die gegenseitige Haftung jedoch um einen Fonds zur Verwahrung der von den Banken zu erbringenden Sicherheiten erweitert, der Zinszahlungen an die Banken ausschüttete, die Aufsicht wurde von Repräsentanten der Mitgliedsbanken besetzt, und es wurden lediglich Banknoten, keine Einlagen versichert. Insgesamt waren die Bestimmungen dem System in Ohio sehr ähnlich, sodass auf

[180] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-1, VI-4-9.
[181] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-20.
[182] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-21.
[183] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-23.
[184] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-43-VI-44.
[185] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VI-47-VI-48.

eine detaillierte Beschreibung an dieser Stelle verzichtet wird.[186] In den sieben Jahren des Bestehens des Sicherungssystems in Iowa kam es zu zwei Fällen, bei welchen Maßnahmen durch die Versicherung ergriffen werden mussten: Der erste ereignete sich 1860 durch Veruntreuung, auf eine Schließung des Instituts wurde jedoch verzichtet. Stattdessen wurde der Bank durch die Gewährung von Einlagen gesunder Banken geholfen, die zu einer Gesundung der Bank führte. Im zweiten Fall 1863 wurde eine Bankenprüfung eingeleitet, bei welcher „*asset deterioration*" festgestellt wurde, aber auch diese Bank wurde nicht geschlossen und konnte allem Anschein nach aus eigener Kraft in die Solvenz zurückkehren.[187] Das Versicherungssystem in Iowa war somit ähnlich erfolgreich wie jene in Indiana und Ohio. Die positive Bilanz in Iowa muss jedoch vor dem Hintergrund der besonderen Umstände und der kurzen Existenz des Haftungssystems gesehen werden. Das System bestand während eines nur relativ kurzen Zeitraums, der von wirtschaftlicher Prosperität gekennzeichnet war. Die Gründung des „*Safety Fund*" 1858 koinzidierte mit der Erholung von der Depression, die 1857 begonnen hatte, und bis zu dessen Schließung 1865 erfuhr die US-Wirtschaft nur eine relativ milde Depression im Jahre 1861.[188] Das gute Abschneiden der beiden gleichartigen Systeme in Indiana und Ohio legt jedoch nahe, dass auch Iowas System ähnlich gute Ergebnisse erzielt hätte.

Abschließend bleibt zu bemerken, dass, nachdem 1866 eine Steuer auf bundesstaatliche Banknoten eingeführt worden war, viele *state banks* in *national banks* konvertierten, weshalb in diesem Jahr die letzten Sicherungssysteme endeten.[189] Insbesondere die auf gegenseitiger Haftung beruhenden Versicherungssysteme waren zu diesem Zeitpunkt aber noch stark aufgestellt und hatten teilweise eine langjährige Erfolgsgeschichte hinter sich. Im Gegensatz dazu hatten sich die verschiedenen Ausprägungen des Typs, der auf einem Versicherungsfonds aufbaute, bereits aufgelöst (Michigan und Vermont) oder waren nur mehr von marginaler Bedeutung (New York).

Insgesamt muss zu den Sicherungsexperimenten des frühen 19. Jahrhunderts angemerkt werden, dass diese angesichts der Tatsache, dass Informationen zu dieser Zeit ein rares und nur mit Schwierigkeiten zu erhaltendes Gut waren, wohl eine gute Idee dargestellt hatten. Besonders der Versicherung von Banknoten kommt in dieser Hinsicht, vor allem zu Anfang der Periode, eine nicht zu unterschätzende Bedeutung zu. Unsicherheit bezüglich des exakten Wertes von Banknoten und der Wahrscheinlichkeit, diese gegen den Nominalwert einlösen zu können, konnte ein Faktor sein, eine reibungslose wirtschaftliche Aktivität zu erschweren. Hier konnten Einlagengarantiesysteme für Sicherheit sorgen, während private Informationsbeschaffungs-mechanismen nur unzulänglich gewesen wären. Die

[186] Siehe hierzu Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VII-3-VII-9.
[187] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VII-13-VII-14.
[188] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. VII-16-VII-17.
[189] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 3-10 und Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance, S. 115-120.

Erfahrungen dieser Systeme zeigten jedoch auch die Gefahren einer solchen Versicherung in Form von Betrug und Missmanagement auf. Die historische Analyse legt nahe, dass gegenseitige Haftung in Verbindung mit von Bankrepräsentanten besetzten Aufsichtsgremien, diesen Gefahren am besten zu begegnen im Stande war.

3.2.2 DER ZEITRAUM VON 1908 BIS IN DIE 1920ER JAHRE

Als Reaktion auf die Panik von 1907 wurde Anfang des 20. Jahrhunderts auf bundesstaatlicher Ebene erneut der Versuch unternommen, durch Einlagensicherungssysteme das Bankwesen sicherer zu gestalten. Zwischen 1908 und 1917 führten acht US-Staaten – vornehmlich ländlicher Prägung[190] – Einlagensicherungen ein, welche diesmal ausschließlich Einlagen – und nicht sich in Umlauf befindliche Banknoten – versicherten.[191] Obwohl die Systeme als *„deposit guaranty"*-Programme bekannt waren, ging die Sicherung der Einlagen ausnahmslos von dafür eingerichteten Fonds aus, die sich durch regelmäßige Beitragszahlungen als auch auf Grundlage von Ad-hoc-Zahlungen nach Notwendigkeit durch Mitgliedsbanken finanzieren sollten und somit keine Garantiesysteme im strengeren Sinne darstellten. Eine direkte oder indirekte Haftung durch den Bundesstaat mit öffentlichen Geldern war außerdem in keinem der Einlagensicherungsexperimente vorgesehen.[192]

Unter dem unmittelbaren Eindruck der (Banken-)Panik von 1907 initiierte **Oklahoma** 1908 als erster Bundesstaat die zweite Welle bundesstaatlicher Einlagensicherungssysteme mit einem Modell, das für alle vom Bundesstaat zugelassenen Banken (*state chartered banks*) verpflichtend war.[193] *State chartered banks* in Oklahoma wurden auf Grundlage der Erfüllung der vom Gesetz vorgeschriebenen Mindestvoraussetzungen zugelassen, sodass dem staatlichen Kommissär keinerlei Ermessensspielraum zur Verfügung stand, sofern die explizit definierten Erfordernisse erfüllt wurden. Das Gesetz sah jedoch eine Bankenprüfung für am Garantiesystem teilnehmende Banken vor, um deren Tauglichkeit festzustellen, bevor diese in das System aufgenommen wurden. Der Zeitraum, der dafür zur Verfügung

[190] Die Staaten, die in diesem Zeitraum Einlagensicherungssysteme einführten, waren Oklahoma, Nebraska, Kansas, Texas, Mississippi, South Dakota, North Dakota und Washington. Vgl. American Banking Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 7; Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance, S. 680.
[191] Seit 1865 war der Wert von Banknoten durch die Hinterlegung von US-Anleihen gesichert, was einen weiteren Versicherungsschutz für dieses Medium obsolet machte. Seit der Mitte des 19. Jahrhunderts hatte die Wichtigkeit von Einlagen gegenüber Banknoten ohnehin stark zugenommen, als Transaktionen vornehmlich die Buchung von Giralgeld umfassten. Stellten Banknoten 1850 noch circa die Hälfte ausstehender Tauschmedien dar, so war deren Wichtigkeit bis 1870 auf ein Drittel und gegen Ende des Jahrhunderts auf etwa ein Achtel gesunken. Siehe hierzu FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 12 und Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. I-2; Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance, S. 680.
[192] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S 7.
[193] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 8.

stand, war für eine eingehende Überprüfung jedoch zu kurz, sodass de facto alle staatlich lizenzierten Banken ungeachtet ihrer wirtschaftlichen Verfassung aufgenommen wurden. In den auf die Gründung folgenden drei Jahren vergrößerte sich die Zahl der staatlich lizenzierten Banken außerdem um 85% von 370 auf 685 Banken, während die *state banks* im bundesweiten Durchschnitt nur um etwa 22% zulegten. Im selben Zeitraum sank die Zahl der *national banks* von 294 auf 215. Grund für diese Entwicklung war sowohl die hohe Zahl an Neuzulassungen von *state banks* als auch die Umwandlung von *national banks* zu *state banks*, da diese den Verlust von Einlagen durch die Konkurrenz versicherter *state banks* fürchteten.[194] Dass diese Sorge berechtigt war, zeigt der Anstieg an Einlagen bei *state chartered banks* um 194%, während Einlagen von *national banks* um 19% abnahmen. Bis zum Ausbruch der Depression der Jahre 1920-21 scheiterten in Oklahoma 54 *state banks* und zwei *national banks* und in den folgenden vier Jahren weitere 68 *state banks* und sieben *national banks*. Die Einlagen der ersten 62 Bankpleiten bis 1920 konnten, nicht zuletzt durch außerordentliche Beiträge von gesunden Instituten, vom Fonds gesichert werden, die Insolvenzen der Jahre 1920 bis 1923 sprengten jedoch die Kapazität des Fonds, sodass das Einlagensicherungssystem 1923 aufgelöst wurde.[195] Das Einlagensicherungssystem in Oklahoma hatte sich bis zum Ausbruch der Depression 1920 als funktionsfähig, wenngleich kostspielig für gesunde Banken, erwiesen, kollabierte jedoch unter exakt jenen Umständen, für welche es eingerichtet worden war. Als Grund hierfür können unsolide Geschäftspraktiken angesehen werden: „It was notorious that many unfit persons were permitted under the state law to enter banking, and that improper practices were followed by many of the institutions that failed […].”[196] Die Kosten dieser Subventionierung riskanter Institute durch gesunde beliefen sich von 1908 bis 1912 auf durchschnittlich 5% des Kapitalstocks von *state banks* und zwischen 1908 und 1919 auf etwa 3%.[197]

Angesichts des augenscheinlichen anfänglichen Erfolgs des Garantiesystems in Oklahoma folgten 1909 drei weitere Bundesstaaten mit der Einführung von Sicherungssystemen. Der erste dieser drei war Nebraska, der als einziger der drei, dem Oklahoma-System gleich, die Mitgliedschaft für auf bundesstaatlicher Ebene zugelassene Banken als verbindlich erklärte, dessen System aber infolge einer Klage auf Verfassungswidrigkeit erst 1911 in Kraft trat.[198] Sowohl die Entwicklung als auch der Ausgang des Einlagenssicherungssystems in Nebraska gleichen jenem in Oklahoma. Von 1911 bis 1920 stiegen die Anzahl an *state banks* um 55% von 647 auf 1.008 und deren Einlagen um 447%, während die Zahl der *national banks* im selben Zeitraum um 24% von 231 auf 175 sank und deren Einlagen lediglich um

[194] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 8-9.
[195] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 8-12.
[196] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 11.
[197] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 11.
[198] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 14-15.

74% stiegen. Das starke Wachstum der *state banks* in Nebraska ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass der vermeintliche Schutz durch das Einlagensicherungssystem Einlagen von anderen Staaten anzog, die über keinen Versicherungsschutz verfügten. Beginnend im Jahr 1921 wurde der Fonds von einer Welle von Bankpleiten geschwächt. Bis 1930 wurde die Versicherung der Einlagen von 329 Banken durch den Sicherungsfonds schlagend. Bei einer durchschnittlichen Zahl von 855 *state banks* zwischen 1921 und 1930 betrug die Insolvenzrate in diesen Jahren durchschnittlich etwa 3,8% pro Jahr. Im selben Zeitraum scheiterten durchschnittlich 1,9% der *national banks*. Obwohl das Einlagensicherungssystem zu einer falschen Wahrnehmung der Sicherheit aller teilnehmenden Banken (*state banks*) geführt hatte und so nicht zwischen qualitativ guten und schlechten Instituten unterschieden worden war, so war die desaströse Bilanz der Pleiten staatlich lizenzierter Banken nicht ausschließlich auf das Vorhandensein eines Einlagensicherungssystems zurückzuführen. Der relativen Schwäche von *state banks* gegenüber *national banks* lagen vor allem strukturelle Ursachen zugrunde. So waren *state banks* tendenziell kleiner als *national banks* und häufig in kleinen Gemeinden situiert.[199] Da die Einführung eines Einlagensicherungssystems zu einer großen Anzahl an Neugründungen von Banken geringer Größe in kleinen Dörfern und somit zu *overbanking* geführt hatte, das das Bankensystem schwächte, kam dem „*Guaranty Fund*" jedoch eine gewisse Schuld an der großen Anzahl an Bankpleiten zu. Nachdem seit 1926 insolvente Banken in der Hoffnung auf eine Besserung ihrer Lage oft nicht geschlossen worden waren, stellte der Fonds seinen Betrieb 1930 ein. In den ersten neun Jahren hatten *state banks* durchschnittlich 1,3% ihres Kapitalstocks zum Fonds beigetragen, in den letzten acht Jahren gehäufter Insolvenzen waren diese Beiträge auf 4,16% gestiegen.[200]

Die „*depository guaranty*" in Mississippi, die im Jahr 1915 eingeführt wurde, war für *state banks* ebenfalls zwingend, das System unterschied sich von den vorigen Experimenten aber in einem wichtigen Punkt. Mississippi hatte vom Fehler des Systems in Oklahoma gelernt, das schon zu Anfang eine große Anzahl maroder Banken unter den Versicherungsschirm genommen hatte. Um als ungeeignet angesehene Banken von vornherein vom Versicherungssystem ausschließen zu können, wurde der mit demselben Gesetzestext ins Leben gerufenen Bankenaufsicht ein Jahr Zeit gegeben, Bankenprüfungen durchzuführen.[201] Da die Aufsichtsbehörde bei Bankenprüfungen eine „rigid scrutiny" an den Tag legte, stieg die Zahl der *state banks* in Mississippi während des Bestands des Einlagensicherungssystems nur äußerst moderat.[202] Obwohl das Resultat der relativ guten Bankenaufsicht weniger *overbanking* und eine geringere Gefahr durch riskante Institute zur Folge hatte, ähnelt die Bilanz jener der vorangegangenen Experimente. Denn obgleich die allgemeine Qualität der

[199] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 15-18.
[200] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 18-21.
[201] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 168.
[202] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 21-23.

unter Einlagenschutz stehenden Banken durch die diskretionäre Entscheidungsbefugnis der Bankenaufsicht hinsichtlich der Vergabe von Lizenzen und einer generell guten Bankenaufsicht[203] besser als in Oklahoma und Nebraska gewesen sein dürfte, änderte dies nichts an der undifferenzierten Behandlung der Banken innerhalb des Systems, von denen es immer noch besserer und schlechtere gegeben hatte.[204] Denn obwohl die von der Bankenaufsicht verrichtete Arbeit insgesamt eine gute war, macht es den Anschein, dass doch eine nicht unbeträchtliche Anzahl an Banken in das Versicherungssystem aufgenommen worden war, die geschlossen hätten werden sollen.[205] Die Sicherheit, die das Einlagensicherungssystem den Kunden aller Banken suggerierte, hatte so auch hier Banken niedrigerer Qualität mit einem Wettbewerbsvorteil zu Lasten konservativerer ausgestattet. Schlussendlich stellten sich die Beitragszahlungen als zu niedrig heraus, um die Solvenz des Fonds zu gewährleisten, und der Fonds scheiterte 1930 mit ausstehenden Forderungen, die nie beglichen wurden. In diesem Zusammenhang wird geschätzt, dass dreimal so hohe Beiträge erforderlich gewesen wären, um dessen Solvenz zu sichern. Beiträge in dieser Höhe – etwa 3,5% des Kapitalstocks pro Jahr – wären aber vor allem für jene Banken zu hoch gewesen, deren Geschäftsmodell solide war und die als Nettozahler das Rückgrat des Einlagensicherungssystems dargestellt hatten.[206]

Nachdem ein erster Versuch der Einführung eines Einlagensicherungssystem in South Dakota 1909 am Widerstand der Banken gescheitert war, stellte der 1915 ins Leben gerufene *„Depositors' Gurarantу Fund"* das vierte Versicherungssystem dar, dessen Mitgliedschaft für *state banks* zwingend vorgeschrieben wurde. Anlass für den zweiten Anlauf hatte einerseits eine Welle von Bankpleiten, in deren Zuge vierzehn Banken scheiterten und hohe Verluste verursachten, und andererseits der vermeintliche Erfolg des Versicherungsfonds im Nachbarstaat Nebraska gegeben.[207] Auch hier verfügte die Bankenaufsicht über die Entscheidungsgewalt hinsichtlich der Vergabe von neuen Banklizenzen, und deshalb war auch hier der relative Anstieg der Zahl an *state banks* gegenüber *national banks* moderat. Allerdings litt South Dakota schon bei Einführung des Sicherungssystems an einer zu hohen Anzahl von Banken gemessen an der Bevölkerung, und das vorhandene *overbanking* wurde durch den erneuten – wenngleich geringen – Anstieg an Banken noch verstärkt. *Overbanking* und ein Kollaps von Rohstoffpreisen setzten sowohl den *state banks* als auch den *national banks* ab 1923 schwer zu. Von Mitte 1923 bis 1927 scheiterten rund 40% der *state banks* und ein Drittel der *national banks*, und die Mittel des Fonds waren schon 1923 erschöpft, sodass der Fonds 1930 mit hohen Verbindlichkeiten

[203] Siehe für eine Diskussion der benötigten Qualifikationen, aber auch eine Kritik des Systems: Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 166-167.
[204] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 25.
[205] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 170.
[206] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 26.
[207] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 162.

gegenüber Gläubigern insolventer Banken zu seinem Ende kam.[208] Der Supreme Court of South Dakota fasste das Experiment mit den folgenden Worten zusammen:

> *„The facts are harsh, but undoubtedly the quicker they are faced and realized by all concerned, and false and specious hopes abandoned, the better the situation will be. The guaranty fund experiment in this, as in other states where it was attempted, has failed completely."*[209]

Der letzte Bundesstaat, der eine für alle *state banks* verbindliche Einlagensicherung einführte, war North Dakota im Jahr 1917, nachdem eine solche seit 30 Jahren gefordert worden war. Das 1917 verabschiedete Gesetz ging sowohl auf die Initiative von Bauern als auch die einiger Banken zurück, die eine Verschlechterung ihrer Wettbewerbssituation durch den „*Guaranty Fund*" in ihrem Nachbarstaat South Dakota beklagten. Auch hier war die Vergabe von neuen Banklizenzen keinem Automatismus unterworfen, sodass die Entscheidung von staatlicher Seite aufgrund der Qualifikation der ansuchenden Personen als auch der regionalen Notwendigkeit getroffen werden konnte. Außerdem wurden alle bereits bestehenden Banken einer genauen Prüfung unterzogen, um deren Qualifizierung zu überprüfen und bei Bedarf Banken vom Versicherungssystem auszuschließen. Die für die Prüfung und Verwaltung eingesetzte Kommission bestand hier aus dem Gouverneur, dem *state examiner* und drei weiteren Personen, die über mindestens fünf Jahre Berufserfahrung im Bankwesen verfügen und einer teilnehmenden Bank angehören mussten.[210] Aber auch hier, wie beim südlichen Nachbar, war schon von Beginn an ein ähnliches Ausmaß an *overbanking* festzustellen, das sich aber unter Versicherungsschutz wiederum nur geringfügig verschärfte. Das Bankensystem in North Dakota war jedoch geprägt von kleinen Banken in kleinen Gemeinden – eine Tendenz, die sich mit Einführung des „*Guaranty Fund*" noch verstärkte.[211] Auch dieser Plan scheiterte an den Bankpleiten seit den frühen 1920er Jahren. Zwischen 1919 und 1929 kollabierten mehr als 50% der versicherten Banken. Die Bilanz der *national banks*, von denen rund 35% insolvent wurden, war zwar besser, aber ebenfalls keine Erfolgsgeschichte und deutet auf ein besonders schwieriges wirtschaftliches Umfeld in North Dakota während dieses Zeitraums hin. Es überrascht daher nicht, dass nur ein kleiner Teil der Bankverbindlichkeiten insolventer Institute tatsächlich Versicherungsschutz erfuhren und der „*Guaranty Fund*" 1929 widerrufen wurde.[212]

Die verbleibenden drei Staaten, die vor der bundesweiten Einführung eines Einlagenschutzes 1933 solche Systeme auf bundesstaatlicher Ebene errichteten, waren Kansas, Texas und Washington, die den *state banks* die Teilnahme am Programm im Gegensatz zu den obigen fünf frei stellten.

---

[208] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 27-28.
[209] Zitiert nach American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 29.
[210] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 172-173.
[211] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 29-30.
[212] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 31.

Kansas führte ein Garantiesystem, nachdem ein solches drei Jahrzehnte diskutiert worden war, unter dem Eindruck der Panik von 1907 und der durch die Banken in Grenznähe zu Oklahoma verspürten Benachteiligung 1909 ein.[213] Zwei besondere Merkmale kennzeichnen das System in Kansas und grenzen dieses von den obigen ab: Eine auf Freiwilligkeit basierende Teilnahme sollte der Kritik begegnen, die hinsichtlich des Systems in Oklahoma oft geäußert wurde, in deren Zentrum die Ungerechtigkeit stand, dass konservative und solide Banken den betrügerischen und riskanten zu helfen verpflichtet waren. Darüber hinaus sah das Gesetz nicht vor, dass die Verbindlichkeiten einer insolventen Bank sofort beglichen wurden. Stattdessen sollten Zertifikate an die Einleger vergeben werden, die mit einer Verzinsung von 6% ausgestattet waren und den Anspruch auf die Abfindung in bar nach der Liquidierung des Bankvermögens verbrieften. Da diese Zertifikate von staatlicher Seite (*gilt-edged*[214]) emittiert werden sollten, sollte es Besitzern dieser Zertifikate sofort möglich sein, diese gegen den Nominalwert bei Banken einzulösen. Banken sollten diese Zertifikate bereitwillig gegen den Barwert eintauschen, da einerseits die Kuponzahlung ansehnlich war und andererseits, weil Banken so neue Einleger gewinnen konnten.[215] Die Teilnahme am Versicherungssystem stand grundsätzlich allen *state banks* offen, die mindestens seit einem Jahr bestanden hatten und über eine Eigenkapitalquote von 10% verfügten.[216] Vor Aufnahme wurden Banken jedoch einer Prüfung unterzogen und hatten Sicherheiten in der Höhe von 50 Basispunkten gemessen an ihren Einlagen abzüglich Eigenkapital beim Fonds zu hinterlegen. Da der Fonds Einleger erst nach Liquidierung der Vermögenswerte insolventer Banken entschädigte, musste der Fonds mit weitaus weniger Kapital ausgestattet sein als jene anderer Staaten, deren Anspruch die sofortige Begleichung entstehender Forderungen war. So wurden nur relativ geringe Beitragszahlungen fällig, die sich auf fünf Basispunkte pro Jahr beliefen, wovon darüber hinaus das Eigenkapital abgezogen werden konnte. Diese Regelung sollte Banken dazu ermutigen, ihre Eigenkapitaldecke auszubauen. Außerdem setzte Kansas Höchstzinssätze fest, die auf versicherte Einlagen bezahlt werden durften, die zwischen 3 und 5% lagen.[217] Obgleich die Anzahl der *state banks* und ihre Einlagen in den folgenden Jahren im Vergleich zu den *national banks* leicht stiegen, blieb ein starkes Anwachsen wie in anderen Staaten nach Einführung von Einlagensicherungssystemen aus.[218] Die Gründe dafür liegen auf der Hand und sind in den geschickten Voraussetzungen zur Aufnahme in den Fonds zu finden. Einerseits wird die Notwendigkeit eines einjährigen Bestehens einer Bank, bevor

[213] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 107-110.
[214] Der Begriff „*gilt-edged*" stammt aus England, wo Staatsanleihen mit einem goldenen Rahmen versehen waren. Der Begriff hat sich bis heute gehalten, sodass unter *gilts* auch in der Ära elektronischer Wertpapiere noch britische Staatsobligationen verstanden werden.
[215] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 112.
[216] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 32; Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 112.
[217] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 113-114.
[218] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 32.

diese auf Aufnahme ansuchen konnte, eine Welle an Neugründungen verhindert haben, und zum anderen verhinderte wohl eine relativ strikte generelle Regulierung und Überprüfung der Banken einen allzu hohen Anstieg. Von besonderer Wichtigkeit wird außerdem die moderat angesetzte Höchstgrenze für Zinssätze gewesen sein, die es Banken unmöglich machte, durch den Verweis auf den Schutzes ihrer Verbindlichkeiten hohe Zinsen auf Einlagen zu zahlen, um diese für riskante Geschäfte zu verwenden, was eine allzu hohe Anzahl an spekulationsbedingten Neugründungen verhindert haben dürfte.
Bis 1912 war etwa die Hälfte aller *state banks* dem Versicherungsfonds beigetreten, die zusammen über etwa 60% aller von *state banks* gehaltenen Einlagen verfügten.[219] Auf dem Höhepunkt des Versicherungssystems in Kansas im Jahr 1922 waren rund drei Viertel der Gesamteinlagen durch das System geschützt.[220] Während des wirtschaftlichen Abschwungs zwischen September 1920 und September 1922 erwiesen sich die versicherten *state banks* als schwächer als die nicht versicherten *state banks* und die *national banks*.[221] Als eine Auszahlung der Einlagenverbindlichkeiten in voller Höhe immer unwahrscheinlicher erscheinen musste, begann 1925 eine Flucht von Einlegern aus versicherten Banken, und das Versicherungssystem wurde 1929 offiziell aufgelöst.[222] Einleger waren während des Bestehens des Systems in 29 Fällen voll entschädigt worden, in zwei weiteren Fällen teilweise, in 121 Fällen wurden Einleger jedoch gar nicht entschädigt.[223]

Texas führte 1910 den „*Depositors' Guaranty Fund*" ein, stellte es *state banks* jedoch frei, entweder diesem oder dem „*Depositors' Bond Security System*", bei welchem Einlagen durch die Hinterlegung von Wertpapieren geschützt werden sollten, beizutreten.[224] Die mit dem Gesetz verabschiedete stärkere Regulierung ähnelte jener anderer Staaten. Die einzig erwähnenswerte abweichende Bestimmung schränkte den Versicherungsschutz auf Einlagen ein, die keine Zinsen abwarfen.[225] Die Quellen widersprechen sich hinsichtlich der Anzahl der Banken, die anfänglich dem „*Guaranty Fund*" und dem „*Bond Security System*" beitraten, und insbesondere hinsichtlich der Entwicklung der Mitgliederanzahl über die folgenden Jahre. Fest steht jedoch, dass das Gros der berechtigten *state banks* dem „*Guaranty Fund*" beitrat und das „*Bond Security System*" nie mehr als eine marginale Bedeutung erlangte (grundsätzlich weniger als 10% aller *state banks*).[226]

[219] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 32.
[220] Wheelock & Wilson (1994) – Can Deposit Insurance Increase Bank Failure?, S. 61.
[221] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 34; Wheelock & Kumbhaker (1992) – The Slack Banker Dances; Wheelock & Wilson (1994) – Can Deposit Insurance Increase Bank Failure?
[222] Wheelock & Wilson (1994) – Can Deposit Insurance Increase Bank Failure?, S. 61-62.
[223] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 35.
[224] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 148-150.
[225] Siehe hierzu ausführlicher: Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 148-152.
[226] Siehe hierzu American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 35; Hooks & Robinson (2002)- Deposit Insurance and Moral Hazard in Texas in the 1920s, S. 834; Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 151.

Die texanische Einlagensicherung wurde 1925 de facto aufgelöst, nachdem eine hohe Anzahl an Bankpleiten in den 1920er Jahren ihr Funktionieren untergraben hatte und die Lage gesünderer Institute dahingehend gefährdete, als hohe Ad-hoc-Beiträge nötig waren, die Dividenden, Gewinne und oft auch das Eigenkapital der Mitgliedsbanken angriffen. [227] Auch unter dem Texanischen Einlagensicherungssystem waren die Bankpleiten von aggressivem Banking und Betrug gekennzeichnet.[228] Jedoch musste in Texas die Aussicht auf Erfolg von vornherein als gering bezeichnet werden. Bis 1904 hatte es ein grundsätzliches Bankenverbot per bundesstaatlichem Gesetz gegeben. Als dieses 1904 aufgehoben wurde, öffneten rund 500 Institute bis zur Gründung des „*Depositors' Guaranty Fund*" im Jahr 1909 und weitere 500 Banken in den folgenden zehn Jahren. Die in *state banks* gehaltenen Einlagen wuchsen im Zeitraum von 1905 bis 1919 von $1,7 Millionen auf $336 Millionen, während sich die Einlagensumme der im selben Zeitraum in ihrer Anzahl von 440 auf 543 anwachsenden *national banks* lediglich verdreifachte. [229] Dieses *overbanking* und der unzureichende Zeitraum für die Aufsichtsbehörde, das Management und die Qualität der Geschäftstätigkeiten von Banken zu überprüften, bevor diesen Sicherungsschutz gewährt wurde, stellten *state banks* einen Blankoscheck für unsauberes Banking aus. Als sich Anfang der 1920er Jahre das gesamtwirtschaftliche Umfeld eintrübte, musste somit ein Großteil dieser Banken, deren Management oft über keine oder nur ungenügende Erfahrung im Bankwesen verfügte und darüber hinaus häufig unlauteren oder gar betrügerischen Praktiken nachging, sein unvermeidliches Ende finden.

Das letzte Gesetz, das eine bundesstaatliche Einlagensicherung ins Leben rufen sollte, wurde 1917 in Washington verabschiedet und orientierte sich stark am Gesetz in Kansas. Nachdem die Einlagen der ersten Pleite einer versicherten Bank 1921 nur zu 85% rückerstattet werden konnten, fiel der Versicherungsfonds de facto im selben Jahr, offiziell wurde das Gesetz 1929 widerrufen.[230]

[227] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 37.
[228] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 36; Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 152-155.
[229] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 156.
[230] American Bankers Association (1933) – Guaranty of Bank Deposits, S. 37-38

3.3 DAS MODERNE EINLAGENSICHERUNGSSYSTEM SEIT 1933

3.3.1 DIE HINTERGRÜNDE DES EINLAGENSICHERUNGSSYSTEMS 1933

Nach mehr als einhundert Jahren, in welchen Einlagensicherungssysteme gefordert, aber hinsichtlich ihrer fehlenden Akzeptanz auf Bundesebene lediglich in einzelnen Bundesstaaten eingeführt worden waren, wurde ein solches System US-weit im Jahr 1933 beschlossen. Ähnlich wie beim Großteil der vorangegangenen bundesstaatlichen Experimente war dieses als Antwort auf die Unregelmäßigkeiten des gesamt- und finanzwirtschaftlichen Umfelds zurückzuführen und muss vor diesem erklärt werden.

3.3.1.1 DIE WELTWIRTSCHAFTSKRISE VON 1929 BIS 1933

We have magneto trouble.[231]
John Maynard Keynes

Nach einer Vielzahl an Wirtschafts- und Bankkrisen im späten neunzehnten und frühen zwanzigsten Jahrhundert setzte mit der Weltwirtschaftskrise (Great Depression) die bis zu diesem Zeitpunkt schwerste internationale Krise ein, die das moderne Finanzsystem bis zu diesem Zeitpunkt erfahren hatte. Die Weltwirtschaftskrise der Jahre 1929 bis 1933 setzte sich aus mehreren Krisen zusammen und war besonders in den USA stark ausgeprägt, insgesamt jedoch von internationalem Charakter.[232]

Die Weltwirtschaftskrise in den USA war charakterisiert durch eine steigende Anzahl an Bankinsolvenzen, die schon zwischen 1921 und 1929 jährlich etwa 600 betrug,[233] und sporadisch ausbrechende Paniken in der Ausprägung einer Anhäufung von Bank-Runs. Obgleich die Weltwirtschaftskrise einen profunden und anhaltenden Eindruck auf die Menschen jener Zeit machte und bis heute im kollektiven Gedächtnis erhalten blieb, sind weder die ihr vorangegangene Blase noch der Beginn der Krise eindeutig exakt zu datieren.

Seit Beginn der 1920er Jahre war der US-amerikanische Leitindex – der Dow Jones Industrial Average (DJIA) – trotz dreier Rezessionen in den USA (1920/21, 1923/24, 1926/27)[234] bis zum Ende des

[231] John Maynard Keynes (1930) – The Great Slump of 1930. Online abrufbar unter http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html (18.12.13).
[232] Siehe insbesondere hinsichtlich des internationalen Charakters der Weltwirtschaftskrise: Kindleberger (1973) – The World in Depression 1929-1939.
[233] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 20.
[234] Diese Datierungen basieren auf der Definition von „Rezession" des *National Bureau of Economic Research* (NBER) und folgen nicht der gängigeren, weil einfacheren, Klassifikation zweier aufeinanderfolgender Quartale negativen Wirtschaftswachstums, sondern eine Rezession wird als „ *significant decline in economic activity spread across the economy, lasting more than a few months, normally visible in real GDP, real income,*

Jahrzehnts im Steigen begriffen gewesen. Nach einer zweijährigen Seitwärtsperiode zwischen Ende 1922 und Ende 1924 setzte mit dem Jahr 1925 ein kontinuierlicher Anstieg des DJIA an, der bis auf einige wenige Rücksetzer bis 1929 anhielt. Steigende Unternehmenspreise waren Anfang der 1920er Jahre durch die relativ günstige Bewertung infolge hoher Unternehmensgewinne gerechtfertigt. Bis Anfang 1928, so stellt Galbraith in seinem 1954 erstmals erschienen Buch fest,

> *„even a man of conservative mind could believe that the prices of common stock were catching up with the increase in corporation earnings, the prospect for further increases, the peace and tranquility of the times".*[235]

Die weitverbreitete Bezeichnung des Jahrzehnts als die „*Roaring Twenties*" bzw. „*Golden Twenties*" ist bezeichnend für die empfundene und tatsächliche wirtschaftliche Prosperität des Jahrzehnts.
Mit Beginn des Jahres 1928 spiegelte der Markt jedoch die zunehmende Unsicherheit der Anleger wider. Der Markt wurde zunehmend volatil und war von Kurssprüngen nach oben wie nach unten sowie durch ein hohes Handelsvolumen gekennzeichnet. Obgleich der Dow Jones 1928 beeindruckende 35% Kurssteigerung verbuchen konnte, suggeriert das Marktverhalten jener Zeit zunehmende Unsicherheit und Nervosität. Einen eindeutigen Hinweis auf spekulationsgetriebene Aktienmärkte stellt der dramatische Anstieg von Margin-Käufen dar. Die von Brokern bereitgestellten Kredite zum Kauf von Wertpapieren waren von $1 bis $1,5 Milliarden in den frühen 1920er Jahren auf knapp $6 Milliarden Ende 1928 angestiegen.[236] Der auf Margin-Kredite zu zahlende Zins betrug 1928 zunächst rund 5% p.a., stieg jedoch im Laufe desselben Jahres auf rund 12% p.a. an.[237] Mit einer durchschnittlichen Dividendenrendite der an der New York Stock Exchange gelisteten Stammaktien von 3,98% für 1928 und 3,47% für 1929[238] wurden diese Margin-Käufe also in der Hoffnung getätigt, die Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt zu einem höheren Preis verkaufen zu können. Somit wurden Kredite unter der Annahme und Notwendigkeit einer fortgesetzten Aktienmarkthausse aufgenommen, deren Rückzahlung bei einem Ausbleiben der angenommenen Entwicklung nicht möglich gewesen wäre. Dies wiederum lässt auf eine spekulationsgetriebene euphorische Anlegerstimmung und damit Blasencharakter schließen. Eine von De Long & Shleifer (1991) unternommene Untersuchung der

---

employment, industrial production, and wholesale-retail sales" angesehen. Die qualitativere Definition einer Rezession des NBER erfordert somit einen bedeutenden Rückgang wirtschaftlicher Aktivität über mehrere Monate hinweg, der durch ein Absinken des Bruttoinlandsprodukts, realer Einkommen und des allgemeinen Preisniveaus sowie eine Zunahme der Arbeitslosigkeit widergespiegelt werden muss. Eine taxative Auflistung der vom NBER als Rezession identifizierten Perioden ist unter http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13) abrufbar.

[235] Galbraith (2009) – The Great Crash 1929, S. 11.

[236] New York Stock Exchange (o.A.) – Year Book, 1928-1929, zitiert nach Galbraith (2009) – The Great Crash 1929, S. 21.

[237] Galbraith (2009) – The Great Crash 1929, S. 21-22.

[238] Arithmetisches Mittel basierend auf monatlichen Dividendenrenditen des *National Bureau of Economic Research*. Die Datenreihe „*U.S. Earnings Yield of All Common Stocks On the New York Stock Exchange 1871-1938*" ist unter http://data.nber.org/databases/macrohistory/contents/chapter13.html (18.12.13) abrufbar.

Aufschläge geschlossener Fonds (*closed-end funds*) kommt zum Ergebnis, dass Anleger tatsächlich sehr optimistische Erwartungen bezüglich zukünftiger Aktienmarktentwicklungen hatten. So waren Anleger in geschlossenen Fonds durchschnittlich bereit, beim Kauf solcher Fondsanteile einen 60%igen Aufschlag zu deren „innerem" Wert zu bezahlen.[239]

Die Anhäufung von Bankinsolvenzen in den 1920er Jahren auf das Zehnfache des Wertes der 1910er Jahre wurde anfangs als marktbereinigende Funktion angesehen, die das Banksystem stärken würde[240] – eine Auffassung, die durch die Aussage des damaligen US-Finanzministers Andrew Mellon „liquidate labor, liquidate stocks, liquidate the farmers, liquidate real estate ... purge the rottenness out of the system" 1929 treffend zum Ausdruck kam.[241] Diese Einschätzung änderte sich jedoch, als im Oktober 1930 eine Welle von Bankinsolvenzen (**erste Bankenkrise**), vornehmlich in den ländlich geprägten Bundesstaaten Missouri, Indiana, Illinois, Iowa, Arkansas und North Carolina, zu steigenden Einlagenbehebungen führte.[242] Ausgehend von diesen Bundesstaaten setzte nach Friedman & Schwartz eine Ansteckung anderer Regionen ein, und im November 1930 stieg das Volumen der von insolventen Banken gehaltenen Einlagen auf das doppelte der bislang höchsten Summe seit Erhebung monatlicher Daten im Jahr 1921 an. Mehr als die Hälfte aller 1930 eingetretenen Bankinsolvenzen fielen auf die Monate November und Dezember 1930: Im November waren 256 Banken mit $180 Millionen Einlagen und im Dezember 352 Banken mit über $370 Millionen Einlagen gescheitert.[243] Insgesamt stieg die Zahl von Bankinsolvenzen im Jahr 1930 auf 1.350 an, durch die Einleger der betroffenen Banken rund ein Drittel ihrer Einlagenvermögen verloren.[244] Besonders weitreichende Auswirkungen hatte nach Friedman & Schwartz der Untergang der *Bank of United States* am 11. Dezember 1930.[245] Obwohl ihr Name einen offiziellen Charakter suggerierte, war diese eine gewöhnliche Geschäftsbank gewesen, gleichzeitig jedoch – gemessen an ihren Einlagen – die zu diesem Zeitpunkt größte Bank der Vereinigten

[239] Obgleich bei „innerem" Wert immer Vorsicht geboten ist, ist dieser bei Geschlossenen Fonds relativ einfach und exakt zu ermitteln, indem der Net Asset Value (NAV) der vom Fonds gehaltenen Wertpapiere ermittelt wird. Da das Portfolio geschlossener Fonds von Investoren einfach zu replizieren ist, ist der Aufschlag, den Investoren für diese Fonds zu bezahlen bereit sind, unmittelbar optimistischen Einschätzungen bezüglich zukünftiger Preisentwicklungen zuzuschreiben – dies umso mehr als geschlossene Fonds i.d.R. mit Preisabschlägen gehandelt werden. Vgl. De Long & Shleifer (1991) – The Stock Market Bubble of 1929.
[240] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 20.
[241] Krugman (2009) – The Return of Depression Economics, S. 3.
[242] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 20 und Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 308.
[243] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 308.
[244] Eigene Berechnungen basierend auf Daten der FDIC. Siehe hierzu FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 21.
[245] Wicker analysiert die Daten der einzelnen Federal Reserve Districts und kommt zum Ergebnis, dass die Panik regionaler Ausprägung war und mit dem Kollaps von *Caldwell and Company* in Verbindung stand (Wicker (2000) – Banking Panics of the Great Depression, S. 33.

Staaten.[246] Die Schwierigkeiten der *Bank of United States* erschütterten infolge des aufgrund des Namens vermuteten offiziellen Funktion der Bank die Bevölkerung sowohl im In- als auch Ausland, insbesondere als das Federal Reserve System seine Unterstützung verweigerte und somit das Vertrauen in ebendieses und den Bankensektor insgesamt grundlegend schwächte.[247] Ungeachtet dessen stabilisierte sich die Situation in den ersten Monaten des Jahres 1931, sodass es in diesem Zeitraum zu einer Erholung des öffentlichen Vertrauens kam, die ihren Niederschlag in einem Anstieg der Bankreserven sowie der Einlagen im Vergleich zu der in Umlauf befindlichen Währung fand. In der Tat verbesserten sich viele Wirtschaftsindikatoren im ersten Quartal des Jahres 1931; diese wiesen auf ein Ende des wirtschaftlichen Abschwungs und eine allmähliche Erholung hin. Die gleichzeitige Verringerung des Volumens ausstehender Kredite der Federal Reserve führte jedoch zu einer Kompensation des Anstiegs privater Einlagen, sodass sich die Geldmenge, die im März 1931 immer noch niedriger war als im Dezember des vorigen Jahres, insgesamt kaum veränderte.[248]

Der Erholung war jedoch keine Nachhaltigkeit bestimmt, sodass die **zweite Bankenpanik** zu einem erneuten Rückgang der Geldmenge in beschleunigter Form führte. Im März 1931 setzte abermals eine Behebung von Einlagen durch Bankkunden ein, auf welche Banken ab April desselben Jahres mit einer Stärkung ihrer Reserven antworteten, um einerseits den gestiegenen Behebungen begegnen und andererseits ihre eigene Liquidität verbessern zu können. Die öffentliche Wahrnehmung und die Angst, mit welcher Einleger als auch Banken selbst auf Nachrichten hinsichtlich möglicher Schwierigkeiten und Bankenschließungen reagierten, wurden durch Entwicklungen und Probleme im Ausland verschärft. Insbesondere die Pleite der *Creditanstalt*, Österreichs größter Privatbank, hatte schwere Auswirkungen, deren direkte Folge weitere Bankschließungen in Deutschland und anderen europäischen Ländern waren.[249]

Friedman & Schwartz sehen in den Schwierigkeiten, die durch europäische Entwicklungen in den USA ausgelöst wurden, einen Feedback-Effekt; sie orten somit die ursächlichen Faktoren für die europäischen Geschehnisse in der Kontraktion der wirtschaftlichen Aktivität und der damit einhergehenden Verringerung der Geldmenge in den USA, die die Exportmöglichkeiten europäischer Staaten beschränkten.[250] Die wirtschaftlichen und geldpolitischen Entwicklungen in den USA waren fraglos Elemente, die die Situation in Europa eskalieren ließen. Dabei darf jedoch nicht ignoriert werden,

[246] Die Einlagen der *Bank of United States* alleine umfassten $200 Millionen der insgesamt $370 Millionen an von Banken gehaltenen Einlagen, die im Dezember 1930 schlossen (Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 38-309).
[247] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 309-311.
[248] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 312-313.
[249] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 313-314. Siehe zum Fall der *Creditanstalt* ausführlicher Schubert (1991) – Creditanstalt Crisis; Stiefel (1989) – Krise der Credit-Anstalt.
[250] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 314.

dass einige Schwierigkeiten in Europa hausgemacht waren. Zum einen hatte sich Europa, wie Keynes argumentiert, durch den Friedensvertrag von Versailles wirtschaftlich selbst stark geschwächt.[251] Die Arbeitslosenquote lag so in vielen Ländern im Westeuropa der Zwischenkriegszeit bei – teilweise signifikant – über 10%.[252] Auch die genuin österreichischen Schwächen dürfen nicht übersehen werden. Neben hoher Arbeitslosigkeit, hoher Inflation, hohen Steuern und der gesamtwirtschaftlichen Schwächung durch die Aufspaltung des ehemaligen Habsburgermonarchie,[253] sind diese vornehmlich in der Hauptursache des Übels zu sehen: in der *Creditanstalt*. 1929 war die scheiternde *Boden-Credit-Anstalt*[254] mit der für gesund erachteten *Creditanstalt* fusioniert worden, ohne zu erkennen, dass die beiden Banken unter denselben Symptomen litten: „dubiose Debitoren, überbewertete Effekten und Beteiligungen, Rückkäufe eigener Aktien zum Zwecke der Kurspflege und andere zweifelhafte Praktiken". [255] Wie sich später herausstellen sollte, war die Lage der *Creditanstalt* schon vor der Übernahme als angespannt, wenn nicht prekär, anzusehen gewesen. So waren bereits die Goldbilanzen 1925 „frisiert" worden, und bis 1927 hatten Verluste das Grundkapital um die Hälfte dezimiert.[256]

Ungeachtet dessen, inwiefern europäische Probleme US-Probleme verstärkten oder umgekehrt: Insgesamt waren die Schwierigkeiten und Schließungen weltbekannter Finanzinstitutionen dazu angetan, länderübergreifend Einleger zur Behebung ihrer Einlagen und Banken zum Aufbau ihrer Reserven zu bewegen und so zu einer drastischen Verringerung der Geldmenge zu führen. In den Vereinigten Staaten wurden zwischen August 1931 und Januar 1932 1.860 Banken mit einer Gesamteinlagenhöhe von $1.449 Millionen insolvent, und eine rund fünf Mal höhere Summe wurde von jenen Banken behoben, die sich über das Jahr retten konnten. Im selben Zeitraum nahm die Summe der Einlagen im gesamten Bankensystem um knapp ein Fünftel ab.[257]

Am 22. Jänner 1932 leitete Präsident Hoover die Gründung der *Reconstruction Finance Corporation* (RFC) nach Vorbild der *War Finance Corporation*[258] ein, die über die Befugnis verfügte, Kredite an Banken und andere Finanzunternehmen sowie an Eisenbahngesellschaften zu vergeben. Die Gründung der RFC hatte zum Ziel, das Bankensystem zu stützen, und dieses Ziel wurde auch – wenngleich über einen Umweg – durch Kredite an Eisenbahngesellschaften verfolgt: Diese Kredite waren vorgesehen,

[251] Siehe hierzu insbesondere das Kapitel „*Europe After the Treaty*" in Keynes (1920) – Economic Consequences of the Peace und weiters Hobsbawn (2003) – Zeitalter der Extreme, S. 130-132.
[252] Hobsbawn (2003) – Zeitalter der Extreme, S. 121.
[253] Kindleberger (1973) – The World in Depression 1929-1939, S. 148-149.
[254] Für eine ausführliche Analyse der *Boden-Credit-Anstalt*, siehe Eigner & Melichar (2009) – Das Ende der Boden-Credit-Anstalt.
[255] März (1990) – Große Depression in Österreich 1930-1933, S. 411.
[256] März (1990) – Große Depression in Österreich 1930-1933, S. 411.
[257] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 317.
[258] Die War Finance Corporation wurde während des Ersten Weltkriegs ins Leben gerufen, um die Kriegsindustrie mit finanziellen Mitteln zu unterstützen. Siehe hierzu ausführlicher: Guaranty Trust Company of New York (1918) – War Finance Corporation.

weil viele Banken Anleihen von Eisenbahnen hielten, die infolge der Wirtschaftslage stark im Wert gesunken waren. Durch die RFC-Hilfe, so wurde gehofft, würden Eisenbahngesellschaften gestärkt und in weiterer Folge die Anleihen im Wert steigen. Dies wiederum würde die finanzielle Situation vieler Banken entspannen.[259] Da zeitgleich zur Kreditvergabe durch die RFC die Federal Reserve Offenmarktkäufe in großem Umfang tätigte, ist der Hauptfaktor, der zur Erholung seit Jänner 1932 führte, nicht mit Sicherheit auszumachen. Der RFC wird diesbezüglich jedoch generell ein gewisser Erfolg zugeschrieben.[260] Fest steht, dass sich ab Jänner 1932 die Lage besserte und Bankpleiten eingedämmt schienen.[261]

Diese Erholung war jedoch, einmal mehr, nicht von Dauer, sodass Bankpleiten in den letzten Monaten des Jahres 1932 wieder zunahmen und vermehrt Einlagen behoben wurden. Diese Entwicklung kulminierte im Jänner 1933 in der dritten Bankenpanik (Bankenpanik von 1933). Hintergrund für zumindest einige der auftretenden Bank-Runs war die Veröffentlichung der Namen jener Banken, die RFC-Kredite aufgenommen hatten, da diese von der Öffentlichkeit als Zeichen der Schwäche interpretiert wurden. Die Veröffentlichung der Namen führte außerdem dazu, dass es Banken aus Angst vor den möglichen Folgen vermieden, neue Kredite von der RFC aufzunehmen.[262] Den heftig einsetzenden Bank-Runs wurde von bundesstaatlicher Seite mit der Ankündigung von Bankfeiertagen zu begegnen versucht, während welcher Banken von der Pflicht zur Konvertierung von Einlagen in Bargeld befreit wurden. Bis Anfang März 1933 hatte rund die Hälfte der US-Bundesstaaten Bankfeiertage ausgerufen. Das öffentliche Vertrauen hatte bis zu diesem Zeitpunkt derart abgenommen, dass Einleger damit begannen, Gold und Goldzertifikate anstelle von US-Dollar nachzufragen.[263]

Endgültig konnte die Krise erst im März 1933 gestoppt werden. Der Emergency Banking Relief Act von 1933 wurde während des von Franklin D. Roosevelt am 5. März ausgerufenen und am folgenden Tag in Kraft getretenen National Bank Holiday am 9. März 1933 vom Kongress verabschiedet. Nach einem Monat, der von Bank-Runs auf amerikanische Banken gekennzeichnet war, hatte Roosevelt unmittelbar nach der Übernahme des US-Präsidentschaftsamtes von Hoover am 4. März 1933 eine viertägige Aussetzung aller Banktätigkeiten ausgerufen. Als am 9. März das Bankengeschäft wieder aufgenommen

[259] Butkiewicz (1995) – Reconstruction Finance Corporation, S. 197-199.
[260] Siehe hierzu u.a. Butkiewicz (1995) – Reconstruction Finance Corporation; Upham & Lamke (1934) – Closed and Distressed Banks, S. 150.
[261] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 317.
[262] Butkiewicz (1999) belegt, dass ein gewisser Teil an Bankpleiten auf die Veröffentlichungen der RFC zurückzuführen sind, ein größerer Schaden jedoch davon ausging, dass die Stigmatisierung von RFC-Krediten zur Meidung von RFC-Krediten führte, selbst wenn diese das Liquiditätsrisiko reduziert hätten (Butkiewicz (1999) – Reconstruction Finance Corporation).
[263] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 324-328.

werden sollte, verlängerte Roosevelt entgegen aller Erwartungen die Bankfeiertage auf den 13., 14. bzw. 15. März.[264] Obgleich die amerikanische Bevölkerung mit Entsetzen auf diese Nachricht reagieren hätte sollen, blieb eine allgemeine Panik aus, und die Bevölkerung wartete stattdessen auf die Ausführungen des Präsidenten in einer 15-minütigen Radioansprache am 12. März 1933,[265] in welcher Roosevelt die Befürchtungen der Bevölkerung ansprach und erklärte, dass nur gesunde Banken an den folgenden Tagen wieder öffnen dürften.[266] Die Bevölkerung schenkte Roosevelts Ausführungen wider Erwarten Glaube, und die Bank-Runs und Bankenpaniken der Weltwirtschaftskrise waren beendet.

Eine umfassende Erörterung und Diskussion der unterschiedlichen Theorien zu den Gründen, die zur Weltwirtschaftskrise führten, würde den Rahmen vorliegender Arbeit sprengen, insbesondere weil bis heute eine definitive Antwort auf dieser Frage aussteht. Dies wird umso deutlicher, als es bislang nicht möglich war, sich auf eine einheitliche Datierung der Weltwirtschaftskrise zu verständigen. Relative Einigkeit besteht jedoch hinsichtlich des Beginns, der traditionell mit dem Börsencrash am 24. Oktober 1929 (*Black Thursday*[267]) datiert wird. Das Ende wird häufig im Jahr 1933 gesehen, wenngleich alternative Datierungen das Jahr 1938[268] (Ende der 1937 begonnenen Rezession[269]) bzw. 1939[270] (Auslaufen des *New Deal*) nennen. Ich folge in vorliegender Arbeit dem Gros der Experten und der offiziellen Datierung des National Bureau of Economic Research (NBER), die die Weltwirtschaftskrise von 1929 bis 1933 ansetzen.[271]

In den letzten 80 Jahren haben sich zwei bedeutende Theorien zur Erklärung der Weltwirtschaftskrise etabliert, die die Krise monokausalen Faktoren zuschreiben. Das monetaristische Erklärungsmodell, das prominent durch Friedman & Schwartz' „*A Monetary History of the United States, 1867-1960*"[272] vertreten wird, sieht den Grund in der sinkenden Geldmenge, die zu einem Rückgang des Konsums führte. Die keynesianische Interpretation wiederum schreibt die Abnahme der Geldmenge dem rückläufigen Konsum zu.[273] Die vorherrschende Debatte stellt nach Kindleberger somit eine „question […] of the chicken-or-egg variety" dar.[274]

---

[264] Der genaue Zeitpunkt, zu dem Banken ihre Geschäftstätigkeit wiederaufnehmen konnten, hing von der Lage der jeweiligen Bank und der Lizenz dafür von staatlichen Behörden ab (Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 328).
[265] Silber (2009) – Why Did FDR's Bank Holiday Succeed, S. 19.
[266] Der Wortlaut der Rede ist abrufbar unter http://docs.fdrlibrary.marist.edu/031233.html (18.12.13).
[267] Infolge der durch die Zeitverschiebung zwischen den USA und Europa, wo bedingt durch geschlossene Märkte ein Abverkauf an den Börsen erst am folgenden Tag erfolgte, wird oft auch vom Schwarzen Freitag gesprochen.
[268] Vgl. hierzu Saint-Etienne (1984) – The Great Depression 1929-1938.
[269] http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13).
[270] Vgl. hierzu Kindleberger (1986) – The World in Depression 1929-1939 und Hardach (2000) – Die Große Depression in den USA 1929-1939.
[271] http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13).
[272] Friedman & Schwartz (2008, [1965]) – Monetary History of the United States.
[273] Siehe hierzu u.a. Temin (1976) – Did Monetary Factors Cause the Great Depression.
[274] Kindleberger (1984) – The World in Depression 1929-1939, S. 4.

Wenngleich monetaristische Gründe als ursächlicher Faktor für den Ausbruch der Weltwirtschaftskrise umstritten sind,[275] wird das Verhalten des Federal Reserve Systems insbesondere während der Krise zunehmend kritisch gesehen. In der Tat deutet vieles darauf hin, dass zumindest das geldpolitische Verhalten der FED während der Krise diese verstärkte und zu einer *Großen* Depression werden ließ.[276] Besondere Bedeutung kommt in dieser Hinsicht der Weigerung der Federal Reserve zu, ihren Lender-of-Last-Resort-Pflichten nachzukommen und das Bankensystem mit Liquidität zu versorgen.[277] Obwohl diese These monetaristischen Ursprungs ist und insbesondere von Friedman & Schwartz vertreten wird, ist dieser Punkt allgemein anerkannt. Auch Galbraith, ein Harvard-Ökonom keynesianischer Couleur, der den Börsencrash 1929 vornehmlich auf Überspekulation und den weitverbreiteten Wunsch vieler Marktteilnehmer, ohne Aufwand reich zu werden, zurückführt, konstatiert: „The Federal Reserve Board in those times was a body of startling incompetence."[278] Auch Calomiris & Wheelock (1998) bemerken hierzu: „By almost any measure, the monetary policy of 1930-33 was a disaster […]."[279] Nicht zuletzt schreiben Eichengreen und Temin zumindest eine Teilschuld dem damaligen Goldstandard zu, dessen Aufrechterhaltung Priorität zulasten von Wirtschaftsleistung und Beschäftigung eingeräumt wurde. In dieser Hinsicht erhärten sie die Schuldzuweisungen gegenüber dem Verhalten der Federal Reserve, die von Friedman & Schwartz und anderen Monetaristen vorgebracht werden, insofern die Aufrechterhaltung des Goldstandards es erforderlich machte, den Diskontierungszinssatz während der Jahre 1931 bis 1933 hoch zu halten, um einen Run auf die Goldreserven zu verhindern.[280]

Letztlich werden jedoch weder die keynesianische noch die monetaristische Interpretation mit ihrem jeweiligen monokausalen Erklärungsansatz der Realität gerecht. Beide Schulen versuchen naturgemäß, die Weltwirtschaftskrise mit den jeweiligen Kernaussagen der eigenen Schule zu erklären. Die keynesianische Erklärung muss somit der Überproduktion bzw. ungenügender Nachfrage, der monetaristische Ansatz der Geldmengenpolitik die Hauptursache für die Krise zuschreiben.

[275] Neuste ökonometrische Untersuchungen lassen diesen Konsens jedoch in einem zweifelhaften Licht erscheinen. Siehe hierzu Ritschl & Woitek (2006) – Did Monetary Forces Cause the Great Depression?
[276] Siehe hierzu u.a. Bernanke (2002) – On Milton Friedman's Ninetieth Birthday.
[277] Diesem Vorwurf kommt insofern erhöhte Plausibilität zu, als die RFC ab 1932 Lender-of-Last-Resort-ähnliche Aufgaben übernommen hatte und dadurch wenigstens kurzfristig eine Besserung herbeigerufen hatte. Siehe hierzu Butkiewicz (1995) – Reconstruction Finance Corporation.
[278] Galbraith (2009, [1954]) – The Great Crash 1929, S. 27.
[279] Calomiris & White sehen den durch die Weltwirtschaftskrise ausgelösten Paradigmenbruch vor allem in der veränderten Rolle der Federal Reserve und der Stärkung des Finanzministeriums vis-à-vis der Federal Reserve sowie einer neuen Ideologie, die die Stabilität von sich selbst überlassenen Märkten anzweifelte und diese durch aktives Nachfragemanagement zu steuern versuchte. Diese Maßnahmen wurden nicht zuletzt durch die Lockerung des Goldstandards ermöglicht (Calomiris & Wheelock (1998) – Was the Great Depression a Watershed for Monetary Policy).
[280] Siehe hierzu Eichengreen (1992) – Golden Fetters; Eichengreen & Temin (2010) – Fetters of Gold and Paper.

3.3.1.2 BANKEN UND DIE WELTWIRTSCHAFTSKRISE VON 1929 BIS 1933

Nachdem in den Vereinigten Staaten während der 1920er Jahre jährlich zwischen 2-3% aller Banken insolvent wurden, scheiterten in den Jahren zwischen 1930 und 1933 jeweils 5,6%, 10,5%, 7,8% und 12,9% der gesamten Einlageninstitute. Zusammen mit Übernahmen reduzierte sich in diesen vier Jahren die Anzahl an Banken auf etwa die Hälfte.[281] Jene Banken, die die Weltwirtschaftskrise überlebten, hatten schwere Verluste erlitten. Der Schaden, der dieses Bankenscheitern verursachte, war jedoch nur ein Teil der volkswirtschaftlichen Verluste.

Friedman & Schwartz merken an, dass den Bankinsolvenzen während der Weltwirtschaftskrise zwei unterschiedliche Aspekte zugrunde lagen: Zum einen brachte das Scheitern von Banken Verluste für ihre Eigentümer als auch für die Kreditgeber – einschließlich Einleger – mit sich. In dieser Hinsicht unterscheidet sich die Insolvenz einer Bank nicht von jener eines anderen Unternehmens. Zum anderen jedoch – und im Gegensatz zu Nicht-Banken – führten Bankinsolvenzen zu einer Verringerung der Geldmenge. Die etwa 9.000 Bankpleiten in den Vereinigten Staaten während der vier Jahre zwischen 1930 und 1933 führten zu einem Verlust von rund $2,5 Milliarden für deren Eigentümer und Geldgeber. Der Rückgang der Geldmenge während desselben Zeitraums betrug jedoch $85 Milliarden. Der Umstand, dass der Wert der 1929 an der New York Stock Exchange gelisteten Unternehmen beinahe $15,5 Milliarden betrug, lässt den direkten Verlust durch Bankpleiten gemessen am Gesamtvermögen – bzw. den ersten Aspekt – nach Friedman & Schwartz in der Tat unbedeutend erscheinen. Die Verringerung der Geldmenge um $85 Milliarden stellte jedoch einen Rückgang derselben um mehr als ein Drittel dar.[282]

Bankenkrisen, das demonstrieren die Bankenpaniken der Weltwirtschaftskrise eindrucksvoll, stellen also nicht primär wegen ihrer direkten Folgen und unmittelbar zuschreibbaren Verluste eine besondere Gefahr dar, sondern wegen ihrer weite Teile des Wirtschaftssystems gefährdenden Begleiteffekte:

> *„If the bank failures deserve special attention, it is clearly because they were the mechanism through which the drastic decline in the stock of money was produced, and because the stock of money plays an important role in economic developments. The bank failures were important not primarily in their own right, but because of their indirect effect."*[283]

Bernanke weist auf einen dritten Aspekt von Bankenkrisen und –paniken hin, nämlich auf die damit einhergehenden steigenden Kreditkosten. Bernanke argumentiert, dass steigende Kosten für Finanzintermediation durch Banken während der Weltwirtschaftskrise zu einer Reduktion der Kreditvergabe geführt haben. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten vieler Unternehmer, insbesondere

[281] Upham & Lamke (1934) – Closed and Distressed Banks, S. 247.
[282] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 351-352.
[283] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 352.

von klein- und mittelständischen Unternehmen, hatten die Verfügbarkeit von Kreditsicherheiten stark reduziert. Da die Gefahr für Banken mit abnehmender Kreditsicherheitshinterlegung zunimmt, stieg der Zinssatz, den Banken für Kredite berechneten. Hier ergab sich jedoch insofern ein Dilemma, als höhere Kreditzinsen das Konkursrisiko von Unternehmen steigern.[284] Ein von Bernanke nicht angesprochener, aber relevanter Punkt ist die Gefahr adverser Selektion, die mit steigenden Kreditzinsen einhergeht. Da hohe Zinsen tendenziell nur mit dem Eingehen hohen Risikos bedient werden können, führt ein Anstieg der Kreditzinsen dazu, dass sich mehr und mehr riskante Unternehmer mit mehr und mehr riskanten Projekten um Kredite bemühen. Da solche jedoch mit einem hohen Ausfallrisiko behaftet sind, sind diese von Banken in der Regel nicht erwünscht. Bernanke stellt aus diesen Gründen einen Rückgang an vergebenen Krediten in den Jahren 1930-1933 fest, der wiederum zu einem Rückgang des volkswirtschaftlichen Outputs führte und somit die realwirtschaftliche Lage verschärfte.[285]

Der größtenteils auf das Bankenscheitern zurückzuführende Rückgang der Geldmenge hatte insofern eine weitere negative Auswirkung, als damit ein Absinken des allgemeinen Preisniveaus verbunden war. Die negativen Folgen sogenannter Deflation wurden von Irving Fisher schon 1933 hervorgehoben. In Kürze liegt Fishers „*Debt-Deflation Theory*" folgender logische Denkansatz zugrunde: Bei einem hohen Grad an Verschuldung bzw. Überschuldung und sinkenden realen Preisen von Gütern und Dienstleistungen (durch Deflation) versuchen Konsumenten und Unternehmen, Schulden abzutragen, was zu sinkender Nachfrage und in weiterer Folge zu einem weiteren Abnehmen realer Preise führt. Gleichzeitig steigt jedoch der reale Wert an Schulden und verschärft somit den Druck der Schuldentilgung, die einen Teufelskreis in Gang setzt.[286]

3.3.2 DIE GRÜNDUNG DER FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION

Hatten es Finanzkrisen und Erschütterungen des Banken- und Finanzsektors bis 1933 lediglich vermocht, Einlagensicherungssysteme auf bundesstaatlicher Ebene zu etablieren, so bot die Weltwirtschaftskrise mit ihrer unvergleichbaren wirtschaftlichen Zerstörungskraft den Nährboden für die Errichtung einer alle US-Bundesstaaten umfassenden Einlagensicherung. Von 1920 bis 1933 hatte sich die Anzahl der Banken von 28.659 auf 13.864 mehr als halbiert.[287] Durch die in Kapitel 3.3.1.2 beschriebenen Auswirkungen von Bankpleiten war die Wirtschaftsleistung der USA so von 1929 bis 1933 um nominell die Hälfte gefallen. In Verbindung mit dem Abnehmen der Geldmenge um ein Drittel und der damit

[284] Bernanke (1983) – Nonmonetary Effects of the Financial Crisis.
[285] Bernanke (1983) – Nonmonetary Effects of the Financial Crisis.
[286] Fisher (1933) – Debt-Deflation.
[287] Upham & Lamke (1934) – Closed & Distressed Banks, S. 247.

einhergehenden Deflation (Kaufkraftsteigerung) war der reale Rückgang der Wirtschafsleistung mit einem Drittel weniger stark ausgeprägt, doch war man auf das Pro-Kopf-Einkommen des Rezessionsjahrs 1908 zurückgefallen.[288] Dieses Auslöschen eines Viertel Jahrhunderts an Fortschritt wurde begleitet von einer Arbeitslosenquote von 25%[289] und einer Rückkehr in manchen Regionen zum Tauschhandel, die das fehlende Vertrauen in den Finanzsektor eindrucksvoll unterstrich und die wirtschaftliche Aktivität massiv behinderte.[290]

Obgleich die Weltwirtschaftskrise die Einführung eines bundesweiten Einlagenschutzes signifikant begünstigte und höchstwahrscheinlich die kausale Ursache darstellte, kann die Gründung der FDIC 1933 nicht als eine spontane Rettungsmaßnahme angesehen werden, die die Eindämmung der Weltwirtschaftskrise verfolgte. Um diesen Punkt zu untermauern, argumentieren Calomiris & White (1994), dass die bis zu diesem Zeitpunkt angehäuften Einlagenverluste durch Bankpleiten nicht betroffen waren und die Bankenkrise von 1933 bei Erlass des Gesetzes im Juni 1933 bereits seit Monaten vorüber war.[291] Wenngleich ich mich aus unten angeführten Gründen Calomiris & Whites Meinung anschließe, dass es sich bei der Gründung der FDIC nicht um eine spontane Reaktion handelte, so bin ich der Meinung, dass der Banking Act von 1933 wahrscheinlich ebenso von langfristigen (Stabilisierung des Finanzsystems im Generellen) wie kurzfristigen (Eindämmung der Weltwirtschaftskrise) Motiven getragen war.[292] Dass die Gründung der FDIC mit dem Verweis darauf, dass die Bankenkrise von 1933 bereits seit einigen Monaten vorüber war, als von der Weltwirtschaftskrise unabhängig anzusehen ist, scheint aus zweierlei Gründen nicht überzeugend. Zum ersten begann der 73. Kongress, in welchem der die Gründung der FDIC veranlassende Banking Act von 1933 diskutierte wurde, im März desselben Jahres und somit unter unmittelbaren Eindruck der Bankenpanik von 1933. In der Tat wurde der Emergency Banking Relief Act von 1933, der zum Ende der Bankenpanik von 1933 führen sollte, in ebendiesem Kongress verabschiedet. Selbst wenn Gesetzgeber bis zum Verabschieden des Banking Act von 1933 drei Monate später im Juni zur Einschätzung gelangt sein sollten, dass die Weltwirtschaftskrise vorüber wäre und keinerlei Gefahr mehr von Bank-Runs und Bankenpaniken ausginge, so muss doch eine gewisse Pfadabhängigkeit angenommen werden, die es schwierig gemacht hätte, eine bereits ins Rollen gekommene Diskussion und Gesetzgebung zur Errichtung eines Einlagensicherungsschutzes – insbesondere unter Druck der in dieser Hinsicht wohlwollenden Bevölkerung – ergebnislos zu beenden. Außerdem scheint dieser spezielle Punkt von

[288] Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US, S. 301.
[289] US Department of Commerce & Bureau of the Census (1975) – Historical Statistics of the US (Part 1), S. 126.
[290] King (1933) – Back to Barter.
[291] Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance, S. 148.
[292] Inwiefern die Gründung der FDIC für die Stabilisierung des Finanzsystems tatsächlich hilfreich war, werden die folgenden Seiten und Kapitel erläutern.

Calomiris & White auf einer „post hoc ergo proper hoc"-Argumentation zu beruhen. Es muss angezweifelt werden, dass im März 1933 und selbst im Juni 1933 jemand wissen konnte, ob nicht noch weitere Bankenpaniken folgen würden. Auch zwischen den Bankenpaniken zuvor waren Zeiträume von einigen Monate gelegen, die eine Beruhigung nahgelegt hatten, schließlich jedoch von erneuten Krisenzuständen abgelöst worden waren.

Bordo, Goldin & White (1998) sprechen in Hinblick auf die Weltwirtschaftskrise, deren Schärfe und Länge „the basic rules, institutions, and attitudes governing the economy" insgesamt änderte, von einem „defining moment".[293] So änderten sich auch die Rahmenbedingungen für die Reformierung und Regulierung des Finanzmarktes. Auch Calomiris & White (1994) sehen in der Weltwirtschaftskrise den entscheidenden Moment, der die Einführung einer bundesweiten Einlagensicherung ermöglichte: „Had there been no Great Depression, it seems unlikely that the United States would have adopted deposit insurance."[294] Bradley nennt die Einführung des bundesweiten Versicherungsschutzes von Einlagen vor dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise gar „inevitable".[295] Tatsächlich waren im Kielwasser der Weltwirtschaftskrise teilweise radikale Lösungen für die wirtschaftliche Malaise in Form von „relatively sober proposals […] to scrap the inefficient bureaucracies of representative democracy in favor of a fascist dictatorship or state socialism […]" über die Einsetzung einer technokratischen Führung vorgebracht worden. „Relative to alternatives such as these, federal deposit insurance […] was a remarkably moderate option."[296]

Wenngleich die Einführung einer bundesweiten Einlagensicherung durch die Gründung der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) als Verwalter des Deposit Insurance Fund (DIF) vor dem Hintergrund anderer zu dieser Zeit vorgebrachter Lösungsvorschläge trivial erscheinen mag, so ändert dies nichts daran, dass es sich hierbei um einen wichtigen, paradigmenwechselnden Moment in der US-Finanzgeschichte handelte. Denn wie im obigen Teil dargelegt, war die Versicherung von Einlagen keine neue Idee. Wiederholt war damit der Versuch unternommen worden, das Bankensystem sicherer zu gestalten, und wiederholt wurde Politikern und der Bevölkerung vor Augen geführt, dass dieses Ziel durch Einlagensicherungssysteme nicht zwangsläufig erreicht werden würde – und oft zum Gegenteil geführt hatte. Die Weltwirtschaftskrise mit ihren die Gesamtbevölkerung betreffenden verheerenden Auswirkungen hatte das entscheidende Moment dazu beigetragen, die Bevölkerung von der Vorteilhaftigkeit und letztlich Notwendigkeit eines Einlagensicherungssystems zu überzeugen. Dies ist nicht weiter verwunderlich. Spätestens seit 1829 war das Argument bemüht worden, dass Einlagen-

[293] Bordo, Goldin & White (1998) – The Defining Moment Hypothesis, S. 1.
[294] Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance, S. 146.
[295] Bradley (2000) – Deposit Insurance Coverage, S. 1.
[296] Flood (1992) – Deposit Insurance Debate, S. 54-55.

sicherungssysteme bestens dafür geeignet seien, die Interessen von Kleinanlegern zu schützen. Schon 1829 hatte das Komitee der New York Assembly im Rahmen der Diskussion zur Einführung des damaligen Einlagensicherungssystems diesen Punkt hervorgehoben:

> *„The loss by the insolvency of banks generally falls upon the farmer, the mechanic and the laborer, who are least acquainted with the condition of banks, and who, of all others, are most illy able either to guard against or to sustain a loss by their failure. The protection and security of this valuable portion of our population demands from us, in their favor, our most untiring exertions; and our time and talents cannot be more beneficially employed, than when we are legislating for their indemnity."*[297]

Golembe (1960) argumentiert, dass sich seit 1933 die Idee in den Köpfen der Bevölkerung durchgesetzt hatte, dass es sich bei der Errichtung des Einlagensicherungssystems um eine neue Idee der Roosevelt-Administration handelte:

> *„The belief has persisted that the 1933 legislation was a novel measure prompted by the banking crisis and devised by the new administration to protect depositors of modest means against losses due to bank failure."*[298]

Golembe stellt aber in weiterer Folge treffend fest:

> *„Deposit insurance was not a novel idea; it was not untried; protection of the small depositor, while important, was not its primary purpose; and, finally, it was the only important piece of legislation during the New Deal's famous "one hundred days" which was neither requested nor supported by the new administration."* [299]

Die Ursachen für die Einführung des Einlagensicherungssystems müssen mit großer Wahrscheinlichkeit an anderer Stelle gesucht werden. Fraglos wurde diese durch die Weltwirtschaftskrise begünstigt – und mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit wäre sie ohne die der Weltwirtschaftskrise zuzuschreibende Unterstützung durch die Bevölkerung nicht eingeführt worden. Calomiris & White (1994) stellen hierzu fest: „The widespread support for deposit insurance in the United States represents a remarkable change of public opinion. Until the early 1930s, there was no general interest in deposit insurance"[300] Die Tatsache, dass die Weltwirtschaftskrise die Einführung einer bundesweiten Einlagensicherung ermöglichte, darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Einführung andere Kräfte als lediglich die Sorge der Administration und der Bevölkerung um die Ersparnisse von Kleinanlegern zugrunde lagen. Einerseits legt die historische Analyse von Einlagensicherungssystemen nahe, dass das vornehmliche Ziel derselben nie dem Schutz der Kleinanleger gegolten hatte, sondern

[297] New York Assembly Journal 1829, S. 439, zitiert nach Golembe (1960) – Deposit Insurance Legislation of 1933, S. 189.
[298] Golembe (1960) – Deposit Insurance Legislation of 1933, S. 181.
[299] Golembe (1960) – Deposit Insurance Legislation of 1933, S. 181.
[300] Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance, S. 146.

der Gewährleistung der Stabilität der Währung. Somit kam der Versicherung von Einlagen hauptsächlich eine geldpolitische Funktion zu. Nur insofern als geldpolitische Stabilität nur dadurch gewährleistet werden konnte, indem Depositäre ihre Einlagen als sicher ansehen konnten, kommt dem Schutz von Sparern also eine gewisse Rolle zu. Senator Owen bringt diesen Zusammenhang treffend zum Ausdruck:

> *„The first observation I wish to make is that to provide the people of the United States with an absolutely safe place and a convenient place to put their savings and their deposits is essential to the stability of banking, bank deposits and loans, the checks which function as money, and business conditions in every line. . . . It is a far greater matter than the very important end of protecting the individual depositor or the bank from loss."*[301]

Andererseits spricht vieles dafür, dass selbst das Argument einer Stabilisierung des Bankensystems lediglich zur Durchsetzung von privaten Interessen verwendet wurde. In diesem Zusammenhang gelang es kleinen Unit-Banken, vor dem volkswirtschaftlichen Schaden der Weltwirtschaftskrise die Bevölkerung von der Vorteilhaftigkeit eines Einlagensicherungssystems zu überzeugen und damit zu instrumentalisieren. Unit-Banken hatten lange für die Einführung US-weiter Einlagensicherung gekämpft, bis zur Weltwirtschaftskrise hatten sich diese aber in dieser Hinsicht nicht durchzusetzen vermocht. Vor dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise ließ sich die Bevölkerung jedoch vom Nutzen und der Vorteilhaftigkeit einer solchen überzeugen, sodass die staatliche Versicherung von Bankobligationen auf Bundesebene erstmals ermöglicht wurde.[302]

[301] Hearings Before the Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, on H. R. 11362, U.S. House of Representatives, 72nd Congress, First Session, S. 117, zitiert nach Golembe (1960) – Deposit Insurance Legislation of 1933, S. 192.

[302] Vgl. hierzu Economides, Hubbard & Palia (1995) – Federal Deposit Insurance; Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance; Umlauft (2013) – The Paradoxical Genesis of Too-Big-to-Fail.

3.3.2.1 DIE BANKING ACTS VON 1933 UND 1935

The only danger is that having learned the lesson,
we may forget it. Human nature is such a funny thing.
We learn something today, it is impressed upon us,
and in a few short years we seem to forget all about it
and go along and make the same mistakes over again.[303]

Francis M. Law

Vor dem Hintergrund der verheerenden Folgen der Weltwirtschaftskrise wurde 1933 schließlich durch den **Banking Act von 1933** eine bundesweite Einlagensicherung eingeführt, deren Wesen durch den Banking Act von 1935 signifikante Modifikation erfuhr. Die wichtigsten Regelungen, die mit der Einführung eines US-weiten Einlagensicherungsschutzes einher gingen, werden im Folgenden skizziert, eine ausführliche Analyse derselben vor dem historischen und ökonomischen Hintergrund wird in den nächsten Kapiteln unternommen.

Zentrale Bedeutung kommt dem Banking Act von 1933 durch die Gründung der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) als Verwalter des Versicherungsfonds (Deposit Insurance Fund, kurz: DIF) zu, dessen Führung („board of directors“) von drei Personen übernommen werden sollte: Neben dem Comptroller of the Currency mussten die verbleibenden zwei Posten von US-Staatsbürgern übernommen und vom Präsident bestätigt werden. Ursprünglich war ein temporärer Versicherungsschutz ab 1. Jänner 1934 vorgesehen, der von einem permanenten Plan ab 1. Juli abgelöst werden sollte. [304] Der Banking Act von 1933 wurde jedoch am 16. Juni 1934 dahingehend abgeändert, dass der temporäre Versicherungsschutz um ein Jahr verlängert und die Höchstgrenze, bis zu welcher Einlagen versichert waren, von $2.500 auf $5.000[305] abgeändert wurde. Am 28. Juni 1935 – kurz vor erneutem Auslaufen des temporären Schutzes – wurde dieser wiederum um zwei Monate verlängert. Somit kam der durch den Banking Act von 1933 vorgesehene permanente Plan nie zum Einsatz, sodass die den permanenten Schutz betreffenden Bestimmungen ausnahmslos durch den **Banking Act von 1935** geschaffen wurden, der die Regelungen hinsichtlich des Einlagenschutzes von Grund auf neu formulierte.[306] Die anfängliche Kapitalausstattung der FDIC blieb dabei unangetastet: Nach wie vor

[303] Francis M. Law – Banking and the Country: Proceedings of the Forty-Fourth Annual Convention of the Missouri Bankers Association, 1934, S. 37-44, zitiert nach Flood (1992) – Deposit Insurance Debate, S. 51.
[304] Banking Act von 1933 – Sec. 8.
[305] Der permanente Einlagenschutz nach dem ursprünglichen Banking Act von 1933 hatte noch eine Staffelung der Versicherung vorgesehen. Nach dieser Versicherung mit Selbstbeteiligung (*co-insurance*) wären die ersten $10.000 zur Gänze, die nächsten $40,000 zu 75% und alle Einlagen ab der Summe von $50,000 zu 50% versichert gewesen (Sec. 12B (l)).
[306] Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 743-744.

wurden $150 Millionen zur Finanzierung des Einlagenfonds vom Staat und weitere $139 Millionen von der Federal Reserve getragen.[307] Die Beitragszahlungen von Banken an den FDIC-Fonds betrugen ein Zwölftel Prozent pro Jahr und wurden auf Grundlage der Gesamteinlagen berechnet, nicht auf Basis der versicherten Einlagen.[308] Das neue Gesetz von 1935 sah jedoch nicht mehr vor, dass Mitgliedsbanken Aktien des Fonds zu kaufen verpflichtet waren. Außerdem wurde der Plan von Dividendenzahlungen – die nach dem Banking Act von 1933 für die Regierung als auch die teilnehmenden Banken vorgesehen waren – verworfen.[309] Offensichtlich war bei der FDIC und der Regierung die Einsicht durchgedrungen, dass die Erhaltungskosten der FDIC und die Zahlungen, die durch insolvente Mitgliedsbanken zu tragen wären, keine Ausschüttungen zulassen würden.

Das Gesetz sah eine obligatorische Mitgliedschaft aller dem Federal Reserve System angehöriger Banken – sowohl *state* als auch *national banks* – beim Einlagensicherungsfonds vor. Nicht-Mitglieder mit Einlagen über $1 Million waren bis 1942 dem Federal Reserve System beitrittspflichtig – und somit auch unter Einlagenschutz.[310] Der Versicherungsschutz deckte Einlagen bis zu einer Höchstsumme von $5.000 je Bank ab, womit die mit der Gesetzesänderung des Banking Act von 1933 von Juni 1934 eingeführte Obergrenze erhalten blieb.[311] Eine Studie der Federal Reserve von 1935 hatte ergeben, dass rund 98,5% aller Konten weniger als $5.000 hielten und somit unter Versicherungsschutz fielen. Dies bedeutete, dass im Jahr 1935 52 Millionen Einleger in 14.218 Banken Versicherungsschutz genossen. Die Einlagen in den verbleibenden 1,5% an Konten waren jedoch so umfassend, dass lediglich 43,60% der gesamten Einlagensumme unter den damaligen Bestimmungen versichert waren.[312]

Neben der Gründung der FDIC führte der Banking Act von 1933 außerdem die Trennung von Geschäftsbankentätigkeiten und Wertpapierhandel ein. Dieser Teil des Banking Act von 1933, dessen wichtigste Bestimmungen die Paragrafen 16, 20, 21 und 32 umfassen, wird nach den Kongressmännern, die am Zustandekommen des Gesetzes maßgeblich mitgewirkt hatten, oft als Glass-Steagall Act bezeichnet.

---

[307] Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 744.
[308] Banking Act von 1935 – Sec. 101 (h), Par. (1), zitiert nach Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 747.
[309] Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 744.
[310] *State banks* mit Einlagen unter $1 Million konnten dem Einlagensicherungsfonds beitreten, ohne gleichzeitig dem Federal Reserve System beitreten zu müssen. Dieselbe Bestimmung galt für *savings banks*, *mutual savings banks* und andere Institute mit ähnlicher Geschäftstätigkeit (Banking Act von 1935 – Sec. 101 (y), zitiert nach Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 746).
[311] Banking Act von 1935 – Sec. 101 (l), Par. (1), zitiert nach Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 744-745.
[312] FED (1935) – Federal Reserve Bulletin, S. 122.

Section 16 des Banking Act von 1933 untersagte Geschäftsbanken den Handel mit Wertpapieren sowie deren Underwriting[313] und Besitz:[314]

> *„Dealings in investment securities […] are limited to the purchase and sale of such securities […] solely upon the order and for the account of customers […]. No member bank shall underwrite any issue of securities. […] No member bank may purchase the stock of any corporation, except as otherwise permitted by law […].”*[315]

Hiermit wurde dem weit verbreiteten Glaube Rechnung getragen, dass Banken mit Privatkunden- als auch Wertpapiergeschäft einem Interessenkonflikt unterliegen. Diese Ansicht entspringt der Tatsache, dass Banken durch ihre langfristige Beziehung mit Geschäftskunden über bessere Informationen hinsichtlich der jeweiligen Unternehmen verfügen als durchschnittliche Investoren. Obgleich dies Banken einerseits dazu befähigen würde, ihren Kunden wertvolle Investmentratschlage zu geben, so können Banken dieses Insiderwissen auch gegen ihre Kunden verwenden. Sind beispielsweise einer Bank durch ihre Geschäftsbeziehung mit einer Firma deren Schwierigkeiten bekannt, so könnte dieses Wissen die Bank dazu veranlassen, eine erfolgreiche Wertpapieremission zu begünstigen, um das Bedienen eines Kredits zu ermöglichen, den besagte Bank dem Unternehmen gewährt hat und welcher ohne eine erfolgreiche Platzierung nicht bedient werden könnte. Diese Gefahr führte zum weitverbreiteten Glauben, dass Privatanleger während der 1920er und 1930er Jahre regelmäßig Opfer eines solchen Interessenkonfliktes geworden waren: „Indeed, it was a widely held belief that the public was systematically fooled by rogue bankers.“[316] Zudem wurde im Universalbankensystem insbesondere von Senator Glass eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems gesehen, die durch diesen Interessenkonflikt erwuchs.[317]

Fest steht, dass durch die Begebung von US-Kriegsanleihen („*Liberty bonds*“) während des Ersten Weltkriegs das Interesse an Wertpapieren sowohl der Bevölkerung als auch von Geschäftsbanken angeregt worden war. In weiterer Folge entdeckten in den 1920er Jahren mehr und mehr Firmen den Kapitalmarkt für sich, um Kapital aufzunehmen. Dies führte zu einem Rückgang des Bankgeschäfts mit Firmenkunden, der von Geschäftsbanken dadurch zu kompensieren versucht wurde, indem diese die

[313] Beim Underwriting durch die Emissionsbank garantiert dieselbe die erfolgreiche Platzierung einer Begebung von Wertpapieren. Im Falle einer nicht vollumfänglichen Nachfrage der Papiere durch den Markt muss die Differenz zwischen nachgefragten, d.h. erfolgreich emittierten, Wertpapieren und den insgesamt zu emittierenden Wertpapieren von der Emissionsbank gezeichnet werden.
[314] Section 16 betrifft nur *national banks*, Section 5(c) unterwirft *state banks* hinsichtlich Wertpapierhandel jedoch denselben Richtlinien wie *national banks*.
[315] Banking Act von 1933 – Section 16.
[316] Kroszner (1998) – Rethinking Bank Regulation, S. 49-50.
[317] Eine Untersuchung der Stabilität von Geschäftsbanken mit Wertpapiergeschäft während der 1920er Jahren durch White kann diesen Vorwurf nicht bestätigen. Im Gegenteil belegt Whites Studie, dass Banken mit gemischten Geschäftsfeldern stabiler waren als Banken ohne Wertpapiergeschäft (White (1986) – Before the Glass-Steagall Act).

Vermögensverwaltung und den Wertpapierhandel ausbauten, was zu einer signifikanten Zunahme an Banken führte, die Wertpapiertätigkeiten nachgingen.[318] Dem seit den 1920er Jahren beobachtbaren Trend hin zu einem Universalbanksystem wurde jedoch durch den Erlass des Glass-Steagall Acts 1933 ein Ende gesetzt.

Section 20 und 21 sowie 32 spielten eine nur untergeordnete Rolle; Section 20 und 21 legten fest, dass die Bestimmungen hinsichtlich der Trennung der Geschäftsbereiche ein Jahr nach Verabschiedung des Gesetzes in Kraft treten sollten, und Section 32 untersagte das gleichzeitige Innehalten führender Positionen in Geschäfts- und Investmentbanken.

3.3.2.2 KRITISCHE EVALUIERUNG DER BANKING ACTS VON 1933 UND 1935

A deposit insurance system is like a nuclear power plant.
If you build it without safety precautions,
you know it's going to blow you off the face of the earth.
And even if you do, you can't be sure it won't.[319]

William Seidman, ehemaliger Vorstand der FDIC

Kapitel 3.2 hat bereits einen narrativen und anekdotischen Überblick über die mannigfaltigen Gefahren gegeben, die mit der Bereitstellung von Sicherungssystemen im Finanzwesen einhergehen. Im Folgenden sollen diese historischen Erfahrungen mit ökonomischen Konzepten erklärt und weitere Gefahren angesprochen werden, die sich nicht direkt aus den geschichtlichen Erfahrungen ableiten lassen, aber für die weitere Analyse wichtig sind.

Zum einen ergibt sich hinsichtlich der Gestaltung der Beitragszahlungen für den Einlagensicherungsschutz ein Problem. Diese wurden, wie beschrieben, auf Grundlage der Gesamteinlagen einer Bank berechnet und waren somit nicht direkt an die dem Fonds entstehenden potenziellen Gefahren gebunden. Dies führte zu einer ungleichen – und, so könnte argumentiert werden, unfairen – Belastung für Banken. Beispielsweise hielten die Banken von New York Einlagen im Gesamtwert von etwa $10,61 Milliarden, wovon lediglich 2,41 Milliarden (23,70%) unter Versicherungsschutz fielen. In Vermonts Bankensystem hingegen waren $79,5 Millionen (84,07%) der Gesamteinlagen in Höhe von $94,57 Millionen FDIC-versichert.[320] Trotz dieser großen Unterschiede

[318] Kroszner & Rajan (1994) – Is the Glass-Steagall Act Justified, S. 812-814; White (1984) – Banking Innovation in the 1920s.
[319] Zitiert nach Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance, S. 677.
[320] Eigene Berechnungen basierend auf Daten der Federal Reserve (Federal Reserve Board (1935) – Federal Reserve Bulletin, S. 122).

zwischen den Bundesstaaten hinsichtlich des Anteils versicherter Einlagen an den Gesamteinlagen wurden FDIC-Beiträge auf Basis der Gesamteinlagen berechnet. Eine Beurteilung der Gesetzestexte, die den US-weiten Versicherungsschutz einführten, in der *Columbia Law Review* 1936 befand hinsichtlich der Praxis der Beitragserhebung: „Thereby was raised perhaps the chief constitutional objection to the plan […]." [321] Die in dieser Weise erhobenen Beiträge bargen abgesehen von der rechtlichen Anfechtbarkeit eine weitere Gefahr: Sie waren von beträchtlicher Höhe. 1935 betrugen die Beitragszahlungen im Durchschnitt knapp ein Fünftel der Bankengewinne. [322] Dieser Punkt ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn die Art und Weise der Beitragserhebung als nicht konsensfähig angesehen wird. Hier besteht die Möglichkeit, dass Banken durch eine als unfair empfundene Zwangsabgabe ihre Ausgaben durch das Eingehen von mehr Risiko zu kompensieren versuchen.

Darüber hinaus liegt der Praxis der eben beschriebenen Beitragserhebung ein weiterer Schwachpunkt zugrunde, dessen potenzielle rechtliche Konsequenzen mitunter geringer waren, ökonomisch jedoch von weitaus größerem Interesse sind: Die Beitragszahlungen waren nicht-variabel. Einen gravierenden Fehler stellt somit die Erhebung von FDIC-Beiträgen von Mitgliederbanken losgelöst von deren Risikolevel, das heißt vom Risiko ihrer Anlagewerte, dar. Emerson (1934) schreibt bezüglich des Banking Act von 1933:

> *„Strong banks, weak banks, banks east, west, north or south, commercial banks and mutual savings banks, all enter the guaranty plan on exactly the same footing and are assessed at the same rate."*[323]

Es ist weitgehend unbestritten, dass den Gesetzgebern 1933 die Gefahr nicht-risikobasierter Einlagensicherung hinlänglich hätte bekannt sein dürfen. [324] Auch Präsident Roosevelt, der der Einführung eines Einlagensicherungssystems grundsätzlich ablehnend gegenübergestanden war, sah in dieser eine Gefahr gesunder Banken durch riskantere:

> *„The general underlying thought behind the use of the word 'guarantee' with respect to bank deposits is that you guarantee bad banks as well as good banks. […] We do not wish to […] put a premium on unsound banking in the future."*[325]

Die Ansicht, dass das Wissen um diese Gefahr 1933 verbreitet gewesen sein dürfte, wird durch Aussagen von zeitgenössischen Beobachtern bei der Einführung des „*safety fund*" in New York 1829

[321] o.A. (1936) – Federal Insurance of Deposits, S. 823.
[322] Hier muss jedoch angemerkt werden, dass es sich beim Jahr 1935 um ein wenig repräsentatives Jahr handelte, die Beitragszahlungen fielen in den folgenden Jahren auf etwa ein Zehntel der durchschnittlichen Gewinne. Die Berechnungen basieren auf Daten der „*Historical Statistics on Banking*"-Datenbank der FDIC.
[323] Emerson (1934) – Guaranty of Deposits Under the Banking Act von 1933, S. 236.
[324] Flood (1992) – Deposit Insurance Debate, S. 52.
[325] Roosevelt (1933) – Press Conference, March 8.

unterstrichen, die ebenfalls auf die Gefahr von Pauschalzahlungen hinsichtlich des Versicherungsplans hingewiesen hatten:

> *„[W]ith a laudable intent to protect the community against partial failures, a "safety fund'' has since been established by law, consisting of a tax of one-half per cent, on the capital of every bank, and which is applicable to the payment of the notes of any that may fail. This must have a tendency to encourage excessive issues of paper, which could not be sustained if resting only on the credit of the bank by which they are made. But unacquainted as we are with the reasons alleged in favor of that measure, it appears to us unjust […] by making institutions properly managed responsible for the conduct of others at a great distance, and over which they have no control."*[326]

Ebenso war bei Einführung von Einlagensicherungssystemen in den 1900er und 1910er Jahren die Gefahr kritisiert worden, dass hierdurch unehrliche Banken zulasten von ehrlichen unterstützt würden.[327] Heute wird diese Gefahr, die ein zentrales Problem von staatlichen als auch privaten Einlagensicherungssystemen darstellt, mit dem Begriff „Moral Hazard" bezeichnet. Moral Hazard im engeren Sinne beschreibt die Gefahr, dass sich eine Partei nach Vertragsabschluss oder dem Eingehen eines Geschäftes zu Lasten und zur Gefahr ihrer Gegenpartei verhält. Nach Gablers Wirtschaftslexikon ist Moral Hazard

> *„[e]x-post bzw. nachvertraglicher Opportunismus zwischen Transaktionspartnern [… durch …] Kollision der Interessen der Vertragspartner sowie Hidden Information (versteckte Information) und/oder Hidden Action (versteckte Handlung). Das Problem besteht darin, dass das Verhalten des besser informierten Partners die Pay-offs (Auszahlungen) des schlechter Informierten beeinflusst. Der schlechter Informierte kann sich nur unvollständig über das Verhalten des Transaktionspartners informieren bzw. dieses evaluieren."* [328]

Der Begriff „Moral Hazard" stammt ursprünglich aus der Feuerversicherungsbranche und bezeichnete „den Anreiz eines feuerversicherten Gebäudeeigentümers, weniger Sorgfalt bei der Schadensvermeidung bzw. -begrenzung aufzuwenden als ein Hausbesitzer ohne Versicherung."[329] Der Begriff wird mittlerweile jedoch nicht mehr ausschließlich auf das gefährliche Verhalten nach Vertragsabschluss begrenzt – ein Vertrag ist nicht mehr explizit erforderlich – sondern er wird auch implizit verstanden. Somit stellt Moral Hazard die Gefahr dar, die dadurch entsteht, dass eine Versicherung, ein Gesetz oder eine andere Institution eine Partei vor ihr entstehendem Schaden schützt, dem sie ohne diese Vorkehrung ausgesetzt wäre.

---

[326] Gallatin (1831) – Currency and Banking System of the US, S. 318.
[327] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 112; Wheelock (1992) – Regulation and Bank Failures.
[328] Gabler Wirtschaftslexikon, s.v. Moral Hazard, online abrufbar unter http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/moral-hazard.html.
[329] Gabler Wirtschaftslexikon, s.v. Moral Hazard, online abrufbar unter http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/moral-hazard.html.

Moral Hazard hinsichtlich der Versicherung von Bankeinlagen entspringt vornehmlich einer unausweichlichen Konsequenz derselben: Kareken & Wallace (1978) zeigen, dass Banken in Einlagensicherungssystemen mit festen, und daher vom Risiko losgelösten, Beitragszahlungen riskantere Anlageportfolios halten, als sie dies ohne Einlagenschutz tun würden.[330] Dies wird dadurch ermöglicht, dass die Versicherung von Einlagen den Anreiz für Einleger verringert, das Verhalten von Banken und das daraus resultierende Risiko zu überwachen. Ohne Einlagensicherungssystem läge es im Interesse von Depositären, das Risiko der betreffenden Bank zu evaluieren, um die Möglichkeit eines Verlustes – die Rückerstattung der Einlagen unter deren Nominalwert – zu minimieren. Durch die Versicherung von Einlagen wird dieser logische und konsistente Zusammenhang aus den Angeln gehoben, indem die Rückerstattung der Einlagen (zzgl. anfallender Zinsen) von der Solvenz der betreffenden Bank getrennt wird. Die verminderte Marktdisziplin durch Einleger erlaubt es Banken, Risiko zu maximieren, ohne die – ohne Einlagensicherungssystem spürbaren – wirtschaftlichen Folgen in Form des Abzugs von Einlagen fürchten zu müssen.[331] Die Versicherung von Einlagen lässt sich im Rahmen moderner Portfoliotheorie und des von Merton, Black und Scholes entwickelten Option-Pricing-Modells [332] als Begebung einer Put-Option des Versicherers an Banken ansehen, die es versicherten Banken erlaubt, ihre Vermögenswerte zum Nennwert der Einlagen zu veräußern und stellt einen perversen Anreiz für versicherte Institute dar, ihr Risiko und somit ihre Gewinne zu Lasten des Einlagensicherungsfonds zu maximieren.[333] In den Worten von Hooks & Robinson (2002):

> *„The well-known comparative static properties of the standard options-pricing model highlight the perverse incentives inherent in fixed-rate deposit insurance systems—the value of bank equity is maximized by increasing both leverage and asset risk. Moreover, the gains to increasing asset risk rise as a bank approaches insolvency."*[334]

Somit liegt der Schluss nahe, dass Einlagensicherungssysteme – insbesondere wenn deren Beitragszahlungen unabhängig vom Risiko der versicherten Banken erhoben werden – riskante Institute zu Lasten von konservativen und sichereren fördern und somit eine Subvention riskanter Institute darstellen. [335] Diese Subventionierung erlaubt es Banken, ihr Risikoprofil besonders durch zwei Maßnahmen zu erhöhen: riskantere Portfolios und geringere Eigenkapitaldecken. Beide Punkte hängen damit zusammen, dass Einlagensicherung als ein Substitut sowohl für Eigenkapital als auch Liquidität

[330] Kareken & Wallace (1978) – Deposit Insurance and Bank Regulation, S. 414-415; Kane (1989) – Incentive-Incompatible Deposit-Insurance, S. 2.
[331] Siehe hierzu u.a. Bhattacharya, Boot & Thakor (1998) – Economics of Bank Regulation, S. 756.
[332] Black & Scholes (1973) – Pricing of Options; Merton (1973) – Rational Option Pricing.
[333] Merton (1977) – Cost of Deposit Insurance.
[334] Hooks & Robinson (2002) – Deposit Insurance and Moral Hazard in Texas in the 1920s, S. 835.
[335] Kane (1989) – Incentive-Incompatible Deposit-Insurance, S. 2, 28-29; Flood (1992) – Deposit Insurance Debate, S. 51-52; Walter (1998) – Safety Net Subsidy, S. 2; Wheelock & Kumbhaker (1995) – Which Banks Choose Deposit Insurance, S. 6.

interpretiert werden kann, da die Rückzahlung von Einlagen nicht an die Solvenz der Bank gebunden ist (die maßgeblich durch deren Eigenkapital beeinflusst wird) und Banken durch die Einlagensicherung weitgehend von der Marktdisziplin durch Bank-Runs geschützt werden. Dies erlaubt Banken, weniger Reserven als Liquiditätspolster für unvorhergesehene Behebungen zu halten. Dies wiederum ermöglicht es Banken, eine riskantere Aktivseite zu unterhalten als ohne Einlagensicherung. Die riskantere Aktivseite ist durch weniger Liquidität bzw. Reserven und deshalb durch einen höheren Anteil riskanterer Vermögenswerte gekennzeichnet. Darüber hinaus erlauben Einlagensicherungen nicht nur die Verschiebung von relativ sicheren zu weniger sicheren Vermögenswerten, sondern ebenso eine riskantere Gestaltung der Passivseite. Banken mit in dieser Weise Risiko-maximierten Portfolios wären ohne den Schutz durch Einlagensicherung gezwungen, eine höhere Eigenkapitaldeckung zu unterhalten, um damit die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes von Fremdkapitalgebern zu minimieren. Da Einlagensicherungssysteme aber die Begleichung von Einlagenverbindlichkeiten unabhängig von der Solvenz einer betreffenden Bank garantieren, stehen in Einlagensicherungssystemen den riskanteren Portfolios keine korrespondierenden Eigenkapitaldecken gegenüber.

Wenngleich also das eingeführte Einlagensicherungssystem besonders riskante Institute begünstigte, so ist diese Gefahr nicht notwendigerweise auf dieselben beschränkt. Dies insofern, als nicht angenommen werden kann, dass das Risiko durch Moral Hazard nur von jenen Instituten ausgehen kann, die schon vor Einführung über ein erhöhtes Risikoprofil verfügt haben. Vielmehr liegt das grundsätzliche Problem von Einlagensicherungssystemen tiefer: Durch den weitgehend anerkannten Zielkonflikt von Risiko und Ertrag wird ein Anreiz für alle Banken geschaffen, mehr Risiko einzugehen.

1832 sprach William Forster Lloyd – ohne das Konzept bei diesem Namen zu nennen – an der Oxford University das Problem der „*Tragik der Allmende*“ an, indem er nach den Ursachen des schlechten Zustandes von nicht in Privatbesitz befindlichen Grundstücken (Allmenden) fragte: „Why are the cattle on a common so puny and stunted? Why is the common itself so bare-worn, and cropped so differently from the adjoining inclosures?“ [336] Lloyds Antwort auf die selbst gestellte Frage war, dass jeder Nutzungsberechtigte von Selbstinteresse geleitet ist. Da sich das Vieh der Nutzungsberechtigten in deren Privatbesitz befindet, werden diese versuchen, so viel Vieh wie möglich auf der allgemein zugänglichen Allmende grasen zu lassen, um den größtmöglichen Ertrag zu erwirtschaften. Weil es sich aber bei Allmenden um ein *rival good*[337] handelt, das dadurch gekennzeichnet ist, dass sein Konsum zu dessen Erschöpfung/Verbrauch führt, ist das Resultat der Maximierung des Eigeninteresses letztlich die

[336] Hardin – Tragedy of the Commons. In: *The Concise Encyclopedia of Economics*, online abrufbar unter http://www.econlib.org/library/Enc/TragedyoftheCommons.html (18.12.13).
[337] Im Gegensatz dazu können *nonrival goods* beliebig oft und von beliebig vielen Personen „konsumiert“ werden, ohne ihren Nutzen zu erschöpfen.

Zerstörung des Allgemeinguts. Obwohl eine Regelung der Nutzung das Übergrasen mitunter verhindern und somit zu einem höheren langfristigen Nutzen führen könnte als die Maximierung des kurzfristigen Nutzens, so ist dies infolge der Schwierigkeiten einer Absprache von allen Berechtigten oft nicht möglich. Die Folge ist, dass individuell rationales Handeln zu einem kollektiv nicht-optimalen Ausgang führen kann.[338] Der Begriff „*Tragik der Allmende*" („*tragedy of the commons*") wurde 136 Jahre später von Garrett Hardin in einem 1968 im „*Science*"-Magazin erschienenem Artikel geprägt. In diesem wurde auf einige Beispiele der „*Tragik der Allmende*" verwiesen – unter anderem auf das Überfischen der Weltmeere –, und festgestellt: „Freedom in the commons brings ruin to all."[339] Wäre der Artikel zwei Jahrzehnte später erschienen, wäre vielleicht die Einrichtung von Einlagensicherungssystemen als weiteres Beispiel angeführt worden.

Eine triviale Erscheinungsform dieser Gefahr stellen gemeinsame Rechnungen bei Restaurantbesuchen dar. Gneezy, Haruvy & Yafe (2004) untersuchen das „*unscrupulous diner's dilemma*", das dadurch entsteht, dass bei Gruppenbesuchen in Restaurants oft ein – mitunter unausgesprochenes Abkommen – dahingehend besteht, die gemeinsame Rechnung zu gleichen Teilen unter allen Gruppenmitgliedern aufzuteilen. Das Teilen der Rechnung ohne Rücksicht auf die tatsächliche Konsumation der einzelnen Gruppenmitglieder birgt die Gefahr von Externalitäten. Das heißt, dass Individuen die Möglichkeit einer teuren Mahlzeit sehen, ohne den vollen Preis dafür bezahlen zu müssen. Ähnlich der Tragik der Allmende entspringt dieses Problem der Tatsache, dass jeder zusätzliche Euro von allen Gruppenmitgliedern gemeinsam getragen – und somit sozialisiert – wird, während man den Nutzen dieses zusätzlichen Euros privat genießen kann. Grundlegende ökonomische Theorie legt also nahe, dass Gruppenmitglieder mehr bestellen, wenn die diesbezüglichen Kosten zum Teil von anderen getragen werden. Die Folge davon ist eine höhere als das soziale Optimum darstellende Bestellsumme und daher Überkonsumierung/Überbestellung. Diese Gefahr ist vielen Personen bekannt, sodass etwa 80% der Testpersonen das Bestellen auf eigene Rechnung bevorzugen, bei gemeinsamer Rechnung, die Externalitäten jedoch auszunutzen versuchen.[340] Die Studie bestätigt die Gefahr der Überkonsumierung bei gemeinsamer Rechnung. So wurde bei einem gleichmäßigen Teilen der Rechnung im Durchschnitt um ein Drittel mehr bestellt als bei individuellen Rechnungen, bei welchen jeder für seinen eigenen Konsum aufzukommen hatte.[341]

Einlagensicherungsfonds – zumindest in ihrer heutigen Ausprägung – bestehen aus Pools, die aus Beitragszahlungen durch versicherte Banken finanziert werden. Diese Beitragszahlungen begründen

[338] Somit handelt es sich hierbei um ein Nash-Equilibrium, bei welchem ein nicht-optimales Equilibrium zustande kommt.
[339] Hardin (1968) – Tragedy of the Commons, S. 1244.
[340] Gneezy, Haruvy & Yafe (2004) – Inefficiency of Splitting the Bill, S. 265-266.
[341] Gneezy, Haruvy & Yafe (2004) – Inefficiency of Splitting the Bill, S. 270.

den Anspruch auf Erstattung der Einlagen im Falle der Pleite durch den Einlagenfonds. In Anlehnung an die „*Tragik der Allmende*“ können diese Versicherungspools als Allgemeingut verstanden werden, dessen Ausnutzen im Interesse der einzelnen Banken steht. Durch die Außerkraftsetzung von Marktdisziplin infolge von Einlagensicherungssystemen und der daraus resultierenden Möglichkeit, Risiko eingehen zu können, ohne dass dabei die erwarteten Gewinne durch eine Erhöhung der Fremdkapitalkosten ausgeglichen werden, liegt die Maximierung des möglichen Profits durch eine Maximierung des Risikos bei Gleichhaltung der Finanzierungskosten im besten Interesse von Banken.

Die vom Gesetzgeber 1933 vorgesehene vom Risiko losgelöste Art der Beitragserhebung muss vor dem Hintergrund der dargelegten Gefahren als verwunderlich angesehen werden. Umso überraschender ist der Umstand, dass die Gesetzgeber in dieser Hinsicht keine Lehren aus historischen Einlagensicherungsexperimenten gezogen haben, die Beiträge auf dieselbe Weise erhoben hatten und deren Scheitern oft mit den negativen Folgen einer flachen Beitragsstruktur in Verbindung gebracht wird. Nachdem Kapitel 3.2 durch einen narrativen Überblick vereinzelter Fälle bereits erste Hinweise auf diese Gefahr gegeben hat, bestätigen historisch-ökonometrische Analysen die Gefahr von Moral Hazard sowohl in Querschnittsstudien als auch in Studien auf innerstaatlicher Ebene.

Alston, Grove & Wheelock (1994) stellen fest, dass Staaten mit Einlagensicherungssystemen in den 1920er Jahren eine höhere, nicht niedrigere Anzahl an Bankpleiten aufwiesen. Die Autoren führen als Begründung für diese Tatsache an, dass „deposit insurance cures one problem but creates another.“ Da Banken, deren Einlageverbindlichkeiten durch eine Einlagensicherung gedeckt sind, weniger liquide Mittel halten müssen, um etwaigen Behebungen nachkommen zu können bzw. einem Bank-Run zu begegnen, wird Banken ein Anreiz dafür gegeben, ihr Risiko zu erhöhen. Die Analyse von Bankinsolvenzen während der 1920er unterstreicht diese Gefahr. Die Insolvenzrate von Banken mit demselben Level an wirtschaftlichen Problemen war in Bundesstaaten mit einem Einlagensicherungssystem doppelt so hoch wie in Bundesstaaten ohne solche Vorrichtungen. Insgesamt erhöhte sich die Insolvenzrate in Einlagensicherungsstaaten gemessen am US-weiten Durchschnitt um 70%. Eine niedrigere Kapitalausstattung im Verhältnis zu den Vermögenswerten von Banken in Einlagen-versicherten Staaten unterstreicht die Vermutung, dass diese Banken mehr Risiko infolge von Moral Hazard eingingen. Während die seit 1914 am schnellsten gewachsenen bundesstaatlich zugelassenen Banken ohne Einlagensicherung im Durchschnitt etwa 9% Eigenkapitalausstattung aufwiesen, hielten bundesstaatliche Banken in Staaten mit Einlagensicherungssystemen mit 7,8% signifikant weniger Eigenkapital. Die Vermutung, dass Banken in Einlagen-versicherten Staaten riskantere Geschäftspraktiken nachgingen, wird dadurch bestärkt.[342]

[342] Alston, Grove & Wheelock (1994) – Why Do Banks Fail.

Diese Ergebnisse werden von Calomiris (1990) untermauert: Durch Einlagensicherungssysteme versicherte Banken wiesen nach ihm zwischen 1914 und 1920 unüblich hohe Wachstumsraten mit unzulänglicher Kapitaldeckung auf. Versicherte Banken waren sowohl im Vergleich zu nicht versicherten *national banks* im selben Bundesstaat als auch zu *state banks* in Nachbarstaaten ohne Einlagensicherung mit weniger Kapital ausgestattet und wuchsen schneller. Als die Preise landwirtschaftlicher Produkte Anfang der 1920er Jahre stark rückläufig waren, scheiterten Banken in Bundesstaaten mit Versicherungssystemen erheblich häufiger als Banken in Staaten ohne Einlagensicherungssysteme, aber mit ähnlichem agrarkulturellem Hintergrund.[343] Chung & Richards (2007) weisen nach, dass Bankscheitern in Staaten mit Einlagensicherungssystemen infolge von Bank-Runs weniger wahrscheinlich war als in Staaten ohne Einlagenschutz, gleichzeitig jedoch die Wahrscheinlichkeit für Bankinsolvenzen durch Missmanagement und andere Ausprägungen von Moral Hazard deutlich stieg.[344]

Untersuchungen hinsichtlich der Auswirkungen von Einlagensicherungssystemen innerhalb einzelner Bundesstaaten liefern ähnliche Ergebnisse: Statistische Auswertungen von Daten texanischer Banken zwischen 1919 und 1926 durch Hooks & Robinson (2002) belegen, dass die Einlagensicherung von *state banks* die Wahrscheinlichkeit ihrer Insolvenz erhöhte. Grund hierfür war Moral Hazard, der sich in Form konzentrierter, riskanter Kreditportfolien materialisierte. So hielten versicherte *state banks* riskantere Wertpapiere als *national banks* sowie *state banks* vor Einführung der Einlagensicherung im Jahr 1910.[345] Ein besonders vorteilhaftes Untersuchungsobjekt stellt in diesem Zusammenhang der Staat Kansas dar, in welchem *state banks* die Mitgliedschaft im Einlagensicherungssystem des frühen 20. Jahrhunderts freigestellt wurde. Kansas liefert durch das Vorhandensein nicht versicherter *state banks* eine Kontrollgruppe zu versicherten Banken, ohne auf suboptimale Kontrollgruppen in Form von *national banks* – die tendenziell größer als *state banks* waren – oder auf Zeitreihenanalysen – die das Verhalten vor, während und nach Einlagensicherungsperioden untersuchen –, angewiesen zu sein. Wheelock (1992) belegt, dass Countys mit einem hohen Anteil versicherter Banken eine höhere Bankenausfallquote aufwiesen als andere Countys.[346] Wheelock & Wilson (1994 & 1995) weisen nach, dass versicherte *state banks* in Kansas über niedrigere Eigenkapitalquoten und weniger liquide Mittel verfügten als nicht versicherte *state banks* sowie riskantere Wertpapierportfolios hielten und stärker von kurzfristiger Refinanzierung abhängig waren – und somit riskanter waren als ihre Vergleichsgruppe,

[343] Calomiris (1990) – Is Deposit Insurance Necessary, S. 288-293.
[344] Chung & Richardson (2006) – Deposit Insurance Altered the Composition of Bank Suspensions During the 1920s, S. 9-28.
[345] Hooks & Robinson (2002)- Deposit Insurance and Moral Hazard in Texas in the 1920s.
[346] Wheelock (1992) – Regulation and Bank Failures, 816-822.

sodass erstere eine höhere Insolvenzrate aufwiesen als letztere.[347] Wheelock & Kumbhaker (1995) untersuchen die Faktoren, die Banken dazu veranlassten, 1909 dem Versicherungssystem beizutreten und identifizieren niedrige Eigenkapitalquoten und ein niedriges Verhältnis von Einlagen zu Vermögenswerten. Wiederum waren es also riskante Banken, die den Schutz des Einlagensicherungssystems am dringendsten benötigten und sich von diesem die größten Vorteile versprachen.[348]

Die Gefahr durch Moral Hazard ging nicht nur von der Einführung des US-weiten Einlagenschutzes 1933 aus, sondern wurde außerdem durch die Abschaffung alter Gesetzesnormen verschärft.
Mit den 1830er Jahren hatten in den USA die meisten Staaten die beschränkte Haftung für Nicht-Banken eingeführt, Eigentümer von Banken unterlagen bis in die 1930er Jahre jedoch weiterhin oft mehrfacher (meist doppelter, aber auch dreifacher oder gar unbegrenzter) Haftung.[349] Seit dem frühen 19. Jahrhundert hatten einzelne US-Bundesstaaten mehrfache Haftung für Bankeigentümer eingeführt und in Hinblick auf *national banks* galt von 1865 bis 1934 sogar ein bundesweites Gesetz, das Aktionäre doppelt haftbar machte.[350] Der Begriff „doppelte Haftung" kommt daher, dass Aktionäre neben dem eingesetzten Kapital für die darüber hinaus selbe Summe ein weiteres Mal persönlich haftbar waren. Unter doppelter Haftung stellte der Masseverwalter insolventer Banken die Fehlsumme, d.h. den Fehlbetrag zwischen Aktiv- und Passivseite, fest und schrieb diesen bis zur definierten Höchstsumme auf einer Pro-rata-Basis und basierend auf dem Nennwert den Aktionären zu.[351] Dieser Bundesregelung folgten weitere Initiativen auf bundesstaatlicher Ebene für *state-chartered banks*, sodass bis 1931 mit Ausnahme von zehn alle US-Bundesstaaten Doppelhaftung für Bankeigentümer eingeführt hatten.[352] Während des Zeitraums bundesweiter doppelter Haftung wurden durch diese 28,3% der gesamten Verluste von Bankgläubigern bei *national banks* erstattet. Diese auf den ersten Blick niedrige Quote muss vor dem Hintergrund gesehen werden, dass Verluste durch Doppelhaftung insgesamt geringer gehalten wurden. Der Großteil der *national banks*, die während dieses Zeitraums in Schwierigkeiten gerieten, wurde freiwillig (vom Management) und zeitgerecht in die Liquidierung überführt.[353] Ein Großteil dieser aus doppelter Haftung resultierenden Erstattungssumme wurde von Personen in Schlüsselpositionen der Bankführung getragen. Denn nach Bundesrecht – und oft auch nach Gesetzgebung der einzelnen US-Bundesstaaten – hatten Vorstandsmitglieder an der jeweiligen Bank

[347] Wheelock & Wilson (1994) – Can Deposit Insurance Increase Bank Failure, S. 63-69; Wheelock & Wilson (1995) – Explaining Bank Failures, S. 691-699.
[348] Wheelock & Kumbhaker (1995) – Which Banks Choose Deposit Insurance, S. 189-193.
[349] Mitchener & Richardson (2013) – Skin in the Game, S. 3.
[350] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 36-37.
[351] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 31.
[352] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 36-37.
[353] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 57.

maßgeblich beteiligt zu sein. Dieses „*skin in the game*" schuf eine Interessenshomogenität (*alignment of interest*) von Managern und Eigentümern.[354] Zusammengefasst verfolgte die doppelte Haftung vermutlich zwei (einander bedingende) Zielsetzungen: Grossman (2002) argumentiert, dass durch die Einführung doppelter Haftung während einer Periode häufiger Bankenkrisen Stabilität gefördert werden sollte, indem das Eingehen exzessiven Risikos zu unterbinden versucht wurde.[355] Ein weiterer, oft vertretener Erklärungsversuch sieht die Gründe doppelter Haftung im Schutz von Einlegern, die gegenüber Banken einem Informationsnachteil unterliegen. Doppelte Haftung sollte so die Gefahr durch *Moral Hazard* verringern, indem einerseits die Wahrscheinlichkeit von Bankinsolvenzen reduziert und andererseits beim Auftreten ebendieser der finanzielle Schaden von Gläubigern möglichst gering gehalten werden sollte.[356]

Die vielen Bankpleiten der 1920er und insbesondere der frühen 1930er Jahre ließen jedoch den Ruf nach der Abschaffung doppelter Haftung durch Anteilseigner aufkommen. Einerseits lief in diesem Zeitraum die erweiterte Haftung häufig ins Leere, da doppelte Haftung oft bei finanziell mittellosen Aktionären schlagend wurde.[357] Andererseits war die Regelung als zunehmend ungerecht empfunden worden, da sich die Struktur der Aktionäre durch den Aktienmarktboom der 1920er Jahre stark verändert hatte.[358] Waren Aktionäre zuvor meist vermögende Personen mit signifikantem Anteilseigentum und einer gewissen Verbindung zur Bank gewesen, so hatte der vorangegangene Aktienboom die Aktionärsstruktur dahingehend verändert, dass diese mehr und mehr fragmentiert wurde. Die Folge davon war, dass viele dieser Kleinaktionäre naturgemäß keinerlei familiäre Verbindung mit dem jeweiligen Bankmanagement aufwiesen und in keinem Arbeitsverhältnis mit der betreffenden Bank standen und somit weder über Insiderwissen noch über die Möglichkeit verfügten, das Bankmanagement auf effiziente Weise zu überwachen und gegebenenfalls auf dieses einzuwirken. Außerdem hatten viele dieser neuen Kleinaktionäre ihre Anteile in den florierenden 1920er Jahre gekauft, ohne an die Möglichkeit der erweiterten Haftung zu denken.[359] Diese beiden Faktoren in Verbindung mit der Tatsache, dass die doppelte Haftung, so wurde unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise argumentiert, nicht den an sie gestellten Ansprüchen gerecht geworden war, führten zu einem starken Druck auf politische Entscheidungsträger, die betreffenden Gesetze

[354] Mitchener & Richardson (2013) – Skin in the Game, S. 4-5.
[355] Grossman (2007) – Fear and Greed, S. 61.
[356] Esty (1998) – Continent Liability, S. 189-190; Mitchener & Richardson (2013) – Skin in the Game, S. 5; Wilson & Kane (1996) – Demise of Double Liability, S. 3.
[357] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 37; Vincens (1957) – Demise of Double Liability, S. 276.
[358] Bis 1927 war es *national banks* untersagt, Anteile unter einem Nennwert von $100 zu emittieren, um es weniger wohlhabenden Personen zu erschweren, Bankanteile zu erwerben (Nadler & Bogen (1933) – End of an Epoch, S. 41).
[359] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 37.

aufzuheben.[360] Aus diesen Gründen wurde mit Section 22 des Banking Act von 1933 die doppelte Haftung hinsichtlich der Aktien von *national banks*, die nach dem 16. Juni 1933[361] emittiert wurden, gestrichen. Eine weitere Änderung 1935 erlaubte es dann *national banks*, alle Aktien von doppelter Haftung zu befreien.[362] In weiterer Folge wurde die Doppelhaftung in den Bundesstaaten sukzessive aufgehoben, sodass diese auf Bundes- wie auch Länderebene über die folgenden Jahre verschwand.[363]

Vor diesen potenziellen Gefahren, die das Eingehen von exzessivem Risiko mehr als wahrscheinlich machten, abgesehen, ergibt sich ein weiteres Problem in Zusammenhang mit der Höhe des FDIC-Beitrags. Obgleich an obiger Stelle argumentiert wurde, dass es sich bei den FDIC-Beiträgen um beträchtliche Summen gemessen an den Bankgewinnen handelte – und dies insbesondere, wenn dieselben dazu angetan waren, als ungerecht empfunden zu werden –, so darf deren relative Höhe für Banken nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Beiträge im Verhältnis zu den im Krisenfall auszuzahlenden Summen niedrig angesetzt waren und auf fragwürdigen Berechnungsmethoden basierten. Die FDIC hatte hierzu jene Rate der Gesamteinlagen berechnet, die zwischen 1865 und 1934 nötig gewesen wäre, um Einleger insolventer Banken schadlos zu halten. Das Ergebnis war ein Drittel Prozent. Nach Bereinigung um Krisenjahre, in welchen Verluste nach Ansicht der FDIC unüblich hoch waren, fiel die benötigte Rate auf ein Zwölftel Prozent. Die Grundlage für diese Entscheidung lag nach Meinung der FDIC im grundlegend verbesserten regulatorischen System: „Adoption of the lower rate was justified on the grounds that many banking reforms and improvements had occurred to strengthen the banking system and prevent bank failures."[364] Es wird sich herausstellen, dass die FDIC weder darin brillierte, Lehren aus der Geschichte zu ziehen, noch die Zukunft vorherzusagen. Denn Beitragszahlungen, die gerade eben den statistisch geschönten Erwartungswert an Verlusten abzudecken geeignet waren, müssen in Hinblick auf die mannigfaltigen Defizite des FDIC-Einlagensicherungssystems als fragwürdig angesehen werden.

Aufgrund der oben dargestellten Punkte schreibt Emerson (1934), dass der vom Gesetz gebrauchte Begriff „insurance of bank deposits" nicht zutreffend ist. Da weder die Akkumulation von Reserven vorgesehen war (niedrig veranschlagte Beitragszahlungen) noch Beitragszahlungen basierend auf dem

[360] Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 37-38.
[361] Kane & Wilson (1998) argumentieren, dass die Erosion der mehrfachen Haftung schon früher begonnen hatte. Eine sich seit 1927 verbreiternde Aktionärsstruktur und insbesondere ein signifikanter Anstieg im Jahr 1929 mussten die Glaubwürdigkeit doppelter Haftung infolge weniger wohlhabender (haftender) Aktionäre stark untergraben haben (Kane & Wilson (1998) – Contracting-Theory Interpretation of Federal Deposit Insurance).
[362] Gleichzeitig dazu wurde verfügt, dass *national banks* 10% ihrer Gewinne zurückhalten müssen, bis diese Rücklagen der Summe an ausstehendem Aktienkapital entsprechen würden (Vincens (1957) – Demise of Double Liability, S. 276).
[363] Siehe hierzu Macey & Miller (1992) – Double Liability History, S. 38-39; Vincens (1957) – Demise of Double Liability, S. 276.
[364] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 51.

Risiko (einheitlich ein Zwölftel Prozent für alle Banken) eingehoben wurden, schreibt dieser: „[T]he essential features of an insurance plan appear to be lacking."[365] Flood (1992) schreibt die Wahl dieser Bezeichnung daher den negativen Assoziationen zu, die mit dem Begriff „guaranty" verbunden waren. Denn früher waren Einlagensicherungssysteme so bezeichnet worden. Die Bezeichnung „guaranty" war so meist von Gegnern des Einlagensicherungsplans gebraucht worden, um negative Erfahrungen mit bundesstaatlichen Experimenten zu evozieren, sodass Befürworter US-weiten Einlagenschutzes auf den neuen und unbelasteten Begriff „insurance" zurückgriffen.[366]

Ein letzter Kritikpunkt, der in Verbindung mit der Finanzierung des Einlagensicherungssystems steht, betrifft die Frage, weshalb man sich 1933 für ein ex ante finanziertes System und gegen eines gegenseitiger Haftung entschieden hatte. Denn neben der omnipräsenten Gefahr von Moral Hazard ist in Hinblick auf die historischen Vorgängermodelle eine Tendenz klar zum Vorschein getreten: Jene Systeme, in welchen Banken gemeinschaftlich für die Verbindlichkeiten anderer Banken hafteten (Indiana 1834-1864, Ohio 1845-1866, Iowa 1858-1865) und in welchen die Bankenaufsicht von Banken selbst (teil-)besetzt wurde, hatten bessere Resultate erzielt als jene, die auf Einlagensicherungsfonds basierten. Mehrere Faktoren haben wahrscheinlich zu diesem besseren Abschneiden beigetragen: Wie bereits beschrieben, waren diese Systeme am besten dafür geeignet, das Eingehen von hohem Risiko zu verhindern, weil es im besten Interesse aller Banken lag, das Schlagendwerden der gegenseitigen Haftung zu verhindern. Darüber hinaus sind Banken in dieser Hinsicht im Vergleich zu staatlichen Aufsichtsbehörden fähiger. Staatliche Aufsichtsbehörden zeigen diesbezüglich zwei Schwachstellen auf: Zum einen liegt es mitunter nicht in deren Interesse, rasch und objektiv gegen einzelne Institute vorzugehen, da ein solches Handeln von der Öffentlichkeit oft mit Defiziten der handelnden Behörde in Zusammenhang gebracht wird, ungeachtet dessen, ob sich die Schwierigkeiten des betreffenden Instituts unter der Aufsicht der aktuellen oder vorangegangenen Besetzung entwickelten (*regulatory forbearance*). Zum anderen leiden staatliche Aufsichtsbehörden unter verzögerten Informationen. Angesichts von Informationsasymmetrien haben Behörden Informationsbeschaffungs-nachteile dahingehend, dass ihnen das genaue Ausmaß von riskantem Verhalten – unter anderem durch neue Finanzinstrumente und -innovation – lange verborgen bleiben kann. Selbst wenn das Risikoausmaß schließlich aufgedeckt wird, so kann der Mangel an „takeover discipline" zu einer verzögerten Reaktion auf die dem Fonds entstandene Gefahr führen. Diese beiden zeitlichen Verzögerungen räumen riskanten Banken die Möglichkeit von „unintended subsidies to risk-taking" ein.[367]

In Bezug auf beide Punkte ist es naheliegend, dass die Besetzung von Bankenaufsichten durch

[365] Emerson (1934) – Guaranty of Deposits Under the Banking Act von 1933, S. 229.
[366] Flood (1992) – Deposit Insurance Debate, S. 56-57.
[367] Kane (1989) – Incentive-Incompatible Deposit-Insurance, S. 1-2.

Bankabgesandte eine effizientere Alternative zu Beamten-besetzten Behörden darstellt. Zum einen weil Banken zeitgerechter von neuen und wichtigen Informationen Kenntnis erlangen und diese infolge ihres Insiderwissens außerdem effizienter zu verarbeiten im Stande sind. Zum anderen wird *regulatory forbearance* durch die Interessenshomogenität eine untergeordnete Rolle spielen, da das Aufschieben von Problemlösungen aufgrund den Ruf der Behörde betreffender Bedenken eine der Gewinnmaximierung untergeordnete Rolle spielen wird.

Darüber hinaus existiert eine psychologische Dimension des Problems. Da ex ante finanzierte Systeme durch im Vorhinein entrichtete Beiträge gespeist werden, ist die Analogie zum oben beschriebenen Problem der gemeinsamen Rechnung nicht von der Hand zu weisen. Es liegt im Wesen einer jeden Transaktion, dass eine solche grundsätzlich nur dann abgeschlossen wird, wenn sich alle an ihr beteiligten Parteien einen Vorteil von derselben versprechen. Geht es einer Bank dauerhaft gut, erhält sie für ihre Beiträge keine Gegenleistung. Psychologisch ist es daher einleuchtend, dass eine beitragszahlende Bank mitunter riskantere Geschäfte abschließt, um so den erwarteten Gewinn und analog dazu die Wahrscheinlichkeit der Ausübung ihres Rechts der inhärenten Put-Option zu erhöhen. Stern & Feldman (2009) weisen auf einen weiteren Nachteil hin, der ex ante finanzierten Einlagensicherungssystemen entspringt, und argumentieren, dass die relativ einfache Verfügbarkeit der Ressourcen von vorfinanzierten Fonds die Gefahr erhöht, dass die Mittel dahingehend zweckentfremdet werden, nicht-versicherte Einlagen zu garantieren.[368]

Mit Sicherheit hätte die Organisation eines von gegenseitiger Haftung geprägten Systems, deren Aufsicht, Prüfung und Regulierung von den versicherten Banken selbst wahrgenommen worden wäre, angesichts der großen Anzahl an Banken (etwa 14.000 im Jahr 1933[369]), eine ernstzunehmende organisatorische Herausforderung dargestellt. Nur durch diese erhöhte anfängliche Hürde ist der Umstand erklärbar, dass keines der Systeme des frühen 20. Jahrhunderts an die relativ erfolgreichen anreizkompatiblen, von gegenseitiger Haftung geprägten Einlagensicherungssysteme in Verbindung mit von Bankmitarbeitern besetzten Aufsichtsbehörden in Indiana, Ohio und Iowa des 19. Jahrhunderts anzuknüpfen versuchte. Hinsichtlich der Gründung von Haftungsverbänden und der Besetzung von Bankenaufsichten hätte sich 1933 jedoch angeboten, zumindest als erste grobe Aufteilung auf die durch den Federal Reserve Act von 1913 zwölf ohnehin schon bestehenden Distrikte zurückzugreifen, denen die regionalen Filialen des Federal Reserve Systems zugeteilt waren.[370] Als nächste Ebene hätten

[368] Stern & Feldman (2009) – Too Big to Fail, S. 83. Dieser Aspekt ist vor allem hinsichtlich der Too-Big-to-Fail-Problematik von signifikanter Bedeutung. Siehe hierzu ausführlicher das Kapitel 6.1 (TOO-BIG-TO-FAIL).
[369] Upham & Lamke (1934) – Closed and Distressed Banks, S. 247.
[370] Der Federal Reserve Act von 1913 hatte die Gründung von mindestens acht und maximal zwölf regionaler Filialen vorgeschrieben (Section 2).

beispielsweise – vergleichbar dem Einlagensicherungssystem in Mississippi[371] – die „supreme court districts" dienen können.[372] Natürlich liegt die besondere Schwierigkeit eines solchen Systems weniger in der Aufteilung der Gebiete, innerhalb welcher Banken für die Verbindlichkeiten der anderen haften, sondern am Widerstand, der automatisch von jenen Banken ausgehen muss, die ihre eigene Geschäftstätigkeit im Vergleich zu jener anderer Banken als solider betrachten. Diesem Widerstand hätte wiederum am besten damit begegnen können, indem man die Aufsicht und Bankenprüfung den haftenden Parteien selbst überlässt. Dass Bankenaufsichtsorgane in den auf gemeinschaftlicher Haftung basierenden Systemen in Indiana, Ohio und Iowa ausnahmslos durch eigene Vertreter besetzt worden waren, ist vor diesem Hintergrund nicht verwunderlich, sondern muss als eine logische Folge angesehen werden.

Ein letzter Kritikpunkt des Einlagensicherungssystems von 1933 betrifft die Aufnahme von Banken in das Einlagensicherungssystem. 1970 schrieb Akerlof, der kurz zuvor seinen PhD am Massachusetts Institute of Technology (MIT) erworben hatte, einen Artikel, der sich mit dem Problem von Informationsasymmetrien beschäftigte.[373] 1970 war die Wahl dieses Themas für Kollegen weitgehend unverständlich, da „[o]ne of the defining features of economic theory was its abstraction from reality."[374] Informationsprobleme gehörten nicht zum Problemset der damaligen Schulen. Der zu dieser Zeit herrschende Zeitgeist wird durch den Umstand verdeutlicht, dass Akerlof infolge von „Trivialität" mit Schwierigkeiten zu kämpfen hatte, den Artikel zu publizieren. Ein Begutachter bemerkte zu der von Akerlof behaupteten Ausgeprägtheit des Problems, dass diese, falls wahr, die Wirtschaftswissenschaften grundlegend ändern würde – eine Möglichkeit, die nicht in Betracht gezogen wurde.[375] Dass Akerlofs Publikation zu einem der meistzitierten Artikel der Sozialwissenschaften wurde, zeigt, dass Informationsasymmetrien jedoch von grundlegender Bedeutung sind. Akerlofs „*The Market for Lemons*" dreht sich um den Gebrauchtwagenmarkt und wie Informationsasymmetrien geneigt sind, diesen ineffizient und letztlich nichtfunktional zu gestalten. Da Verkäufer von Gebrauchtwagen in der Regel über mehr Wissen bezüglich der von ihnen verkauften Autos verfügen als potenzielle Käufer, stellt die Anschaffung eines Gebrauchtwagens ein riskantes Unterfangen dar. Im Zentrum steht hierbei die Gefahr, eine „Schrottkiste" („*lemon*") zu erwerben. Diese Gefahr führt zu einem Absinken des durchschnittlichen Preises, sodass Verkäufer qualitativ hochwertiger Gebrauchtwagen ihre Autos vom Markt nehmen und somit qualitativ schlechte Autos

[371] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 113-114.
[372] Calomiris schlägt geografisch überlappende Haftungssysteme vor, um die Qualität infolge von Wettbewerb zu gewährleisten, und verweist auf die Organisation von Clearinghäusern, die nationaler wie internationaler Konkurrenz ausgesetzt sind (Calomiris (1990) – Is Deposit Insurance Necessary, S. 295).
[373] Akerlof (1970) – The Market for Lemons.
[374] Cassidy (2009) – How Markets Fail, S. 151-152.
[375] Cassidy (2009) – How Markets Fail, S. 153.

qualitativ gute vom Markt verdrängen. Die Konsequenz dieser Dynamik ist, dass die Existenz von „hidden information" bzw. Informationsasymmetrien durch „adverse selection" einen Markt zum Erliegen bringen kann.[376] Ein ähnliches Prinzip wird Währungshistorikern geläufig sein. Das Greshamsche Gesetz (*Gresham's Law*) bezeichnet die Gefahr, dass schlechtes Geld gutes Geld aus dem Umlauf verdrängt („Bad money drives out good"). Dieser Effekt setzte historisch immer dann ein, wenn Herrscher das Tauschverhältnis von unterschiedlichen Metallen zueinander falsch festgelegt hatten und in Folge das überbewertete Metallgeld („bad money") das unterbewertete („good money") aus dem Zahlungsverkehr verdrängte, weil letzteres gehortet bzw. im Ausland zu einem vorteilhafteren Tauschverhältnis getauscht wurde.[377] In der Tat ist Gresham's Law dafür verantwortlich, dass Großbritannien 1717 von einem Bimetallsystem zu einem De-facto-Goldstandard wechselte, als Sir Isaac Newton in seiner Funktion als „master of the mint" das Tauschverhältnis von Gold zu Silber zu hoch angesetzt hatte, sodass Silber aus dem Währungsumlauf verschwand.[378]

Auch die Einlagensicherungsexperimente vor 1933 litten, wie oben beschrieben, teilweise beträchtlich unter adverser Selektion, die sich darin bemerkbar machte, dass jene Banken den Schutz der Versicherungssysteme aufsuchten, die diesen am dringendsten benötigten und den Erfolg der Systeme daher am stärksten gefährdeten. Dieser Gefahr beugte der Banking Act von 1933 insofern vor, als er eine verpflichtende Mitgliedschaft nahezu aller Banken vorsah. Somit war die Gefahr, nur riskante Institute unter Versicherungsschutz zu nehmen – zumindest ex ante – ausgeschlossen. Natürlich bedeutete dies vor dem Hintergrund des kurzen Zeitraums, der Bankenaufsichtsbehörden für die Prüfung von Banken zur Verfügung gestanden hatte,[379] auch, dass beinahe alle Banken versichert wurden und darauf vertraut werden musste, dass riskante Institute ex post identifiziert werden könnten.[380]

Dies führt uns zu einem weiteren Bündel an Bestimmungen, die mit der Gründung der FDIC einhergingen. Den oben beschriebenen zahlreichen und teilweise schwerwiegenden Defiziten des Versicherungssystems wurde durch weitere Bestimmungen des Banking Act von 1933 und Banking Act von 1935 zu begegnen versucht. Die diesbezüglich wichtigsten gesetzlichen Bestimmungen betreffen

[376] Akerlof (1970) – The Market for Lemons.
[377] Hierbei handelte es sich um ein typisches Arbitragegeschäft, das risikolose Gewinne ermöglichte.
[378] Eichengreen (2008) – Globalizing Capital, S. 6.
[379] Die „*initial admission examination*", nach welcher Banken FDIC-Schutz erhielten, war 1934 abgeschlossen worden. Es muss angenommen werden, dass ein Jahr wenig mehr als eine oberflächliche Prüfung von mehr als 14.000 Banken, die im Juni 1934 FDIC-versichert waren (Federal Reserve Board (1935) – Federal Reserve Bulletin, S. 468) zugelassen hatte – insbesondere da der Bankensektor durch eine vierjährige Bankenkrise am Boden lag und von vielen Vermögenswerte angenommen werden muss, dass diese schwer zu bewerten waren.
[380] Die FDIC schreibt, dass sich nach Anfang 1934 der Schwerpunkt ihrer Tätigkeit von der Evaluierung der Mindestvoraussetzungen auf die Stärkung schwächerer Banken verlagerte. Dass diese erst identifiziert werden mussten, wird freilich nicht erwähnt. Siehe hierzu FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 34.

die erweiterten Rechte hinsichtlich der Regulierung, Aufsicht und Prüfung von Banken durch staatliche Behörden. Es ist kein Zufall, dass diese erweiterten Rechte und Pflichten staatlicher Aufsichts- und Regulierungsbehörden in denselben Gesetzen wiederzufinden sind, die die Gründung der FDIC veranlassten; vielmehr stellen sie eine durch die Einführung von Einlagensicherungssystemen generell bedingte Notwendigkeit dar:[381] „Regulation is not an alternative to deposit insurance but rather a necessary complement. That is how distortions are eliminated-by regulating banks."[382]

Dass der Schutz von Einlagen eine stärkere Regulierung und Aufsicht von Banken nötig machte, war schon 1829 erkannt worden. Die erstmalige Einführung eines Versicherungsschutzes von Bankobligationen in New York hatte 1829 den Grundstein für die moderne Banküberprüfung gelegt. Auch vor 1829 hatten Regierungen aus dem einfachen Grund, dass sie oft an den Banken direkt beteiligt gewesen waren, Berichte zur Lage der Banken gefordert und hatten sich das Recht vorbehalten, Banken bei Bedarf zu besuchen. Doch beinhalteten diese „Banküberprüfungen", sofern diese überhaupt als notwendig erachtet wurden, wenig mehr als die sporadische Überprüfung der Veröffentlichung der Geschäftssituation auf ihre Richtigkeit. Selten wurden dem Prüfer dabei detaillierte Informationen über Anlagewerte gegeben oder Fragen hinsichtlich der Qualität bestimmter Vermögenswerte erlaubt.[383]
Mit Einführung des Sicherungssystems 1829 wurde die staatliche Überprüfung jedoch signifikant erweitert und institutionalisiert. Das neue Gesetz sah eine dreimalige Überprüfung jährlich alle vier Monate für alle Finanzinstitute („every moneyed corporation") durch die Bankkommissare („Bank Commissioners") vor, bei welchen den Prüfern vollumfänglicher Zugang zu allen geforderten Bankdokumenten gewährt werden musste. Darüber hinaus waren weitere Prüfungen vorgesehen, wenn mindestens drei dem Sicherungsfonds angehörige Banken eine Untersuchung einer anderen Bank wünschten. Die Kommissare hatten außerdem jährlich einen Report zu den Ergebnissen ihrer Bankenprüfungen zu legen.[384] Der neue Charakter einer solch umfassenden Banküberprüfung ist aus Reaktionen auf die oben genannten Bestimmungen abzulesen. Golembe & Warburton (1958) zitieren, ohne eine Quelle zu nennen, eine gegen das Gesetz vorgebrachte Kritik:

> *„The powers granted those commissioners are such, as never ought to be placed in the hands of any three men, be their qualifications what they may, or their characters ever so pure and unsullied … If the proposed law shall go into effect, the fiscal affairs of every man must be laid bare to the view of these commissioners …* […] *It is surely improper, that spies and inquisitors should be commissioned to look after the conduct and actions of those who have conducted*

[381] Siehe hierzu u.a. Bhattacharya, Boot & Thakor (1998) – Economics of Bank Regulation, 756; Bhattacharya & Thakor (1993) – Contemporary Banking Theory, 31.
[382] Kareken & Wallace (1978) – Deposit Insurance and Bank Regulation, S. 415.
[383] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-14-II-15.
[384] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-15.

> *well, and thus fasten on them, oblique [sic] and mistrust, not merited or warranted by their acts …"*[385]

Auch Golembe & Warburton (1958) argumentieren, dass die gesetzliche Anordnung von zwei derart wichtigen Bankinnovationen keinen Zufall darstellen konnte: Regelmäßige Bankenprüfungen begegneten einerseits der Kritik jener, die in der Bereitstellung der Versicherung von Verbindlichkeiten eine Förderung von riskanten und waghalsigen Geschäftstätigkeiten sahen. Andererseits waren Bankenprüfungen dazu angetan, die Akzeptanz gegenseitiger Haftung der teilnehmenden Banken zu fördern.[386] Ähnliche Motive hatten wohl die Gesetzgeber 1933 und 1935 geleitet.
Obgleich regelmäßige Prüfungen in New York mit Übertragung dieser Aufgabe auf den Comptroller 1843 zugunsten von Prüfungen bei Verdacht auf nicht korrekte Bilanzierung oder auf eine gefährdete Lage des Instituts eingestellt wurden,[387] so bleibt doch anzumerken, dass es sich hierbei um einen wichtigen Schritt in Richtung einer modernen Bankenaufsicht handelte. Außerdem legt die drastische Verschärfung der Bankenaufsicht nahe, dass die aus Sicherungssystemen resultierende Gefahr der Förderung von riskantem Verhalten von Seiten der Banken bereits 1829 erkannt oder zumindest erahnt wurde.

Hatte die Initialisierung der Ära der Einlagesicherungssysteme 1829 den Grundstein heutiger Bankregulierung und -aufsicht in den USA gelegt, so wurden diese mit dem Banking Act von 1933 und 1935 weiterentwickelt, institutionalisiert und vereinheitlicht. Neben der Befugnis, einzelne Banken vom Versicherungssystem auszuschließen und versicherte Banken zu überprüfen, oblag es der FDIC, über Herabsetzungen des Kapitalstocks, Konsolidierungen oder Fusionen und Übernahmen als auch über die Eröffnung neuer Filialen zu entscheiden sowie bestimmte „destructive competitive practices" zu verhindern.[388] In diesem Sinne bedingte die Einführung US-weiter Einlagensicherung die gleichzeitige Vereinheitlichung staatlicher Regulierung und Aufsicht von Banken.[389]

Hinsichtlich der Verhinderung destruktiver Wettbewerbspraktiken regulierte der Banking Act von 1933 die Höhe von Zinssätzen, die dem Federal Reserve System angehörige Banken auf Einlagen zu zahlen berechtigt waren.[390] Unter der sogenannten „*Regulation Q*" war es Banken ab 1933 generell untersagt, Zinsen auf Sichteinlagen (jederzeit behebbare Einlagen) zu zahlen („*No member bank shall, directly or*

[385] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-16.
[386] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-16.
[387] Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866, S. II-17.
[388] o.A. (1936) – Federal Insurance of Deposits, S. 814; Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 760.
[389] Preston (1935) – The Banking Act von 1935, S. 760.
[390] Für einen Überblick über historische Begrenzungen von Zinsen, siehe Luttrell (1968) – Interest Rate Controls und Cox (1967) – Regulation of Interest on Deposits. Für eine ausführliche Betrachtung von Zinsen im Generellen seit sumerischer Zeit, siehe Homer & Sylla (2005) – History of Interest Rates.

indirectly by any device whatsoever, pay any interest on any deposit which is payable on demand […]"[391]). Die Zinssätze, die auf Festgeldanlagen (d.h. Einlagen, die für eine bestimmte Zeit gebunden sind) ausbezahlt werden durften, waren gemäß dem Banking Act von 1933 regelmäßigen Überprüfungen durch das Federal Reserve Board unterworfen, das, abhängig von Laufzeiten und Konditionen, unterschiedliche Zinsobergrenzen für Festgeldanlagen festzusetzten befugt war.[392] Die für *member banks* des Federal Reserve Systems seit 1933 geltenden Vorschriften wurden mit dem Banking Act von 1935 auf Nicht-Mitgliedsbanken unter Versicherungsschutz ausgeweitet.[393] Die Festlegung von Zinsobergrenzen verfolgte mehrere Zwecke: Neben dem erhofften Effekt, dass durch die Begrenzung von Habenzinsen der den Kreditnehmern berechnete Sollzins gesenkt würde und Banken kleiner Gemeinden geschützt würden,[394] war die vordergründige Absicht von „*Regulation Q*" die Verhinderung, dass Zinsen als Instrument zur Anziehung von Einlagen benutzt würden, indem diese in die Höhe getrieben würden.[395] Indem Banken daran gehindert wurden, Zinsen über einem gewissen Höchstsatz zu zahlen, sollte Banken der Anreiz genommen werden, infolge von „*ruinous competition*" Zinssätze in die Höhe zu treiben, deren hohe Kosten Banken dazu gezwungen hätten, riskante Anlageentscheidungen mit potenziell hohen Erträgen zu treffen, um dieselben finanzieren zu können.[396] Auch *„Regulation Q"* verfolgte somit die Absicht, die Gefahr durch Moral Hazard abzuschwächen.

Eine letzte Bestimmung hinsichtlich der Gesetzte von 1933 und 1935, die die Absicht verfolgte, Moral Hazard zu minimieren und somit den Finanzsektor sicherer zu gestalten, war die Trennung von Geschäftsbankentätigkeiten und Wertpapierdienstleistungen, deren vier betreffende Sections oft als Glass-Steagall Act bezeichnet werden.[397] Die Begründung eines Trennbankensystems ist einerseits der Person Steagall zuzuschreiben, der die Vermischung der beiden Geschäftsfelder als gefährlich erachtete – und in ihr eine der Hauptursachen der Weltwirtschaftskrise sah –, und andererseits der weitverbreiteten öffentlichen Meinung, die weitgehend mit jener Steagalls übereinstimmte. Obgleich

[391] Banking Act von 1933 – Sec. 11 (b).
[392] Banking Act von 1933 – Sec. 11 (a).
[393] Luttrell (1968) – Interest Rate Controls, S. 9.
[394] Luttrell (1968) – Interest Rate Controls, S. 9.
[395] Luttrell (1968) – Interest Rate Controls, S. 9 und Rolnick (1987) – Benefits of Bank Deposit Rate Ceilings, S. 2.
[396] Keeton (1984) – Deposit Insurance and the Deregulation of Deposit Rates, S. 38. Siehe hierzu außerdem Rolnick (1987) – Benefits of Bank Deposit Rate Ceilings, der einen Überblick einschließlich einer Kritik über einige Studien gibt, die die Korrelation zwischen Zinssätzen und die Risikoneigung von Banken untersuchen, sowie eine eigene Studie mit einem erweiterten Datenset präsentiert, die auf eine positive Korrelation hinweist.
[397] Der Begriff "Glass-Steagall Act" wird in der Fachliteratur, aber insbesondere in den Medien, weitgehend inkonsistent gebraucht. Üblicherweise werden darunter die vier das Trennbanksystem konstituierende Sections des Banking Act von 1933 verstanden, häufig jedoch auch der Banking Act von 1933 in seiner Gesamtheit. Seltener werden die beiden Banking Acts der Jahre 1933 und 1935 zusammen als Glass-Steagall Act bezeichnet. Weil die beiden Namensgeber Glass und Steagall am Verfassen all dieser Gesetze maßgeblich beteiligt waren, haben aber all diese Verwendungen ihre Berechtigung.

Studien belegen, dass Wertpapieremissionen von Geschäftsbanken vor 1933 generell nicht von minderer Qualität waren als jene von spezialisierten Investmentbanken,[398] waren dem Kongress im Zuge der Diskussion zum Glass-Steagall Act eine große Anzahl an Fällen vorgelegt worden, die den Interessenkonflikt von Wertpapier-emittierenden Geschäftsbanken – unter anderem Insider-Trading und Betrug – aufzeigten.[399] Selbst wenn vor 1933 die Emissionen von Geschäftsbanken keine systematischen Qualitätsmängel aufzuweisen hatten, so machte die Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken 1933 insofern Sinn, als es diese erlaubte, die zu diesem Zeitpunkt eingerichtete Versicherung von Bankverbindlichkeiten auf jenen Bereich einzugrenzen, für welchen sie gedacht war – das eigentliche Bankengeschäft.

Wollte man die Gesetze, die mit der Einführung der FDIC in Zusammenhang stehen, auf deren Grundlage allein und somit losgelöst von den Entwicklungen der folgenden Jahrzehnte beurteilen, so ergibt sich kein klares Bild. Die Gefahr durch Moral Hazard war meines Erachtens stark unterschätzt worden. Dem gegenüber zielten einige gesetzliche Regelungen darauf ab, diese Gefahr durch eine stärkere Regulierung und Aufsicht von Banken zu reduzieren. Die größte Bedeutung hatte in dieser Hinsicht die Regulierung der Höchstzinssätze. Tatsächlich kaschierte „*Regulation Q*" – zumindest vorübergehend – gravierende strukturelle Defizite des Einlagensicherungssystems, deren volle Tragweite erst mit der Eliminierung der Höchstzinssätze ersichtlich wurde. Als innovative Bestimmung, die zwangsläufig zum Erfolg des Systems beitragen musste, kann „*Regulation Q*" jedoch nicht angesehen werden. Auch Kansas hatte 1909 eine Zinsobergrenze eingeführt, die den Untergang von Banken und schließlich des Einlagensicherungssystems selbst trotz der strikten Regulierung und Prüfung nicht hatte verhindern können.[400] Freilich verhinderte der verbindliche Beitritt aller Banken im Einlagensicherungssystem von 1933 eine Wiederholung einer „Auslese der Schlechtesten" wie in Kansas.[401] War 1933 also eine Ausprägung der Probleme von Informationsasymmetrien in Form von adverser Selektion beseitigt worden, so blieb die andere daraus resultierende wesentliche Gefahr durch Moral Hazard bestehen. Um dieser Gefahr zu begegnen, musste die mit den Gesetzen 1933 und 1935 vorgesehene bessere Aufsicht, Prüfung und Regulierung von Banken einsetzen. Inwiefern diese Regelungen dem Problem zu begegnen geeignet waren, kann nur vor dem Hintergrund der Erfahrungen der folgenden Jahre und Jahrzehnte beurteilt werden. Dies wird das Ziel der nächsten Kapitel darstellen.

Abschließend sei hier angemerkt, dass es vor dem Hintergrund späterer Entwicklungen besonders bedauernswert ist, dass 1933 vom Gesetzgeber kein Versuch unternommen wurde, jene

[398] Siehe hierzu White (1986) – Before the Glass-Steagall Act; Kroszner & Rajan (1994) – Is the Glass-Steagall Act Justified.
[399] Shughart (1988) – Public Choice Perspective of the Banking Act von 1933, S. 596.
[400] Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits, S. 113-114.
[401] Wheelock & Kumbhaker (1995) – Which Banks Choose Deposit Insurance, S. 189-193.

Charakteristika früherer Einlagensicherungssysteme zu identifizieren, die sich als praktikabel erwiesen hatten. Dadurch wurde es verabsäumt, ein anreizkompatibles Einlagensicherungssystem zu schaffen. Wie bereits angesprochen, muss die Gestaltung eines solchen kurzfristig zwar als aufwendig angesehen werden, langfristig ist ein solches jedoch kosteneffizienter als solche, die zwar relativ leicht eingeführt werden können, mittel- und langfristig infolge perverser Anreize jedoch fast zwangsläufig zur Instabilität des Finanzsystems führen müssen.

4 SELEKTIVE LIBERALISIERUNG

4.1 EINLEITUNG

Wenn die *Great Depression* einen ersten definierenden Moment für die weiteren Jahrzehnte darstellte, so sind die 1970er und 1980er Jahre ein zweiter, nicht weniger definierender Moment, deren paradigmenwechselnder Charakter durch die zahlreichen Krisen seit diesem Jahrzehnt und die stark unterschiedliche Entwicklung des Finanzsektors vis-à-vis des Nicht-Finanzsektors widergespiegelt wird. Insbesondere müssen bei einem Versuch, die wirtschaftshistorischen Faktoren herauszuarbeiten, um die Finanzkrise 2007-2009 zu erläutern, zwei Entwicklungen erklärt werden, die in den beiden nachfolgenden Grafiken verdeutlicht werden.

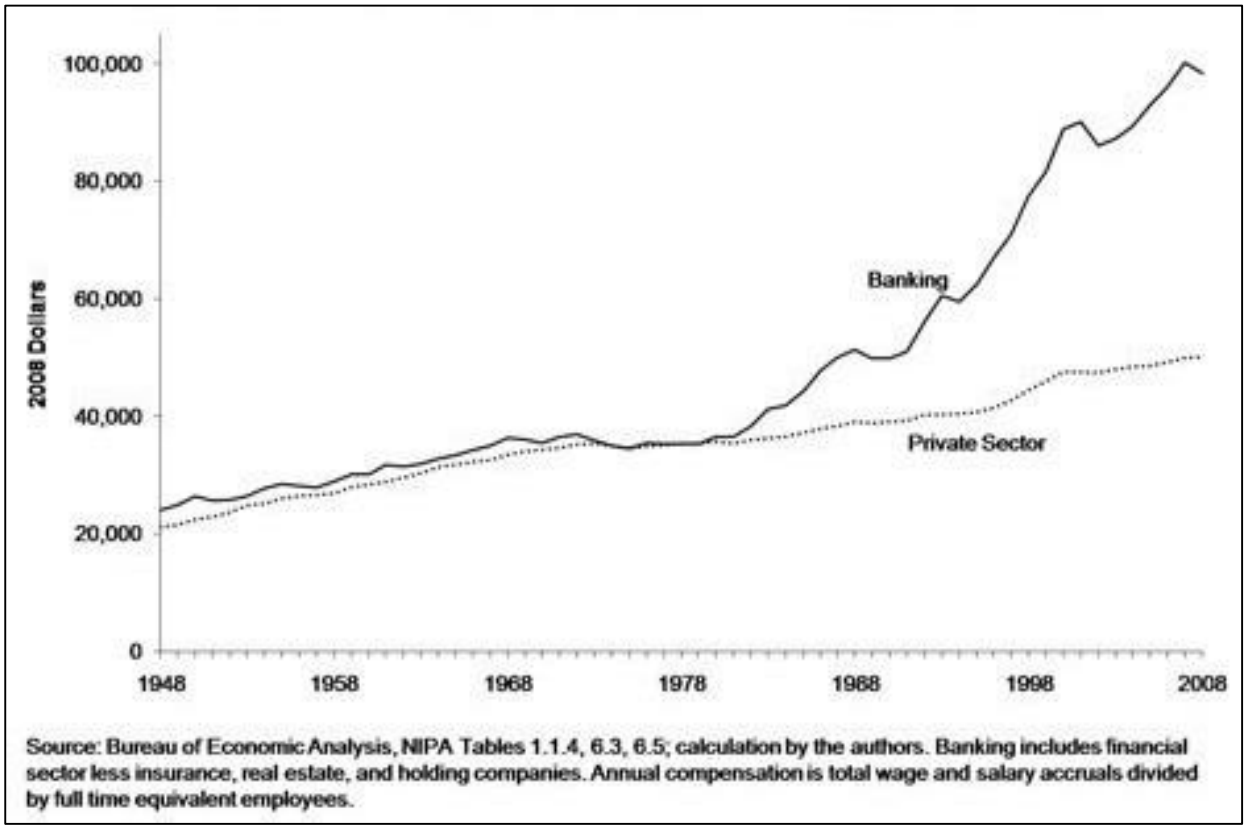
Abbildung 3: Reale Unternehmensgewinne des Finanz- und Nicht-Finanzsektors, 1929-2009



Quelle: Simon Johnson & James Kwak – 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown. Pantheon Books, New York 2010, S. 61.

Abbildung 3 zeigt die realen Unternehmensprofite des Finanzsektors gegenüber jenen des Nicht-Finanzsektors. Während sich die Profite beider Sektoren seit der Weltwirtschaftskrise bis in die 1980er Jahre im Durchschnitt parallel zueinander entwickelt hatten, begannen die um die Inflationsrate bereinigten Unternehmensgewinne des Finanzsektors seit Mitte der 1980er Jahre signifikant schneller zu steigen als jene des Nicht-Finanzsektors. In den 25 Jahren zwischen 1980 und 2005 erhöhten sich die Gewinne von Finanzunternehmen inflationsbereinigt um 800%, während die Gewinne von Nicht-Finanzunternehmen lediglich um 250% zunahmen.[402]

Abbildung 4: Durchschnittseinkommen im Bankensektor und in der Gesamtwirtschaft, 1948-2008



Quelle: Simon Johnson & James Kwak – 13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown. Pantheon Books, New York 2010, S. 115.

Wie *Abbildung 4* zu entnehmen ist, begannen etwa zeitgleich mit der Abkapselung der Unternehmensgewinne von Finanzunternehmen auch die Gehälter von Angestellten im Bankensektor im Vergleich zu jenen anderer Sektoren extrem anzusteigen. Während das Entlohnungsniveau insgesamt konstant anstieg, erfuhr jenes des Bankensektors ab den 1980er Jahren einen explosionsartigen Anstieg.

[402] Johnson & Kwak (2010) – 13 Bankers, S. 60.

Beide Entwicklungen erscheinen abnorm. Aus diesem Grund ist eine Analyse der breiten Entwicklungen der 1970er und 1980er Jahre angebracht, die die zunehmende Diskrepanz zwischen dem Finanzsektor und dem Nicht-Finanzsektor unter Umständen zu erklären vermögen. Folgende Punkte sind in diesem Zusammenhang festzuhalten: (1) Vom Ende des Zweiten Weltkriegs bis in die frühen 1970er Jahre war eine Phase hohen Wirtschaftswachstums, die häufig mit dem Vorherrschen keynesianischer Wirtschaftspolitik in Zusammenhang gebracht wird. (2) Seit Ende der 1960er Jahre war die Weltwirtschaft jedoch zunehmend von Schwierigkeiten geprägt. Diese Probleme hatten spätestens seit den 1960er Jahren zur Erosion keynesianischer Wirtschaftsansichten geführt, sodass diese erst durch den Monetarismus und schließlich durch den Neoliberalismus ersetzt wurden. (3) Der Neoliberalismus erfuhr – zumindest oberflächlich – ab den 1950er Jahren eine Verifizierung von akademischer Seite. (4) Neoliberale Politik, basierend auf akademischer Forschung, führte zu weitgehender „Liberalisierung". (5) Diese Liberalisierung materialisierte sich in der Beseitigung Risiko-reduzierender Regulierung aus der New-Deal-Ära und traf auf einen Finanzsektor, der sich infolge der ebenfalls nach der Weltwirtschaftskrise eingeführten Einlagensicherung riskanter entwickelt hatte. Diese explosive Mischung führte in den folgenden Jahrzehnten zu zahlreichen Krisen, die wiederholt staatliche Stützmaßnahmen auslösten. Diese zu Beginn implizit empfundenen Garantien wurden mit wiederkehrender Anwendung teilweise explizit gestaltet und trugen so zu einem stetig wachsenden Risikoverhalten der Finanzinstitute bei.[403]

4.2 VOM GOLDENEN ZEITALTER ZUM NEOLIBERALISMUS

4.2.1 DAS GOLDENE ZEITALTER

Die Jahrzehnte, die auf das Ende des Zweiten Weltkriegs folgten, sind in vielerlei Hinsicht besonders und von bemerkenswerter Stabilität als auch wirtschaftlicher Prosperität gekennzeichnet. In dieser Hinsicht stellt die Zeit nach Ende des Zweiten Weltkriegs einen krassen Gegensatz zum Zeitraum nach Ende des Ersten Weltkriegs 1918 dar.

Nach dem Ersten Weltkrieg hatte England seine dominante Rolle als führende Wirtschaftsmacht verloren, und die gestärkt aus dem Krieg hervorgegangenen Vereinigten Staaten waren nicht gewillt gewesen, Englands führende Rolle zu übernehmen. Die Konsequenz war wirtschaftliches Chaos, in welchem internationale Kooperation fehlte und Staaten durch protektionistische Maßnahmen ihrer Lage Herr zu werden versuchten. [404] Internationale Kooperation reduzierte sich durch die

[403] Siehe hierzu das Kapitel 6 (ZEITALTER DER INKONSISTENZ: 1980-2007).
[404] Berend (2006) – Economic History of Europe, S. 192.

Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren abermals, als Kapitalverkehrskontrollen und insbesondere Einfuhrbeschränkungen den internationalen Warenverkehr stark behinderten.[405] Obwohl diese Restriktionen das Wachstum des internationalen Warenverkehrs nicht gänzlich aufzuhalten vermochten, schwächte sich dieses doch signifikant ab.[406]

Nach Berend (2006) stellten die Weltwirtschaftskrise und der Zweite Weltkrieg für die internationale Staatengemeinschaft eine bittere, aber unvergessliche Lehre dar, die dazu führte, dass nach 1945 in völlig anderer Weise auf die durch den Zweiten Weltkrieg hervorgerufene Zerstörung reagiert wurde als 1918.[407] Schon während des Krieges waren in Bretton Woods im US-Bundesstaat New Hampshire Vertreter von 44 Staaten zusammengekommen, um die Errichtung eines internationalen stabilen Finanzsystems nach Ende des Krieges zu diskutieren. Das nach seinem Ursprungsort benannte **Bretton-Woods-System** war ein Gold-basiertes Währungssystem, das jedoch in drei Punkten von vorherigen Goldstandard-Systemen abwich: (1) Die Währungen waren gekoppelt, aber anpassbar, wenn sogenannte „fundamental disequilibria" vorlagen. (2) Kapitalkontrollen waren vorgesehen, um volatile Kapitalströme zu verhindern, die während der Zwischenkriegszeit die wirtschaftliche Aktivität behindert hatten. (3) Der Internationale Währungsfonds (IWF) wurde als übernationale Institution eingeführt, um die Wirtschaftspolitik der Mitgliedsstaaten zu überwachen und gegebenenfalls kurzfristig Zahlungsbilanzdefizite von Mitgliedsstaaten auszugleichen. Somit waren die Wechselkurse der dem Bretton-Woods-System angehörigen Staaten durch Kapitalkontrollen geschützt, die die Länder von Kapitalströmen isolierten. Bei temporären Zahlungsbilanzproblemen konnte der IWF Kredite gewähren, und bei anhaltenden Problemen war die Abwertung von Währungen möglich.[408]

Ein weiterer wichtiger Faktor, der die Zeit nach 1945 von jener nach 1918 abgrenzte, war neben den immer noch im Gedächtnis verbleibenden Erfahrungen eines Großteils der Bevölkerung mit den Wirren und der Gewalttätigkeit der Zwischenkriegszeit, die zu einer ideologischen und politischen Mäßigung führten,[409] die US-amerikanische Bereitstellung von Hilfeleistung an Europa, die die europäische Kooperation sicherte und somit eine Wiederholung der nationalistisch-protektionistischen (Wirtschafts-)Politik der Zwischenkriegszeit verhinderte.

Diese Hilfeleistung der USA an Europa in Form des **European Recovery Program**, inoffiziell **Marshallplan** (**Marshall Aid**) genannt, sollte dem *Dollar Gap* begegnen, der den intra-europäischen Handel lähmte und somit die europäische Wirtschaftsleistung unter seinem Potenzial hielt. Unmittelbar nach 1945 war das Hauptaugenmerk Europas darauf ausgerichtet, seine Industrie wieder aufzubauen. Europa

[405] Kenwood & Lougheed (2010) – International Economy 1820-2000, S. 193-209.
[406] Kenwood & Lougheed (2010) – International Economy 1820-2000, S. 211.
[407] Berend (2006) – Economic History of Europe, S. 192.
[408] Eichengreen (2008) – Globalizing Capital, S. 91-92.
[409] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 65.

produzierte jedoch sehr wenig der dafür benötigten Kapitalgüter, vor allem da Deutschland nach wie vor von den Alliierten beherrscht wurde, die dessen Produktion einschränkten. Auch die USA stellten die benötigten Kapitalgüter her, doch waren infolge des Krieges die Dollar- und Goldreserven der europäischen Staaten 1947 nahezu vollständig aufgebraucht. Da die europäischen Staaten darüber hinaus andauernde Leistungsbilanzdefizite aufzuweisen hatten, während die Vereinigten Staaten kontinuierliche Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschafteten, konnten die benötigten Kapitalgüter nicht importiert werden.[410] Der Marshallplan stellte den europäischen Staaten daher US-Dollar zur Verfügung, die zum Erwerb der Kapitalgüter benötigt wurden, die wiederum einen essenziellen Schritt hin zur Produktion von Exportgütern darstellten, durch welche man in den Besitz von US-Dollar kommen würde: „The Marshall Plan thus solved the catch-22 of having to export in order to pay for imports but being unable to produce for export without first importing materials and machinery.“[411] Im Gegenzug für die Dollar-Hilfe verpflichteten sich die europäischen Staaten, Importbeschränkungen im binneneuropäischen Handel aufzuheben, die dazu gedient hatten, US-Reserven zu schützen. Als man 1949 die überbewerteten Währungen Europas, die die Staaten wettbewerbsunfähig gestaltet hatten und weiterhin den binnen-europäischen Handel behinderten, da die europäischen Staaten aus Angst vor einer möglichen Abwertung anderer Währungen deren Annahme verweigerten, abwerten ließ, waren die Weichen für rapides wirtschaftliches Wachstum sowohl in Europa als auch den USA gestellt.[412]

Tabelle 1 verdeutlicht, dass die US-Nachkriegszeit von starkem, wenngleich teilweise erratischem Wachstum geprägt war.[413] Begünstigt durch eine Aufholphase, in welcher der durch den Weltkrieg bedingte Outputverlust nachgeholt werden musste und Kriegsschäden repariert werden mussten,[414] präsentierte sich auch das europäische Wirtschaftswachstum während der Nachkriegszeit als äußerst robust.

[410] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 59-60.
[411] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 59-60.
[412] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 76-77.
[413] Die Wachstumsraten für die US-Wirtschaft sind online verfügbar unter http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=g1p (18.12.13).
[414] Für eine ausführliche Analyse der europäischen Wirtschaftsgeschichte nach 1945 siehe Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945.

Tabelle 1: Wirtschaftswachstum und Inflation, 1951-2000

	1951-1960	1961-1970	1971-1980	1981-1990	1992-2000
	Vereinigte Staaten				
REALES WIRTSCHAFTSWACHSTUM					
jährlicher Durchschnitt	3,50%	4,20%	3,30%	3,20%	3,60%
Standardabweichung	2,90%	2,00%	2,50%	2,20%	0,60%
INFLATION					
durchschnittl. Inflation	2,10%	2,80%	7,90%	4,70%	2,60%
Standardabweichung	2,30%	1,70%	3,10%	2,20%	0,50%
	EU-15-Staaten				
REALES WIRTSCHAFTSWACHSTUM					
jährlicher Durchschnitt	4,80%	4,80%	3,00%	2,40%	2,10%
Standardabweichung	1,40%	0,90%	1,70%	1,20%	1,10%
INFLATION					
durchschnittl. Inflation	3,60%	3,90%	10,80%	6,70%	2,40%
Standardabweichung	3,00%	0,80%	2,80%	2,90%	0,90%

Quelle: Barry Eichengreen – The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism & Beyond (Princeton Economic History of the Western World). Princeton University Press, Princeton 2008, S. 30.

Das abnorme Wirtschaftswachstum Europas in der Nachkriegszeit, mehr noch als jenes der Vereinigten Staaten, ist naheliegend. Von großer Bedeutung für die Erklärung desselben ist hier die Ausgangslage Europas nach 1945. Von 1870 bis 1913 hatte sich die Lücke der Wirtschaftsleistung pro Kopf zwischen Europa und den USA von rund einem Viertel auf mehr als 40% vergrößert. Durch den Ersten Weltkrieg, die Adaption moderner Fließband-Methoden und die Kommerzialisierung neuer Technologien wie dem Radio in den USA in den 1920er Jahren hatte sich diese Lücke bis zum Ausbruch der Weltwirtschaftskrise 1929 noch weiter vergrößert. Obgleich sich die Lücke in den 1930er durch die Weltwirtschaftskrise, die die Vereinigten Staaten besonders schwer getroffen hatte, auf ein Drittel reduzierte, betrug diese 1950 infolge der dramatischen Auswirkungen des Krieges wieder 53%.[415]

Somit bot sich für Europa nach dem Krieg ein großzügiger Spielraum für hohes Wirtschaftswachstum sowohl durch *catch-up growth* als auch *convergence growth*: Zum einen hatte man acht Jahre an versäumtem Wirtschaftswachstum während des Krieges aufzuholen (*catch-up*). Bei einer durchschnittlichen kumulierten Wachstumsrate von 2,2%, die vor dem Weltkrieg in Europa gemessen wurde, betrug diese Lücke an Wirtschaftsleistung und Kapitalstock rund 20%. Zieht man in Betracht, dass Investitionen durch die von Unruhe und Unsicherheit gekennzeichneten Zustände der 1920er

[415] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 18 u. 23.

Jahre und die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre unnatürlich niedrig waren, so war diese Lücke noch größer.[416] Zum anderen war weiteres Potenzial vorhanden, sofern man sich hinsichtlich Produktivität an die USA annähern konnte (*convergence*).[417] Der Übergang von Kriegsproduktion hin zu Friedensproduktion wurde dabei durch eine planmäßige Lenkung staatlicher Behördenapparate erleichtert. Diese konnten nach der Schablone der Vereinigten Staaten Kapitalinvestitionen in benötigte Industriezweige lenken, womit ein langwieriger marktwirtschaftlicher Prozess des *trial and error* zur Ermittlung eines optimalen Produktionsmix vermieden werden konnte.[418]

Angesichts der wirtschafts- und gesellschaftspolitischen Gestaltung der Staaten des Nachkriegseuropas stellt Clark deswegen fest: „Keynesianism offered a state ideology entirely appropriate to the conditions of the post-war boom."[419] Ruggie (1982) münzte 1982 für das wirtschaftspolitische System der Nachkriegszeit den Begriff „embedded neoliberalism". Dieser, argumentiert Ruggie, vermied die nationalistische Wirtschaftspolitik der Zwischenkriegszeit zugunsten multilateraler Beziehungen und Freihandelsabkommen, die wiederum durch interventionistische Maßnahmen in den einzelnen Nationalstaaten gewährleistet wurden.[420] „Embedded liberalism" wird seither als eine Kombination zweier sich zum Teil widersprechender Zielsetzungen verstanden. Einerseits war das System durch eine marktwirtschaftliche Orientierung sowie durch internationalen Handel und internationale Kooperation geprägt. Parallel dazu zeichneten sich die Nachkriegsstaaten durch die Verpflichtung zur Vollbeschäftigung und zu wirtschaftlichem Wachstum aus. Um diese Zielsetzungen zu erreichen, wurde dem Staat die Möglichkeit zugesprochen, wenn nötig zu intervenieren oder gar marktwirtschaftliche Prozesse auszusetzen und zu ersetzen, in Hinblick auf die Gewährleistung von Vollbeschäftigung wurde auf die keynesianische Verwendung von Fiskal- und Geldpolitik gesetzt, um den Konjunkturzyklus abzumildern. Ein Kompromiss zwischen Kapital und Arbeit wurde generell als Garant eines stabilen Staats gesehen, der zur Bereitstellung eines ausgeprägten Wohlfahrtsstaats führen sollte. Insofern das Bretton-Woods-System die Kontrolle von Kapitalströmen erlaubte, waren Marktkräfte in den einzelnen Nationalstaaten eingebettet („embedded"). Diese dem Staat unterworfenen Kapitalströme sollten so die Bereitstellung eines Wohlfahrtsstaates erlauben, ohne eine Kapitalflucht fürchten zu müssen.[421]

---

[416] Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945, S. 21-22.

[417] Natürlich sollte eine vollkommene Annäherung Europas an die USA nicht so schnell möglich sein. Durch den Reichtum sowohl an Land als auch an natürlichen Ressourcen und einen großen Binnenmarkt sowie eine ausgeprägte Mobilität von Arbeitskräften hatten die Vereinigten Staaten besonders vorteilhafte Voraussetzungen für ein starkes wirtschaftliches Wachstum generell (Kenwood & Lougheed (2010) – International Economy 1820-2000, S. 18-19).

[418] Ähnliche Institutionen zur Lenkung der industriellen Produktion in der Nachkriegszeit in marktwirtschaftlichen Systemen wurden unter anderem in Japan mit dem *Ministery of International Trade and Industry* (MITI) eingerichtet.

[419] Clarke (1988) – Crisis of the State, S. 275.

[420] Ruggie (1982) – Embedded Liberalism, S. 393.

[421] Harvey (2007) – Neoliberalism, S. 10-11.

Wie Tabelle 1 verdeutlicht, war der Zeitraum von 1950 bis 1970 sowohl in den USA als auch in Europa ein bemerkenswerter. Neben einem hohem Wirtschaftswachstum von 4,8% zwischen 1951 und 1970 in Europa bzw. 3,4% in den 1950er und 4,2% in den 1960er Jahren in den USA, blieb die durchschnittliche Arbeitslosenrate im selben Zeitraum im niedrigen einstelligen Bereich (1950-1973: 3,8% in den USA und 2,6% in Westeuropa[422]).

Nicht weniger bedeutend ist der Umstand, dass dieses starke Wirtschaftswachstum seinen Niederschlag nicht nur in einem Anstieg der Wirtschaftsleistung fand, sondern alle Einkommensschichten gleichermaßen begünstigte. Goldin & Margo prägten in einem 1991 erschienen Artikel den Begriff „*Great Compression*" für die Annäherung von Löhnen während der 1940er Jahre. In den Jahren nach Ausgang des Zweiten Weltkriegs konvergierten die Löhne der Niedrig- und Bestverdienenden, jene der unausgebildeten Arbeiter im Vergleich zu Hochschulabsolventen als auch jene zwischen Arbeitern verschiedener Regionen in den Vereinigten Staaten. In Goldin und Margos' Worten: *"When the United States emerged from war and depression it had not only a considerably lower rate of unemployment, it also had a wage structure more egalitarian than at any time since."*[423] Diese „*Kompression*" der 1940er Jahre blieb, nachdem sie sich in den 1950er und 1960er Jahren geringfügig zurückentwickelt hatte, bis in die 1970er Jahre konstant.

Dass die ein Viertel Jahrhundert umfassende Epoche nach Ausgang des Zweiten Weltkriegs eine außergewöhnliche Periode darstellte, belegt die Tatsache, dass auf diese oft mit dem Ausdruck *Golden Age* verwiesen wird – eine Tatsache, die auch vielen Zeitgenossen nicht verborgen blieb: Galbraith schrieb hierzu in seinem 1958 erstmals erschienenem Buch „*The Affluent Society*", dass das Problem der Produktion gelöst wäre, die Konsumenten am Rande der Sättigung stünden und dass nun die Zeit wäre für „expelling pain, tension, sorrow, and the ubiquitious curse of ignorance."[424] US-Präsident Johnson sprach 1964 an der University of Michigan gar von einer „*Great Society*", die auf „abundance and liberty for all" basierte.[425] Marglin & Schor nannten 1991 die Zeit ein „golden age of capitalism"[426], Kenwood & Lougheed referrierten auf den Zeitraum von 1950 bis 1973 mit dem Begriff „*Golden Age*",[427] und Minsky stellte 1982 fest:

> *„The most significant economic event of the era since World War II is something that has not happened: there has not been a deep and long-lasting depression. As measured by the record*

[422] Madison (2006) – World Economy I, S. 134.
[423] Goldin & Margo (1991) – The Great Compression, S. 1.
[424] Galbraith (1998) – The Affluent Society, S. 256.
[425] Johnson (1964) – Rede am 22. Mai.
[426] Marglin & Schor (1991) – Golden Age of Capitalism.
[427] Kenwood & Lougheed (2010) – International Economy 1820-2000.

> *of history, to go more than thirty-five years without a severe and protracted depression is a striking success"*[428]

Tatsächlich hatte es im dem Zweiten Weltkrieg folgenden Vierteljahrhundert nicht nur keine wirtschaftliche Depression gegeben, auch Krisen waren global gesehen seltene und begrenzte Phänomene. Nach Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2000) trat im Zeitraum von 1945 bis 1971 bis auf eine Ausnahme in Brasilien 1963 in ihrem 21 Länder umfassenden Datenset keine Bankenkrise auf.[429] Währungskrisen waren zwar häufiger, in ihrer Länge und Tiefe (gemessen am BIP-Verlust) jedoch weniger stark ausgeprägt als in den Zeiträumen vorher und nachher.[430] Ebenso waren Bankpleiten mit einem jährlichen Durchschnitt von 3,7 während desselben Zeitraums in den USA von geringer Bedeutung.[431]

Tabelle 2: Krisen, 1880-1997

	1880-1913	**1919-1939**	**1945-1971**	**1973-1997 (21 Länder)**	**1973-1997 (56 Länder)**
	durchschnittliche Krisendauer in Jahren				
Währungskrisen	2,60	1,90	1,80	1,90	2,10
Bankenkrisen	2,30	2,40	0,00	3,20	2,60
Doppelkrisen	2,20	2,70	1,00	3,70	3,80
Krisen insgesamt	2,40	2,40	1,80	2,60	2,50
	durchschnittliche Krisenstärke (kumulativer BIP-Verlust in %)				
Währungskrisen	8,30	14,20	5,20	3,80	5,90
Bankenkrisen	8,40	10,50	0,00	7,00	6,20
Doppelkrisen	14,50	15,80	1,70	15,70	18,60
Krisen insgesamt	9,80	13,40	5,20	7,80	8,30

Quelle: Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria S. Martinez-Peria – Is the Crisis Problem Growing More Severe? Economic Policy 16 (2001), S. 59.

[428] Minsky (1982) – Can "It" Happen Again, S. 5.
[429] Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2000) – Is the Crisis Problem Growing More Severe, S. 38.
[430] Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2001) – Is the Crisis Problem Growing More Severe, S. 59.
[431] Eigene Berechnungen basierend auf Daten der Historical Statistics on Banking der FDIC.

4.2.2 DER AUFSTIEG DES MONETARISMUS

Seit Ende der 1960er Jahre war die Weltwirtschaft jedoch zunehmenden Problemen ausgesetzt. Ähnlich wie die Great Depression 1929 bis 1933 die Grundlage für die keynesianische Revolution gelegt hatte, sollten makroökonomische Entwicklungen seit den 1960er Jahren den Weg für eine Gegen-Revolution ebnen. So ging die Marginalisierung von Keynes' Einfluss mit dem Unvermögen von dessen Wirtschaftspolitik einher, für zeitgenössische und neue Probleme funktionierende Lösungsansätze zu liefern, als gegen Ende der 1960er Jahren sowohl die Arbeitslosenquote als auch die Inflation weltweit anzusteigen begannen. Diese Entwicklung, die mit dem Ausklingen des Nachkriegsbooms, den Ausgaben zur Unterhaltung des Sozialstaates und den eskalierenden Kosten des Vietnamkriegs in Verbindung gebracht wird, hielt über die 1970er Jahre an. Damals entstand der Begriff „Stagflation", der das gleichzeitige Auftreten von hoher Arbeitslosigkeit und hoher Inflation bezeichnet – eine Kombination, von der bis zu diesem Zeitpunkt angenommen worden war, sie wäre nicht möglich. 1980 hatte man gar einen Indikator dafür gefunden, die schlechte wirtschaftliche Lage prägnant zusammenzufassen: Der „Misery-Index" gab die Summe von Inflation und Arbeitslosigkeit wider, war über den gesamten Zeitraum der 1970er Jahre im zweistelligen Bereich verblieben und stieg 1980 gar auf über 20%. Als Resultat dieser Entwicklungen seit den späten 1960er Jahren hatte auch das Bretton-Woods-System zunehmend mit Problemen zu kämpfen. Ein schwacher US-Dollar und der Export von Inflation der USA in das restliche System führten zu einer Flucht aus dem Dollar in europäische Währungen, sodass Nixon 1971 die Konvertibilität von US-Dollar in Gold aussetzte und die Bretton-Woods-Ära somit de facto beendete. Das Jahr 1973 markiert schließlich das definitive Ende des Bretton-Woods-Systems, als die letzten europäischen Staaten ihre Währung floaten ließen.[432]

Selbst Galbraith (1991), der oft dem Keynesianismus zugeordnet wird, dessen Zugang zu ökonomischen Problemen jedoch oft von einer erfrischenden Absenz ideologischer Prägungen und Dogmen gekennzeichnet ist, argumentiert, dass der Untergang des keynesianischen Systems seit der zweiten Hälfte der 1960er Jahren unmittelbar mit dem Aufkommen von Inflation in Zusammenhang steht. Keynes' 1936 erschienene „*General Theory*",[433] die zur Bekämpfung der Deflation in Verbindung mit der Weltwirtschaftskrise die Erhöhung der Staatsausgaben bei gleichzeitiger Reduzierung der Steuerquote vorgeschlagen hatte, war aus naheliegenden Gründen auf die Gegenliebe der Politiker gestoßen. In Hinblick auf Inflation, der Keynes als Kind seiner Zeit wenig Beachtung entgegengebracht hatte, waren die nötigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen jedoch für Politiker weitaus weniger verlockend: eine Reduzierung der Staatsausgaben und gleichzeitig eine Erhöhung der Steuern! – Maßnahmen, die eine

[432] Vgl. Eichengreen (2008) – Globalizing Capital, S. 126-131.
[433] Keynes (1991 [1936]) – General Theory.

Wiederwahl nicht eben begünstigen.[434]

Ebenso wie der Keynesianismus nach der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre die bis zu diesem Zeitpunkt vorherrschende Schule der klassischen bzw. neoklassischen Ökonomie verdrängt hatte, so hatte der Keynesianismus im Angesicht seines Unvermögens, die notwendigen ökonomischen Maßnahmen mit den Präferenzen der politischen Schicht zu vereinbaren, den Weg zu räumen für einen neuen wirtschaftspolitischen Zugang, der sich verträglicher mit den Interessen von Politikern präsentierte, indem dieser eine schmerzfreie Lösung der Probleme der 1960er und 1970er offerierte.[435] Der Keynesianismus als vorherrschende Schule der Nachkriegszeit machte sich also durch den Umstand, dass er nicht in der Lage war, eine Lösung zum wirtschaftlichen Problem hoher Inflation anzubieten, ähnlich angreifbar wie sich die klassische Ökonomie in den 1930er Jahren infolge hoher Arbeitslosigkeit gemacht hatte.[436] Von wesentlicher Bedeutung hierfür war, dass seit den 1950er Jahren Ökonomen Keynes' historische Analyse sukzessive formalisiert und den Keynesianismus so zu einer „orthodoxy ripe for counter attack" gemacht hatten.[437]

Es waren diese Umstände, die dem Monetarismus und dessen wichtigsten Vertreter Milton Friedman zu deren Aufstieg verhalfen. 1967 hatte Friedman vor der *American Economic Association* die Validität der Phillips-Kurve angezweifelt, die einen negativen Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit unterstellte und somit keynesianische Wirtschaftspolitik empirisch unterfüttert hatte. Friedman argumentierte, dass es keinen langfristigen inversen Zusammenhang zwischen den beiden Faktoren gibt. Selbst wenn inflationäre wirtschaftspolitische Eingriffe die Arbeitslosigkeit kurzfristig zu mindern geeignet wären, so wäre der Effekt nur von kurzfristiger Natur: „[T]here is always a temporary trade-off between inflation and unemployment; there is no permanent trade-off."[438] Friedmans Zweifel an der Phillips-Kurve basiert auf der Annahme, dass kurzfristige positive Auswirkungen durch Inflation auf die Beschäftigungsquote nach einiger Zeit antizipiert und somit neutralisiert würden. Nach Friedman könne sich die Beschäftigungszahl beispielsweise erhöhen, wenn das Preisniveau schneller wächst als Löhne, was die Anstellung von mehr Arbeitern profitabel macht. Es sei jedoch naheliegend, dass Arbeiter nach einiger Zeit die Verminderung ihrer Kaufkraft durch Inflation bemerken und deshalb höhere Löhne verlangen. Tritt dies ein, so endet das inverse Verhältnis von Inflation und Beschäftigung oder kehrt sich um, wenn die tatsächliche Inflationsrate unter der erwarteten zurückbleibt.[439]

[434] Galbraith (1991) – History of Economics, S. 266-267.
[435] Galbraith (1991) – History of Economics, S. 266-267.
[436] Fletcher (1989) – Keynesian Revolution, S. 196.
[437] H.G. Johnson – Further Essays in Monetary Economics. Allen & Unwin, London 1972, S. 57, zitiert nach Fletcher (1989) – Keynesian Revolution, S. 195.
[438] Friedman (1968) – The Role of Monetary Policy, S. 11.
[439] Vgl. Friedman (1968) – The Role of Monetary Policy.

Friedmans Theorie wurde letztlich durch die anhaltend hohe Inflation bei konstant hoher Unterbeschäftigung in den 1970er bestätigt und läutete so das Ende keynesianischer Wirtschaftspolitik ein. Nicht zuletzt verhalf hierzu der Umstand, dass Friedmans geldpolitischer Ansatz die Bekämpfung der anhaltend hohen Inflation und Arbeitslosigkeit ohne Steuererhöhung und Zurückfahren der Staatsausgaben versprach, indem lediglich die Geldmenge stark heruntergefahren werden würde.[440] Den Sieg des Monetarismus markiert die Einsetzung Volckers 1979 als Präsident der Federal Reserve, der durch einen stark restriktiven geldpolitischen Kurs die Inflation zu Beginn der 1980er Jahre tatsächlich eindämmen konnte.

4.2.3 DIE MERKWÜRDIGE TRANSFORMATION DES MONETARISMUS ZUM NEOLIBERALISMUS

So schnell Friedmans Monetarismus aber geboren worden war, so schnell ging derselbe unter und wurde von einem Gedankengebilde verdrängt, das oft als Neoliberalismus bezeichnet wird.[441] Friedmans Monetarismus hatte gegen Ende der 1970er Jahre den Höhepunkt seiner Bedeutung erlangt, als einige Notenbanken, unter anderem die US-amerikanische Federal Reserve und die Bank of England, auf einen monetaristischen Kurs umgestiegen waren und die Geldmenge konstant um einen festgelegten Betrag jährlich erhöhten. Schon Anfang der 1980er Jahre war von diesem Prinzip jedoch wieder abgekommen worden, als sich dessen Anspruch stabiler Preise und niedriger Arbeitslosenraten nicht bewahrheitet hatte. Anfang der 1980er Jahren ergab sich so ein Vakuum, das der intellektuelle Untergang sowohl des Keynesianismus als auch des Monetarismus zurückgelassen hatten. Der seit Ende des Zweiten Weltkriegs herrschende „*embedded liberalism*“ hatte sich mit einer globalisierten Welt freier Kapitalströme und neuer wirtschaftlicher Herausforderungen als nicht kompatibel herausgestellt, und Friedmans historische Analyse der Bedeutung der Geldmenge, so wurde festgestellt, war nicht auf die Gegenwart anwendbar.

In einem Punkt jedoch sollte Friedman – einer der bedeutendsten Ökonomen der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts[442] – weiterhin Einfluss auf die Entwicklungen seit den 1980er Jahren und somit nach Untergang seines Monetarismus haben: Krugman argumentiert, dass Friedman maßgeblichen Anteil an der Wiederbelebung der klassischen Ökonomie seit Mitte des 20. Jahrhunderts hatte. Da Friedmans Monetarismus nur bedingt als Ausprägung (neo-)klassischer Ökonomie angesehen werden kann, argumentiert Krugman, dass in Hinblick auf Friedman zwischen drei verschiedenen Persönlichkeiten unterschieden werden muss: (1) Friedman als Ökonom für Ökonomen, (2) Friedman als Kämpfer in den

[440] Galbraith (1991) – History of Economics, S. 273.
[441] Obwohl Monetarismus und Neoliberalismus häufig synonym verwendet werden, unterscheiden sich die beiden Systeme in signifikanter Weise (näheres hierzu auf den folgenden Seiten).
[442] Galbraith (1991) – History of Economics, S. 271.

öffentlichen Debatten für seinen in Rolle (1) entwickelten Monetarismus und (3) Friedman als Ideologe, der die Tugenden eines freien Marktes anpries und letztlich maßgeblich popularisierte.[443] Es ist vor allem letztere Rolle, die Friedman einem großen Kreis bekannt machte, unter anderem durch die Bücher „*Capitalism and Freedom*"[444] und „*Free to Choose*"[445], letzteres in einer TV-Mini-Serie verfilmt, in welcher Friedman über ökonomische als auch soziale und philosophische Aspekte seiner Ideologie sprach. Zweifelsfrei hatte Friedman, wie Krugman schreibt, maßgeblichen Anteil an der Wiederbelebung klassisch-ökonomischer Theorie.[446] Letztlich ging die anti-keynesianische Gegenrevolution nach Krugman jedoch weit über Friedmans Position hinaus, „which came to seem relatively moderate compared with what his successors were saying.[447] Friedman, entgegen seiner ideologisch-philosophischen libertären Ansätze, hatte in ökonomischer Hinsicht doch einen – wenngleich gering gehaltenen – staatlichen Eingriff in Form einer stetigen Ausweitung der Geldmenge durch Zentralbanken befürwortet. Freilich zielte diese stetige und gleichmäßige Vergrößerung darauf ab, die diskretionäre Entscheidungsgewalt von Zentralbanken – und deswegen der staatlichen Sphäre – möglichst klein zu halten, indem die Geldmengenausweitung einem Automatismus unterworfen werden sollte.[448] Letztlich stellte die der Zentralbank zugedachte Rolle jedoch einen nicht zu unterschätzenden staatlichen Eingriff dar. In der Tat, durch die Existenz einer Zentralbank selbst wird ein fundamentaler Mechanismus der klassischen Ökonomie außer Kraft gesetzt (Näheres hierzu auf den folgenden Seiten). Tatsächlich war Friedman als Ökonom weitaus mehr von Pragmatismus geleitet als in seiner Rolle als Ideologe. Selbst hinsichtlich des staatlichen Einlagensicherungsschutzes schrieb dieser 1959 „[…] federal deposit insurance has performed a signal service in rendering the banking system panic-proof […] und bezeichnet diesen in weiterer Folge als „the most important structural change in our monetary system in the direction of greater stability since the post-Civil War tax on state bank notes".[449] Freilich stammt diese Aussage aus 1959 und fällt somit in einen Zeitraum, in welchem Bankenkrisen als Artefakt der Vergangenheit angesehen wurden.

Friedmans Einfluss beschränkt sich aber eben nicht auf diesen ökonomischen Aspekt, in welchem dieser weitaus weniger liberal bzw. klassisch-ökonomisch ausgerichtet war, vielmehr verhalf er in seiner Rolle als Kämpfer in öffentlichen Debatten und seiner Rolle als Ideologe dem Liberalismus des 19.

[443] Krugman (2007) – Friedman. Vgl. außerdem Fletcher (1989) – Keynesian Revolution, S. 194-195.
[444] Friedman (1962) – Capitalism and Freedom.
[445] Friedman (1980) – Free to Choose.
[446] Krugman (2007) – Friedman.
[447] Krugman (2009) – How Did Economists Get It So Wrong.
[448] Friedman (1968) – Monetary Policy.
[449] Friedman (1959) – Program for Monetary Stability, S. 21, 38, zitiert nach Kareken & Wallace (1978) – Deposit Insurance and Bank Regulation, S. 413-414.

Jahrhunderts, in welchem die klassische Ökonomie eingebettet ist, zu einer Renaissance seit Mitte des 20. Jahrhunderts. Anlässlich Friedmans Tod im Jahr 2006 bemerkte Summers zu diesem Punkt:

> *„While much of his academic work was directed at monetary policy, Mr. Friedman's great popular contribution lay elsewhere: in convincing people of the importance of allowing free markets to operate."*[450]

Der Liberalismus des 19. Jahrhunderts hatte sich der Sicherung der Freiheit des Einzelnen, die die Religionsfreiheit, Redefreiheit, Pressefreiheit und Versammlungsfreiheit umfasst, verpflichtet gesehen. Dem Staat kam dahingehend Bedeutung zu, diese Freiheiten des Einzelnen zu gewährleisten. Ebenfalls eine zentrale Position des klassischen Liberalismus war die Befürwortung eines freien Marktes als beste Methode der Organisation wirtschaftlicher Abläufe.[451] Dass diese beiden Ziele – die Freiheit des Einzelnen und eine freie Marktwirtschaft – tatsächlich komplementär zueinander stehen, argumentiert Friedman in „*Capitalism and Freedom*" auf elegante und einleuchtende Weise.[452] In diesem Zusammenhang bezeichnet Hudelson (1999) den klassischen Liberalismus als Beispiel für eine politische Ideologie:

> *„A political ideology is a system of coherent and interconnected ideas that present a reasonably clear vision of how human social existence should be organized. A political ideology is a particular political philosophy. It brings together beliefs about human nature, beliefs about the findings of social science, beliefs about the likely consequences of particular policies, beliefs about moral values, and perhaps also beliefs about religion, history, and the meaning of human existence."*[453]

Die wirtschaftliche Ausrichtung des Liberalismus kommt dabei durch die klassische Ökonomie zum Ausdruck, deren Zenit ebenfalls im 19. Jahrhundert lag und auf dem gedanklichen Gerüst der klassischen Ökonomen wie beispielsweise Ricardo, Mill und Marshall fußte. Das theoretische Gerüst der Klassiker war so einfach wie einleuchtend: So lange Preise, Löhne und Zinsen vollkommen flexibel sind, d.h. keine Rigiditäten aufweisen, ist Vollbeschäftigung gewährleistet. Arbeitslosigkeit, die in einem solchen flexiblen System auftritt, stellt einen Übergangsprozess zu einem Gleichgewichtszustand dar und ist deswegen strikt temporärer Natur. Solch transitorische Arbeitslosigkeit soll und kann nicht vom Staat gesenkt werden. Die einzige Möglichkeit, die dem Staat in dieser Hinsicht zur Verfügung steht, ist den Anpassungsmechanismus zu unterstützen, indem dieser die Flexibilität der drei Variablen – Preise, Löhne und Zinsen – gewährleistet. Die Maxime klassischer Ökonomie kann somit dahingehend zusammengefasst werden, dass der Staat bestenfalls machtlos ist, wirtschaftspolitische Stimuli zu

[450] Summers (2006) – The Great Liberator.
[451] Hudelsohn (1999) – Modern Political Philosophy, S. 37.
[452] Friedman (2002 [1962]) – Capitalism and Freedom.
[453] Hudelson (1999) – Modern Political Philosophy, S. 37.

setzen, und dieselben schlechtestenfalls negative Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität haben. Die klare Handlungsanweisung ist demnach ein völlig freier Markt ohne staatliche Regulierung und ähnliche verzerrende Eingriffe durch den Staat.[454]

Das Vakuum, welches das Ende des Keynesianismus als auch des Monetarismus Anfang der 1980er Jahre im wirtschaftlichen Gefüge hinterlassen hatten, wurde letztlich auf Grundlage der Revitalisierung klassisch-liberalen Gedankenguts durch den Neoliberalismus ausgefüllt, der im scharfen Kontrast zum Monetarismus steht. Die Rückbesinnung auf die klassische Ökonomie des 19. Jahrhunderts, die von einem tiefen Glauben an Rationalität geprägt ist, die für das Funktionieren klassischer Ökonomie eine Notwendigkeit darstellt, wurde durch Entwicklungen in den Wirtschaftswissenschaften bestärkt. Neben maßgeblichen Veränderungen der makroökonomischen Gegebenheiten fanden nicht weniger bemerkenswerte Veränderungen im Bereich der Ökonomie und Finanzwissenschaft statt. Diese begleitenden Entwicklungen hatten die wichtige Eigenschaft, den Übergang zu einem neoliberalen System zu unterstützen, indem die akademische Forschung dieser Zeit die neoliberalen Ansprüche und Ideologien mit relevanten Forschungsergebnissen untermauerte. Die Volkswirtschaftslehre entwickelte sich seit Mitte des Jahrhunderts in vielerlei Hinsicht von einer Sozialwissenschaft zu einer „Naturwissenschaft", die mehr und mehr von „hyperrationalen" Grundsätzen geprägt war. Hinsichtlich der Entwicklung des *homo sapiens* zum *homo oeconomicus* bemerkt Thaler (2000):

> *„The aesthetic in the field became that if the agents in model A are smarter than the agents in Model B, then Model A is better than Model B. The IQ of Homo Economicus* [sic!] *became bounded only by the IQ of the smartest economic theorist!"*[455]

Tatsächlich ist die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts von einer Rationalisierung der Wirtschafts- und Finanzwissenschaften geprägt. In den 1950er Jahren bewiesen Arrow und Debreu erstmals theoretisch, dass freie und sich selbst überlassene Märkte unter perfekter Konkurrenz und ohne Externalitäten oder öffentliche Güter sowie „economies of scale" (pareto-)effizient sind. Obgleich die Prämissen des Modells als realitätsfremd bezeichnet werden müssen, so hatte man erstmals seit Formulierung der Theorie in den 1860er Jahren durch Walras einen mathematischen Beweis, der die theoretische Möglichkeit eines effizienten Marktes bestätigte. In diesem Zusammenhang muss angemerkt werden, dass diese Theoretiker selbst keine wirtschaftspolitischen Handlungsanweisungen aus ihrem erbrachten theoretischen Beweis ableiteten. Ganz im Gegenteil befürworteten diese oft staatliche Eingriffe zur Beseitigung von Marktineffizienzen. Ungeachtet dessen wurden diese wissenschaftlichen Entdeckungen in weiterer Folge von Vertretern des Neoliberalismus als theoretische Untermauerung

[454] Für einen Überblick zur klassischen Ökonomie siehe Hansen (1953) – Guide to Keynes, S. 3-35 und ausführlicher Blaug (1968) – Economic Theory sowie Galbraith (1991) – History of Economics, die darüber hinaus einen Abriss einschließlich einer Interpretation der Entwicklung ökonomischer Theorie präsentieren.
[455] Thaler (2000) – Homo Economicus, S. 134.

ihrer Ideologie instrumentalisiert.[456]

Einige Jahre später folgte durch Muths „*Rational Expectations Hypothesis*" eine weitere bahnbrechende Theorie, die die rationale Revolution in den Wirtschaftswissenschaften vorantrieb. Im Gegensatz zu vorherigen Prämissen ökonomischer Modelle basiert das Konzept rationaler Erwartungen auf dem Nicht-Vorhandensein systematischer Fehler in Hinblick auf die Formulierung zukünftiger Geschehnisse. Das heißt, dass obgleich Fehler auf individueller Basis möglich sind, sich diese im Durchschnitt ausgleichen und Prognosefehler somit strikt zufälliger Natur sind. Die Implikation rationaler Erwartungen ist daher, dass die Handelnden über ein akkurates Wissen darüber verfügen, welche Faktoren die Wirtschaft beeinflussen und wie dieselben dies tun. Darüber hinaus wenden alle Agenten dasselbe (korrekte) mathematische Modell zur Erklärung wirtschaftlicher Prozesse an. Dies wiederum ermöglicht es den Handelnden, rationale Erwartungen bzw. Prognosen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung von entscheidenden Faktoren wie Preisen, Inflation, Löhnen, Arbeitslosigkeit, Zinsen, etc. zu formulieren.[457]

Auf Grundlage rationaler Erwartungen lancierten Lucas (1976)[458] und Sargent & Wallace (1976)[459] eine scharfe Attacke gegen die Wirksamkeit keynesianischer – und tatsächlich beinahe jeglich gearteter – Wirtschaftspolitik. Nach diesen sind wirtschaftspolitische Eingriffe durch geldpolitische Maßnahmen infolge sich rational verhaltender Agenten wirkungslos und haben somit keine Auswirkung auf die Wirtschaftsleistung oder Arbeitslosenquote („*policy ineffectiveness proposition*", „*Lucas-Kritik*"). Grund hierfür ist die Annahme, dass wirtschaftliche Agenten optimal auf Veränderungen der Geldmenge reagieren und deren Auswirkungen korrekt antizipieren und in weiterer Folge wirkungslos gestalten.[460]

Die „*Rational Expectations Hypothesis*" und die Lucas-Kritik machen, mehr als die meisten anderen theoretischen Konzepte, den Zeitgeist ab den 1970er Jahren deutlich. Eine aufschlussreiche Aussage von Lucas verdeutlicht den immer mehr durch Rationalität und Quantifizierung geprägten Zugang zu den Wirtschaftswissenschaften:

> *„Like so many others in my cohort, I internalized* [the] *view that if I couldn't formulate a problem in economic theory mathematically, I didn't know what I was doing. I came to the position that mathematical analysis is not one of many ways of doing economic theory: it is the only way. Economic theory is mathematical analysis. Everything else is just pictures and talk."*[461]

[456] Cassidy – How Markets Fail, S. 63-68.
[457] Begg (1982) – Rational Expectations Revolution, S. 28-31.
[458] Lucas (1976) – Econometric Policy.
[459] Sargent & Wallace (1976) – Rational Expectations.
[460] Lucas (1976) – Econometric Policy; Sargent & Wallace (1976) – Rational Expectations. Vgl. außerdem Cassidy – How Markets Fail, S. 97-101.
[461] Lucas (2001) – Lecture at Trinity University.

Die akademische Lehre ab den 1970er Jahren postulierte also zunehmend, dass Märkte rational sind und deswegen freie, unregulierte Märkte eine effizientere Alternative zum regulierten System der Nachkriegszeit darstellen würden. Dieser akademische Aspekt, in Verbindung mit einer durch Friedman prominent gemachten ideologischen Überzeugung, die sowohl auf sozialen als auch philosophischen Aspekten beruhte, machte die Laissez-Faire-Ideologie zum herrschenden Zeitgeist des letzten Viertel Jahrhunderts des 20. Jahrhunderts.

Der Beitrag der akademischen Welt war jedoch nicht auf eine Postulierung eines freien, deregulierten Marktes beschränkt. Gleichzeitig dazu wurde seit Mitte des 20. Jahrhunderts zunehmend in Frage gestellt, ob Regulierung per se wirksam wäre. Die bis in die 1960er Jahre vorherrschende **Public-Interest-Theorie** oder **„helping hand"-Theorie** basiert auf der Annahme, dass Märkte nicht perfekt sind und Regierungen sowohl geeignet, fähig und gewillt sind, die daraus resultierenden Marktversagen durch gezielte Intervention (Regulierung) zu korrigieren. Dieser Erklärungsansatz für Regulierung war bis in die 1960er Jahre das vorherrschende Erklärungskonzept für Regulierung und kann bis Adam Smith zurückverfolgt werden. Die Public-Interest-Theorie sieht Regulierung demnach als eine Antwort auf die Nachfrage nach derselben durch die Öffentlichkeit zur Bereinigung von ineffizienten und ungerechten Marktgegebenheiten. [462] Seit Mitte des 20. Jahrhunderts war die Public-Interest-Theorie aber zunehmender Kritik ausgesetzt. 1971 gelang es Stigler empirisch nachzuweisen, dass eine Vielzahl an Regulierungen nicht auf das öffentliche Interesse, sondern paradoxerweise auf die Interessen der Regulierten selbst zurückzuführen ist.[463] Die „**ökonomische Theorie der Regulierung**" („**economic theory of regulation**"), die in der Regel auf Stigler (1971)[464] und Posner (1974)[465] zurückgeführt wird, basiert deshalb auf der Annahme, „that regulation is supplied in response to the demands of interest groups struggling among themselves to maximize the incomes of their members."[466] Hierbei wird auf Olsons 1965 erschienenem „*The Logic of Collective Action*" aufgebaut, in welchem die Schwierigkeit großer Gruppen problematisiert wird, Ressourcen effizient zu nutzen. Daraus resultiert, je geringer die Gruppengröße, desto größer die Wahrscheinlichkeit konzentrierter und effizienter Aktionen.[467] Von maßgeblicher Bedeutung ist hierbei, dass Produzenten in der Regel eine konzentrierte Interessenvertretung aufweisen, die Bevölkerung jedoch eine nur diffuse Interessengruppe darstellt, die infolge ihrer Größe in nur äußerst geringem Umfang ihre Interessen zu vertreten in der Lage ist. Daher gelingt es nach Stigler gut organisierten industriellen Interessengruppen regelmäßig, die „coercive power" des

[462] Vgl. Posner (1974) – Economic Regulation, S. 335; Shleifer (2005) – Understanding Regulation, S. 440; Peltzman (1989) – Economic Theory of Regulation, S. 4.
[463] Stigler (1971) – Economic Regulation.
[464] Stigler (1971) – Economic Regulation.
[465] Posner (1974) – Economic Regulation.
[466] Posner (1974) – Economic Regulation, S. 335-336.
[467] Olson (1965) – Collective Action, insbes. Kap. II, S. 53-65.

Staates zu nutzen, um Renten auf Kosten der diffusen Bevölkerung und/oder anderer, schwächerer Interessengruppen zu erlangen. Dies führt dazu, dass Regulierung häufig den Interessen der Regulierten und nicht jener der Öffentlichkeit entspricht. Laffont & Tirole (1991) ergänzen diese auf die Nachfrage basierte Theorie, indem die Autoren der Theorie eine angebotsseitige Komponente verleihen. Nach Laffont & Tirole wird günstige Regulierung für Interessengruppen durch Bestechung, zukünftige Aussicht auf Anstellung für Regulatoren in regulierten Unternehmen, persönliche Freundschaften von Regulatoren und Regulierten sowie Parteispenden erklärt.[468] Die alternative Bezeichnung der ökonomischen Theorie der Regulierung als „Capture-Theorie" („capture theory") macht deutlich, dass es Interessengruppen nach dieser regelmäßig gelingt, Regierungen dahingehend zu beeinflussen, für diese vorteilhafte Regulierungen zu erlassen, die es Firmen erlaubt, Renten zur Maximierung ihrer Profite zu sichern.

Die ökonomische Theorie der Regulierung bzw. Capture-Theorie stellte deswegen die bis zu diesem Zeitpunkt vorherrschende Ansicht, dass staatliche Eingriffe dazu geeignet sind, die Unvollkommenheiten des marktwirtschaftlichen Systems durch Regulierung auszubessern, auf nachhaltige Weise in Frage.

Auf diesem Zeitgeist setzte schließlich Ende der 1970er Jahre der Neoliberalismus auf, der den *„embedded liberalism"* und den Monetarismus als dominante ökonomische Theorie verdrängte. Das erste Problem, das sich beim Begriff „Neoliberalismus" ergibt, ist dessen Definition. Denn obwohl der Begriff über die letzten dreißig Jahre fast allgegenwärtig war, so wird dieser meist von Kritikern und meist im negativen Sinne gebraucht, und selten oder nie zur Selbstidentifizierung.[469] So dient der Terminus „Neoliberalismus" als Begriff für eine Vielzahl wirtschaftspolitischer Anschauungen, in deren Zentrum üblicherweise die Kritik eines „lamentable spread of capitalism and consumerism, as well as the equally deplorable demolition of the proactive welfare state" stehen.[470] Obwohl der Begriff also über keine klar erkennbare konzeptionelle Abgrenzung verfügt, so ist er für vorliegende Arbeit doch, oder gerade deswegen, ein nützliches Konzept.[471]

Wie der Name suggeriert, wird unter Neoliberalismus eine Neudefinition des klassischen Liberalismus des 19. Jahrhunderts verstanden. Auch der Neoliberalismus präsentiert sich als Synthese aus einer Vielzahl intellektueller, bürokratischer und politischer Anschauungen.[472] Campbell & Pedersen (2001) definieren Neoliberalismus wie folgt:

[468] Laffont & Tirole (1991) – Regulatory Capture.
[469] Siehe hierzu u.a. Chomsky (1999) – Profit Over People.
[470] Thorsen (2009) – The Neoliberal Challenge, S. 2.
[471] Für eine Analyse des Gebrauchs des Begriffs „Neoliberalismus" und dessen Wandel im Laufe der Zeit, siehe Boas & Gans-Morse (2009) – Neoliberalism.
[472] Siehe hierzu Mudge (2008) – What Is Neo-Liberalism.

> *„Neoliberalism is itself a heterogeneous set of institutions consisting of various ideas, social and economic policies, and ways of organizing political and economic activity that are quite different from others. Ideally, it includes formal institutions, such as minimalist welfare-state, taxation, and business-regulation programs; flexible labor markets and decentralized capital-labor relations unencumbered by strong unions and collective bargaining; and the absence of barriers to international capital mobility. It includes institutionalized normative principles favoring free-market solutions to economic problems, rather than bargaining or indicative planning [… and] includes […] a deep, taken-for-granted belief in neoclassical economics."*[473]

Im Gegensatz zum Neoliberalismus war der klassische Liberalismus jedoch von einer konsistenten und in sich abgeschlossenen Natur geprägt. So forderte der Liberalismus neben freien Märkten mit der Forderung nach der Freiheit des Einzelnen, der Religions-, Rede, Presse- und Versammlungsfreiheit viele jener Werte, die heute zumindest im Westen als selbstverständlich angesehen werden, im 19. Jahrhundert jedoch in vielerlei Hinsicht progressive und den Systemen teilweise gefährliche Vorstellungen darstellten. In Hinblick darauf, dass es sich bei persönlicher und wirtschaftlicher Freiheit um komplementäre Werte handelt, die nur zusammen ein logisches und in sich abgeschlossenes System darstellen, wurden beide Aspekte gefordert und als sich gegenseitig bedingend verstanden. Ganz anders präsentiert sich der Neoliberalismus, dessen Natur nach Peck (2004) eine „awkward amalgamation" darstellt. Das Fehlen eines kohärenten und schlüssigen Frameworks schreibt dieser dem Umstand zu, dass die verschiedenen Vorläufer und Ideologien, die zusammen die „neoliberale Schule" konstituieren, von wenig mehr zusammengehalten wurden als „their shared ostracism during the Keynesian-developmentalist period of the 1950s and 1960s"[474] Harvey warnt aus diesem Grund davor, zwischen der Theorie des Neoliberalismus und dessen tatsächlicher Ausprägung zu unterscheiden.[475] Freilich wird dies durch den Umstand erschwert, dass der Neoliberalismus nie über eine ausdefinierte Theorie verfügte. Die realpolitische Ausprägung neoliberaler Systeme ist jedoch meist von einem eklektischen Zugang insbesondere zu wirtschaftspolitischen Fragen gekennzeichnet, wie im verbleibenden Teil der vorliegenden Arbeit gezeigt werden wird. Dieser selektive Zugang führte zu gravierenden Schwierigkeiten, die die zerrissene Natur des Neoliberalismus wiederum verstärkten. Der ambivalente Charakter des Neoliberalismus ist von vielen Autoren angesprochen worden. Peck, Theodore & Brenner (2009) schreiben hierzu:

> *„While neoliberalism aspires to create a utopia of free markets, liberated from all forms of state interference, it has in practice entailed a dramatic intensification of coercive, disciplinary forms of state intervention in order to impose versions of market rule and, subsequently, to manage the consequences and contradictions of such marketization initiatives. Furthermore, whereas neoliberal ideology implies that self-regulating markets generate an optimal allocation of*

[473] Campbell & Pedersen (2001) – The Rise of Neoliberalism, S. 5.
[474] Peck (2004) – Constructions of Neoliberalism, S. 400-401.
[475] Harvey (2007) – Neoliberalism, S. 21.

> *investments and resources, neoliberal political practice has generated pervasive market failures, new forms of social polarization, a dramatic intensification of uneven spatial development and a crisis of established modes of governance."*[476]

Die Diskrepanz zwischen ideologischem Anspruch und realpolitischer Ausprägung des Neoliberalismus ist in der Tat bemerkenswert. So stellte Reagan bei seiner Ansprache zur Amtseinführung fest: „[G]overnment is not the solution to our problem; government is the problem."[477] Dass dieser Grundsatz nur sehr selektiv befolgt worden zu sein scheint, belegen die auf diese Aussage folgenden zwei Legislaturperioden Reagans. Selbst ein auf *mises.org*, einer libertär ausgerichteten Internetseite, deren Name sich vom österreichischen Ökonom und Vertreter der Österreichischen Schule Ludwig von Mises ableitet, erschienener Artikel stellt fest, dass von 1980 bis 1988 die Zahl der Zivilangestellten der Regierung um 230.000 gestiegen, der Protektionismus auf das Niveau unter der Präsidentschaft Hoovers angestiegen und die Besteuerung auf dem gleichen Stand wie unter Carter war. Die Staatsausgaben unter Carter, dessen freizügige Ausgabepolitik Reagan stets kritisiert hatte, hatte im letzten Präsidentschaftsjahr Carters 1980 27,9% der Wirtschaftsleistung betragen, bis zum letzten Präsidentschaftsjahr Reagans 1988 waren diese auf 28,7% angestiegen. Am bemerkenswertesten jedoch ist die Entwicklung der Staatschulden unter Reagan: Hatten diese 1980 $907,7 Milliarden betragen, so waren sie nach acht Jahren Reagan-Regierung auf 2,6 Billionen nahezu verdreifacht worden.[478] Von einem verringerten Einfluss des Staates unter der neoliberal ausgerichteten Präsidentschaft Reagans ist also nicht viel zu erkennen.

Tatsächlich handelt es sich beim Neoliberalismus um ein System, das wenig mehr als die Vermischung von sich teilweise gegenseitig ausschließender Ideologien und Ansätzen ist. Auf der einen Seite steht der Anspruch des Liberalismus auf einen freien, deregulierten Markt, der möglichst wenig von staatlicher Seite kontrolliert und reguliert werden soll, um eine effiziente Allokation von wirtschaftlichen Ressourcen zu ermöglichen. Auf der anderen Seite kann dessen realpolitische Ausprägung als eine Kombination von Deregulierung und staatlichen Eingriffen sowie geldpolitischen Interventionen zusammengefasst werden, die allzu oft erst durch unüberlegte und inkonsistente Deregulierung erforderlich wurden.

Die Diskrepanz zwischen selbstgestelltem Anspruch und tatsächlicher Ausprägung des Neoliberalismus ist von grundlegender Bedeutung – generell, aber insbesondere hinsichtlich der Entwicklung der Finanzmärkte, deren „Deregulierung" von einer ähnlichen Ambivalenz geprägt war und ist.

---

[476] Peck, Theodore & Brenner (2009) – Neoliberal Urbanism, S. 51.
[477] Reagan (1981) – Antrittsrede am 20. Jänner 1981.
[478] Siehe hierzu http://mises.org/freemarket_detail.aspx?control=488 (18.12.13) und bzgl. offizieller Angaben zur US-Staatsverschuldung http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo4.htm (18.12.13).

Ungeachtet dessen erlangte der Neoliberalismus spätestens seit der Wahl von Margaret Thatcher zur britischen Premierministerin 1979 und von Ronald Reagan 1981 zum US-Präsident der Neoliberalismus politische Zustimmung auf höchster Ebene. Dies führte zu einer Abkehr von einer durch nachfrageorientierten hin zu einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik und nicht zuletzt einer Welle der „Deregulierung", die wie andere Aspekte neoliberaler Realpolitik von einem inkonsistenten Charakter geprägt war.

4.3 DEREGULIERUNG DES FINANZSEKTORS

Ein vier Punkte umfassender Komplex ist meines Erachtens unerlässlich, die etwa 1980 einsetzende Deregulierung des Finanzsektors – und nicht zuletzt deren eklektischen Charakter – zu erklären:

(1) Zum einen hatten seit den späten 1960ern Jahren wirtschaftliche Probleme die Grenzen einer keynesianisch-interventionistischen Wirtschaftsgestaltung durch den Staat aufgezeigt. In Europa erwies sich die Lenkung wirtschaftlicher Produktion zunehmend als nicht mehr zweckdienlich, als *extensive growth*, d.h. Wachstum durch die Erhöhung des Outputvolumens, durch *intensive growth*, d.h. Wachstum durch Innovation, das ungleich mehr als die Phase extensiven Wachstums auf die Initiative und Innovationskraft privatwirtschaftlicher Unternehmen angewiesen war, ersetzt werden musste. In den Vereinigten Staaten, wo die Ausweitung des Sozialstaates durch die Maßnahmen des New Deal seit jeher auf weniger Zustimmung gestoßen waren als in Europa, formte sich deswegen eine Reaktion, die auf den Tugenden eines freien Marktes beruhte. Der Kollaps des Bretton-Woods-Systems hatte zudem eine sukzessive Globalisierung in Gang gesetzt, die die protektionistischen Maßnahmen durch die westlichen Staaten, die bis Anfang der 1970er Jahre angehalten hatten, als nicht mehr funktional und zweckdienlich erscheinen ließ. Zum schwächer werdenden wirtschaftlichen Wachstum seit Ende der 1960er Jahre kam ab Mitte der 1970er Jahre außerdem eine anhaltend hohe Inflationsrate, die einerseits durch die Ölkrise ausgelöst worden war und andererseits auf die expansive Fiskalpolitik, unter anderem durch den kostspieligen Vietnamkrieg, zurückzuführen war. Nachdem Friedmans Experiment des Monetarismus gescheitert war, dominierte zunehmend der Neoliberalismus. Insgesamt hatten die 1960er und spätestens die 1970er Jahre also die Zweckdienlichkeit und in der Tat, so könnte argumentiert werden, die Zeitmäßigkeit keynesianischer Wirtschaftspolitik fragwürdig gestaltet. Damit einhergehend wurden staatliche Eingriffe in Form von Regulierungen des Finanzsektors zunehmend in Frage gestellt.

(2) Die Forderung nach Deregulierung erhielt ebenso wie die Transformation des Wirtschaftssystems ihre theoretische Legitimierung von akademischer Seite. Auch in dieser Hinsicht kommt der „*Rational*

Expectations Hypothesis" ein zentraler Stellenwert zu, auf welcher die *Efficient Market Hypothesis* basiert. Die *Efficient Market Hypothesis* (EMH) ist eine der wohl wichtigsten theoretischen Grundlagen der Finanzökonomie und postuliert informationseffiziente Märkte. Die daraus abgeleitete zentrale Aussage der EMH sieht vor, dass Preise zu jedem Zeitpunkt alle relevanten Informationen widerspiegeln.[479] Die der *Efficient Market Hypothesis* zugrundeliegende Logik bzw. ausschlaggebende Anregung ist einfach. Hierzu Cassidy:

> *„Like other aspects of free market dogma, the efficient market hypothesis is based on some sensible observations. As anybody who has tried his or her hand at investing will readily testifiy, predicting what financial markets will do next is extremely difficult. Much of the time, it is impossible."*[480]

Die Kernaussage der *Efficient Market Hypothesis* ist folgende:

$$E(P_{t+1}) = P_t + d + \varepsilon$$

In Worten gleicht der erwartete Preis morgen $[E(P_{t+1})]$ dem Preis von heute $[P_t]$ zuzüglich einer etwaigen Driftkonstante $[d]$, die das historische Wachstum des jeweiligen Vermögenswertes repräsentiert, und einem zufälligen Fehler- bzw. Störterm $[\varepsilon]$. Vereinfacht ausgedrückt ist die beste Schätzung des morgigen Preises der heutige Preis. Insofern Preisbewegungen nicht prognostizierbar sind, sind diese rein zufälliger Natur („random walk"). In einer oft verwendeten Allegorie werden die Bewegungen von Preisen mit jenen eines Betrunkenen verglichen. Wenn dessen Schritte völlig unvorhersehbarer und zufälliger Natur sind, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass er schließlich sehr nahe am Ausgangspunkt endet als an jedem anderen Punkt.[481] Die Implikationen dieser Hypothese sind beeindruckend bis gewagt. Die „***weak form efficiency***" postuliert, dass alle in den historischen Preisen selbst enthaltenen Informationen bereits eingepreist sind, womit ökonomische Profite[482] basierend auf technischer Analyse unmöglich sind. Die nächststärkste Form („***semi-strong form***") nimmt an, dass alle öffentlich verfügbaren Informationen, die für die Preisbildung von Relevanz sind, bereits in den Preisen reflektiert sind. Die „***strong form efficiency***" schließlich schließt Profite selbst mit Insiderwissen aus. Die *Efficient Market Hypothesis* postuliert somit – in verschieden starker Ausprägung – eine Informationseffizienz von Preisen.

Die Idee, dass Finanzmärkte einem sogenannten *random walk* folgen, ist nicht neu. Sie wurde bereits 1900 vom französischen Mathematiker Louis Bachelier in seiner an der Sorbonne eingereichten

[479] Fama (1970) – Efficient Capital Markets.
[480] Cassidy (2009) – How Markets Fail, S. 87.
[481] Pearson (1905) – The Problem of the Random Walk, S. 342.
[482] Bei ökonomischen Profiten handelt es sich um Gewinne, die über jene erwarteten Gewinne hinausgehen, die Investoren für das eingegangene Risiko entschädigen.

Dissertation *„Theorie de la Spéculation“* beschrieben.[483] Weitgehend Verbreitung und letztlich Akzeptanz fand die Hypothese jedoch erst mehr als ein halbes Jahrhundert später gegen Ende der 1960er Jahre, als Harry Roberts 1967 den Ausdruck *Efficient Market Hypothesis* prägte und außerdem zwischen einer starken (*strong-form efficiency*), halb-starken (*semi-strong form efficiency*) und schwachen (*weak form efficiency*) Ausprägung unterschied.[484] Im Jahr 1970 veröffentlichte Eugene Fama, fünf Jahre nach seiner Dissertation zum selben Thema,[485] einen einflussreichen und oft zitierten Artikel zur *Efficient Market Hypothesis*, in welchem er auf Samuelsons mikroökonomischen Beobachtungen[486] und Bacheliers Taxonomie aufbaute.[487] Die *Efficient Market Hypothesis* ist heute fester Bestandteil aller wirtschafts- und finanzwirtschaftlichen Universitätsausbildungen, „[i]t is the intellectual bedrock on which orthodox financial theory today sits.“[488]

Die *Efficient Market Hypothesis* lieferte so einen fruchtbaren Nährboden für die Deregulierung des Finanzsektors.[489] Denn wenn Preise zu jedem Zeitpunkt den fairen Wert widerspiegeln, dann können Finanzmärkte sich selbst überlassen werden, ohne die Gefahr von Überspekulation oder Blasen zu beherbergen. Wie Johnson & Kwak (2010) feststellen: „These [Deregulierungen] were not mathematical consequences of the *Efficient Market Hypothesis*, but they flowed naturally from it.“[490] In dieser Hinsicht kommt der *Efficient Market Hypothesis* auch nach Stiglitz eine gewisse Schuld an den Entwicklungen seit den 1970er und 1980er Jahren zu:

> *„[T]he economics profession bears more than a little culpability. It provided the models that gave comfort to regulators that markets could be self-regulated; that they were efficient and self-correcting. The efficient markets hypothesis – the notion that market prices fully revealed all the relevant information – ruled the day. Today, not only is our economy in a shambles but so too is the economic paradigm that predominated in the years before the crisis – or at least it should be.”*[491]

Anderenorts argumentiert derselbe: „Many of them [Ökonomen] had provided the intellectual armor that the policymakers invoked in the movement toward deregulation.”[492] Laut Shiller ist die *Efficient Market Hypothesis* deswegen „one of the most remarkable errors in the history of thought, given its impact on our economic institutions and on the economy.“[493]

---

[483] Bachelier (1900) – Théorie de la Spéculation.
[484] Sewell (2011) – History of the Efficient Market Hypothesis, S. 4.
[485] Fama (1970) – Efficient Capital Markets.
[486] Samuelson (1965) – Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly.
[487] Siehe hierzu u.a. Dimson & Mussavian (1998) – A Brief History of Market Efficiency, S. 94.
[488] Mandelbrot & Hudson (2008) – (Mis)Behaviour of Markets, S. 55.
[489] Vgl. Johnson & Kwak (2010) – 13 Bankers, S. 68-70; Bonen (2008) – Financial Deregulation, S. 6.
[490] Johnson & Kwak (2010) – 13 Bankers, S. 69.
[491] Stiglitz (2010) – Needed: A New Economic Paradigm.
[492] Stiglitz (2010) – Freefall, S. XVI-XVII.
[493] Shiller (1984) – Stock Prices and Social Dynamics, S. 459.

Nach Bonen hatte die Entwicklung des „Black-Scholes Option Pricing Model“ durch Black, Scholes und Merton ähnliche Auswirkungen.[494] Derivate, die seit dem 19. Jahrhundert einen integralen Bestandteil der Finanzmärkte dargestellt hatten, waren nach der Weltwirtschaftskrise, in deren Kielwasser sich eine Feindseligkeit gegenüber wahrgenommener Spekulation eingestellt hatte, weitgehend verpönt und abgelehnt worden. Bis in die 1960er Jahre hatte selbst die Securities and Exchange Commission (SEC), die 1933 als Antwort auf die spekulativen Auswüchse der 1920er Jahre gegründet worden war, Derivaten ablehnend gegenüber gestanden.[495] Insofern das Black-Scholes-Merton-Modell die exakte Bestimmung des inhärenten Wertes einer Option zu ermöglichen schien, hätte dies nach Bonen dazu geführt, dass die irrationalen Auswüchse derivativer Finanzinstrumente in Verbindung mit dem Great Crash 1929 nicht mehr gefürchtet werden mussten.[496] Auch Derthick & Quirk (1985) schreiben die Deregulierung – insgesamt, nicht auf den Finanzsektor begrenzt – der akademischen Forschung zu, ohne welche diese nicht denkbar gewesen wäre.[497]

(3) Außerdem wurde die Deregulierung des Finanzsektors durch äußerst ruhige Finanzmärkte seit der Weltwirtschaftskrise begünstigt. Wie oben beschrieben, stellten Finanz- und Bankenkrisen seit der Weltwirtschaftskrise nur äußerst seltene Phänomene dar. Im Vergleich zur Weltwirtschaftskrise waren diese außerdem von nur sehr milder Ausprägung gewesen. Ebenso stellten Bankpleiten im gesamten Zeitraum bis in die 1980er Jahre vereinzelte und zu vernachlässigende Phänomene dar (*Abbildung 5*). Calomiris (1992) schreibt hierzu:

> *„In retrospect, the faith in the post-Depression regulated system's ability to deliver bank stability is understandable given the unusual calm of the period from 1934 to 1980. Systemic banking panics or waves of bank failures had become a distant memory, easily attributable to a primitive state of affairs prior to the supposed rationalization of banking brought by the Depression-era reform.”*[498]

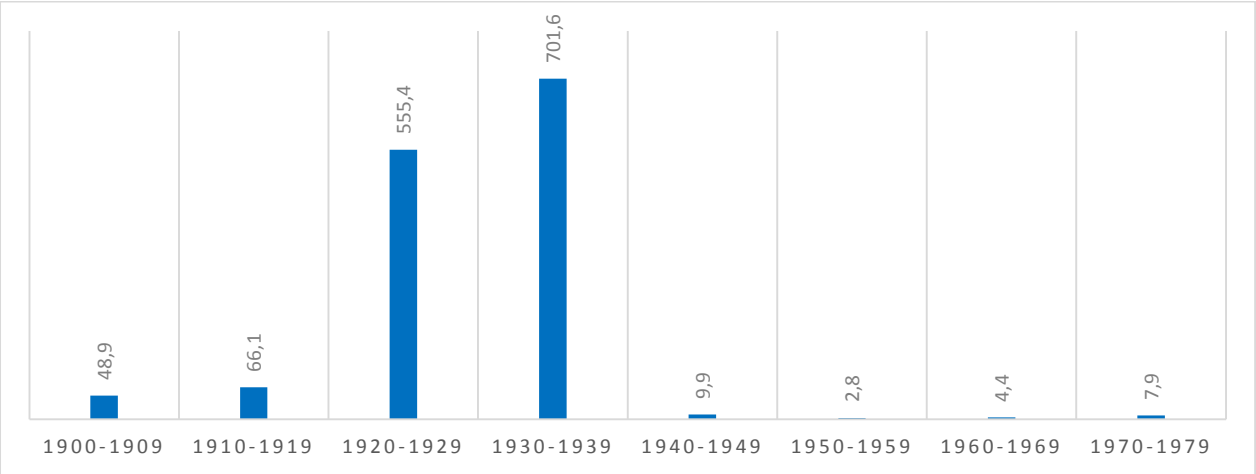
Es ist plausibel anzunehmen, dass ein derart langer Zeitraum, der von absoluter Ruhe im Finanzsektor gekennzeichnet war und in welchem die Erinnerung an die Bankenpaniken während der Weltwirtschaftskrise mehr und mehr verblasste, äußerst vorteilhafte Voraussetzungen schuf, vermeintlich überholte und nicht mehr notwendige Regulierungen zu lockern. Auch Vittas (1991) argumentiert, dass, obgleich historische Katastrophen eine große Bedeutung in Hinblick auf die Prägung sozialer und politischer Werte haben, deren Einfluss angesichts neuer Erfahrungen und einer veränderten Umwelt zunehmend nachlässt und in weiterer Folge die aus früheren Erfahrungen

[494] Siehe hierzu Black & Scholes (1973) – Pricing of Options; Merton (1973) – Rational Option Pricing.
[495] MacKenzie & Millo (2003) – Financial Derivatives Exchange, S. 113.
[496] Bonen (2008) – Financial Deregulation, S. 6-7.
[497] Martha Derthick & Paul J. Quirk – The Politics of Deregulation. The Brookings Institution, Washington, D.C. 1985, S. 36, zitiert nach Winston (1993) – Economic Deregulation, S. 1263.
[498] Calomiris (1992) – Regulation, Industrial Structure, and Instability in US Banking, S. 1.

resultierende Regulierung oft einer Neubewertung unterworfen wird.[499]

Diese Neubewertung stützte sich jedoch auf mangelhafte Prämissen. Die außergewöhnlich ruhige Zeit seit der Weltwirtschaftskrise bis in die 1970er Jahre war hierbei in die Zukunft extrapoliert worden, obgleich dieser Zeitraum eine Ausnahme von der Norm darstellte.[500]

Abbildung 5: Durchschnittliche jährliche Bankpleiten in den USA, 1900-1979



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED)

(4) Schlussendlich stellte die ökonomische Theorie der Regulierung die Regulierung per se in Frage. Somit wurde nicht nur die Überlegenheit eines deregulierten Systems nahegelegt, sondern Regulierung als Instrument zur Sicherung von Renten durch konzentrierte Interessengruppen gesehen. Stigler (1971) etwa hatte gezeigt, dass eine große Anzahl an Sektoren durch Regulierung profitierte, indem diese dem betreffenden Sektor eine Abschottung von Wettbewerb erlaubte.[501]

Diese vier Punkte versorgten Interessengruppen von Banken und anderen Finanzdienstleistern mit schlagkräftigen Argumenten, für eine Beseitigung unangenehmer Regulierung zu lobbyieren. Spätestens seit der Wahl von Ronald Reagan 1980 zum US-Präsidenten, der den Wünschen von Deregulierung offen gegenüber stand, erlangte der Neoliberalismus politische Zustimmung auf höchster Ebene. Deregulierung, so scheint es, war jedoch die einzige Handlung Reagans, die mit seiner Rhetorik des freien Marktes und möglichst geringer staatlicher Einmischung in Einklang gebracht werden kann. Hinsichtlich dieser muss freilich festgestellt werden, dass sie eben jene

[499] Vittas (1991) – The Impact of Regulation on Financial Intermediation, S. 2.
[500] Vgl. Calomiris (2000) – Regulation, Industrial Structure, and Instability in US Banking, S. 1; Calomiris (2007) – Bank Failures in Theory and History, S. 24.
[501] Stigler (1971) – Economic Regulation.

Regulierungsmaßnahmen betrafen, die einen freien Markt gewährleisten sollten und keine „Regulierung" im eigentlichen Sinne darstellten.

Beginnend im Jahr 1980 wurden so sukzessive all jene Regulierungen, die die Einführung von staatlicher Einlagensicherung bedingt und notwendig gemacht hatten, aufgehoben. Beginnend mit der Abschaffung der Höchstzinssätze, über die Ausweitung von Anlagebefugnissen, der Aufhebung des Trennbankensystems und eine Verlagerung von festgesetzten Kernkapitalquoten hin zu interner Risikosteuerung, erlebte das Vierteljahrhundert seit 1980 in der Tat eine Vielzahl an Deregulierungsmaßnahmen.
Unter anderem schaffte der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act von 1980 (DIDMCA) die durch „*Regulation Q*" eingeführten Höchstzinssätze ab, mit welchen Einlagen verzinst werden durften, und weitete außerdem die Anlagebefugnisse von Sparinstituten aus. Der Garn-St. Germain Depository Institutions Act erweiterte die Anlagebefugnisse von Sparinstitutionen erneut und stellte diese hinsichtlich ihrer Anlagebefugnisse annähernd mit Geschäftsbanken gleich. Der Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act von 1994 schaffte das Verbot von Filialnetzwerken ab, und 1999 wurde durch den Gramm-Leach-Bliley Act das durch den Glass-Steagall Act eingeführte Trennbankensystem aufgehoben.[502]

Diese Deregulierung ist jedoch weniger einem logischen wirtschaftspolitischen Konzept und dem Bestreben der Beseitigung wachstumsfeindlicher Regulierung und letztlich des Staates zuzuschreiben als vielmehr „*regulatory capture*", daher der Vereinnahmung von Regulatoren und politischer Entscheidungsträger im Allgemeinen, und in gewisser Weise einer Vereinnahmung durch den Zeitgeist. Buiter (2008) spricht in dieser Hinsicht von „cognitive regulatory capture",

> *„because it is not achieved by special interests buying, blackmailing or bribing their way towards control of the legislature, the executive […] or some important regulator or agency, like the Fed, but instead through those in charge of the relevant state entity internalising, as if by osmosis, the objectives, interests and perception of reality of the vested interest they are meant to regulate and supervise in the public interest."*[503]

Letztlich handelte es sich hierbei wiederum um „regulatory capture", infolge derer schon 1933 die staatliche Versicherung von Einlagen eingeführt worden war. Hatte es 1933 jedoch der dramatischen Weltwirtschaftskrise bedurft, um die Bevölkerung von deren angeblicher Notwendigkeit zu überzeugen, so hatte man seit den 1980er Jahren eine effektivere – weil langlebigere – Grundlage für vorteilhafte Deregulierung gefunden – einen Zeitgeist, dessen inkonsistente Natur bis heute nicht als ein Instrument

[502] Für einen kurzen Abriss der Deregulierung im Finanzsektor seit 1980 siehe Sherman (2009) – Financial Deregulation.
[503] Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises, S. 106.

identifiziert worden ist, das ausschließlich der Durchsetzung von privaten Interessen zu Kosten des Staates und letztlich der Bevölkerung dient.

Insofern diese „Deregulierung" nicht den Staat aus der Sphäre der Finanzmärkte verdrängte und einen deregulierten Bankensektor schuf, kann diese „Deregulierung" also nicht als solche angesehen werden. Denn die Deregulierung der 1980er und 1990er Jahre richtete sich ausschließlich gegen jene Vorkehrungen, die durch die Gründung der FDIC notwendig geworden waren und das Eingehen von exzessiven Risiken durch staatlich versicherte Banken verhindern sollten. Die Verordnung von Höchstzinssätzen, die Beschränkung von Anlagebefugnissen und die Trennung von Geschäftsbankentätigkeiten zielten allesamt darauf ab, einen bedeutenden staatlichen Eingriff durch die staatliche Versicherung von Einlagen in gewisser Weise auszugleichen. In anderen Worten: Diese Regulierung sollte eine Präventivmaßnahme darstellen – mit dem Ziel, das Schlagendwerden der staatlichen Einlagensicherung von vornherein zu verhindern. Die Regulierungsmaßnahmen der Banking Acts von 1933 und 1935 stellten somit keine Regulierung im eigentlichen Sinne dar. Ganz im Gegenteil waren die in den Banking Acts enthaltenen Maßnahmen darauf ausgerichtet, privatwirtschaftliche Gegebenheiten zu simulieren, indem Eigenkapital und Bilanzqualität sowie Mindesterfordernisse für Anlagewerte dahingehend verordnet wurden, wie in einem System ohne staatlichen Einlagenschutz von Banken von sich aus – auf Druck von Fremdkapitalgebern – eingehalten werden würden. Durch die Tatsache, dass der durch die FDIC gewährte Höchstschutz von Einlagen mit dem DIDMCA – jenem Gesetz, das die Abschaffung von *„Regulation Q"* initiierte und die Anlagebeschränkungen von Sparinstituten „deregulierte" – von $40.000 auf $100.000 angehoben wurde, wird die Kritik bestärkt, die an Reagans angebliche Liberalisierung gerichtet werden kann.

Die Bezeichnungen „Deregulierung" und „Liberalisierung" seit den 1980er sind in zweierlei Hinsicht irreführend. Einerseits, indem dadurch suggeriert wird, dass der Prozess zu einer Eliminierung des Staates und seiner Institutionen führte. Andererseits, weil die seit 1980 durchgeführte „Deregulierung" einen strikt selektiven Charakter aufwies. Es wäre aus diesen Gründen gerechtfertigter, den Prozess als „**selektive Liberalisierung**" zu bezeichnen. Insofern diese „Deregulierung" den Interessen der deregulierten Industrien entsprach, könnte in Anlehnung an die „theory of economic regulation"[504] außerdem von einer **„ökonomischen Deregulierung"** gesprochen werden. Die Natur finanzmarktwirtschaftlicher Deregulierung seit den 1980er Jahren legt nahe, dass diese auf einer Ideologie, nicht auf einem kohärenten und logischen ökonomischen Konzept aufgebaut war. Denn während die Aktivseite von Banken und Finanzinstituten (Investitionen und Anlagen) sukzessive

[504] Vgl. Stigler (1971) – Economic Regulation; Posner (1974) – Economic Regulation; Becker (1983) – Political Influence; Laffont & Tirole (1991) – Regulatory Capture.

dereguliert wurde, wurde der Schutz der Passivseite dieser Institute (Einlagen) keiner Modifizierung unterworfen (Weiterbestehen des Einlagenschutzes). Da der Einlagenschutz den Großteil der Bankverbindlichkeiten versicherte, waren Bankverbindlichkeiten weitgehend inelastisch in Hinblick auf Veränderungen der Risikoeigenschaften von Banken. Dies erlaubte es Banken, riskante Investitionen zu tätigen, ohne einen Abzug von Einlagen fürchten zu müssen. Darüber hinaus sahen sich insbesondere riskante Banken durch die Eliminierung von „*Regulation Q*" befähigt, riskante Geschäfte dadurch zu finanzieren, indem hohe Einlagenzinsen bezahlt wurden. Durch die Ausweitung der Investitionsbefugnisse von Banken und anderen Finanzunternehmen bei gleichzeitiger Beibehaltung des Einlagenschutzes – der darüber hinaus sukzessive erhöht wurde – wurde es Banken so ermöglicht, besonders riskante Investitionsstrategien zu verfolgen. Die Deregulierung der Aktivseite – bei fortbestehendem Einlagenschutz – verstärkte das perverse Anreizsystem, das durch den Einlagenschutz eingeführt worden war. Die Gefahr riskanten Handelns seitens der Banken war in den 1980er Jahren durch den Fall des Bretton-Woods-Systems zudem erhöht worden. Da der Wert einer Einlagensicherung für Banken mit der Schwankungsbreite ihrer Gewinne zunimmt, machte es das volatilere makroökonomische Umfeld seit 1973 leichter, die Gewinne hoch-variabel zu gestalten und somit entweder erhöhte Profite zu generieren oder die Garantie des Einlagenschutzes schlagend zu machen.

Nach einer ersten Deregulierungswelle Anfang der 1980er Jahre, die vornehmlich der Beseitigung der durch die Bankengesetze der Jahre 1933 und 1935 eingeführten Einschränkungen zur Verminderung der Gefahr von Moral Hazard gegolten hatte, wurde 1987 von Reagan eine weitere, folgenschwere Entscheidung getroffen, indem Alan Greenspan zum Vorsitzenden der Federal Reserve ernannt wurde, der seinen Vorgänger Paul Volcker ablöste. Die Ablösung Volckers ist vor dem Hintergrund seiner Leistung verwunderlich, Stiglitz (2009) erklärt diese aber treffend wie folgt:

> *„On his watch, inflation had been brought down from more than 11 percent to under 4 percent. In the world of central banking, that should have earned him* [Volcker] *a grade of A+++ and assured his re-appointment. But Volcker also understood that financial markets need to be regulated. Reagan wanted someone who did not believe any such thing, and he found him in a devotee of the objectivist philosopher and free-market zealot Ayn Rand* [Greenspan]*."*[505]

Vor dem Hintergrund der Rolle Greenspans als Vorsitzender des Council of Economic Advisers (CEA) von 1974 bis 1977 und dessen dramatisch verfehlten Prognosen während dieses Zeitraums, kommentierte Senator Proxmire, der Vorsitzende des Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, die Einsetzung Greenspans mit dem etwas zynischen Kommenatar: „[W]hen you get to

[505] Stiglitz (2009) – Capitalist Fools.

the Federal Reserve Board, everything will come up roses. You can't always be wrong."[506] Wie sich herausstellen sollte, sollte dies aber durchaus möglich sein. Greenspan kommt mehr als anderen Einzelpersonen Schuld an den Entwicklungen der Finanzmärkte seit Ende der 1980er zu, die schlussendlich zur Finanzkrise 2007-2009 führen sollten. Unter seiner Ägide wurde die inkonsequente „Liberalisierung" des Finanzsektors konsequent weitergeführt, indem dem Finanzsektor auf Grundlage falscher Prämissen mehr und mehr „selektive Liberalisierung" zuteilwurde. Von besonderer Problematik sollte sich hier herausstellen, dass Greenspan beispielsweise im Unterschied zu Friedman nicht über mehrere Facetten verfügte: Greenspan gab es nur als Ideologen, dessen wirtschaftspolitische Herangehensweise ausschließlich von einem dogmatischen Gehorsam gekennzeichnet war, der ihn unsensibel gegenüber den Gefahren werden ließ, die seine mangelhafte Einschätzung hinsichtlich staatlicher (De-)Regulierung heraufbeschworen. Unter Greenspan wurde mehr und mehr auf die Selbstregulierung des Finanzsektors gesetzt, deren Basis – das Tragen der Kosten bei Versagen (Bankrott) durch die Banken selbst – nicht gegeben war. Das Gros deregulativen Policy-Makings im Finanzsektor unter Greenspan basierte auf dem angenommenen Vorhandensein selbstregulierender Kräfte, welche die Sicherheit von Banken und anderer Finanzinstitute gewährleisten würden. In dieser Hinsicht kommt Alan Greenspan als Vorsitzendem der Federal Reserve von 1987 bis 2006 und einem der mächtigsten Männer in der politischen Ökonomie eine tragende Rolle als „*cheerleader for deregulation*"[507] zu. Denn Selbstregulierung, das hatte man übersehen, kann nur funktionieren, wenn es im Interesse des Managements bzw. der Eigentümer liegt, Verluste zu vermeiden. Bei Eigenkapitalquoten, die mit etwa 6% auf historisch niedrigem Level lagen (siehe hierzu *Abbildung 6* und *Abbildung 7* weiter unten), war diese Voraussetzung jedoch nicht gegeben. Die Autorität und Fachkenntnis, die Greenspan gemeinhin zugesprochen wurde, hatte Regulatoren und Gesetzgeber, die über weniger Fachwissen als Greenspan verfügten, außerdem oft dazu bewogen, dessen Einstellungen und Handlungsempfehlungen ohne Hinterfragung zu übernehmen. Fraglos stellte bei unzureichender Fachkenntnis von Gesetzgebern die Übernahme der durch Greenspan vertretenen herrschenden Meinung, die zu einem „Zeitgeist" geworden war, eine bequeme Alternative dar, die es Politikern und Gesetzgebern erlaubte, einen Imageschaden zu verhindern. Der ehemalige Vorsitzende der Securities and Exchange Commission Arthur Levitt erinnert sich:

> *„I always felt that the titans of our legislature didn't want to reveal their own inability to understand some of the concepts that Mr. Greenspan was setting forth, I don't recall anyone ever saying, 'What do you mean by that, Alan?'"*[508]

[506] Zitiert nach Fleckenstein & Sheehan (2008) – Greenspan's Bubbles, S. 9.
[507] Clark & Treanor (2008) – Greenspan.
[508] Arthur Levitt Jr., zitiert nach Goodman (2008) – Greenspan Legacy.

Hilfreich für den steigenden und letztlich unangemessen ausgeprägten Einfluss Greenspans – entweder direkt oder indirekt – auf nahezu alle wichtigen Entscheidungen, die die Finanzmärkte betrafen, war dessen selbstdeklarierte freimarktwirtschaftliche Gesinnung, die Greenspan im vorherrschenden ideologischen Umfeld weitreichenden Einfluss verschaffte und gleichzeitig den zutiefst ambivalenten Charakter Greenspan'scher Eingriffe kaschierte. Greenspans Selbstdarstellung als Wirtschaftsliberaler hatte die zunehmende Verwandlung der Federal Reserve unter seiner Führung zu einer zentralplanwirtschaftlichen Behörde, deren volle Ausprägung für viele erst in den Jahren 2007-2009 deutlich wurde, erfolgreich verschleiert. Rothbard gab schon 1988 anlässlich der Einsetzung Greenspans zum Vorsitzenden der Federal Reserve in einem bemerkenswert weitsichtigen Artikel folgende Einschätzung Greenspans ab, die durch die zwei Jahrzehnte umfassende Legislaturperiode Greenspans hinreichend verifiziert wurde:

> *„Yes, the Establishment has good reason to sleep soundly with Greenspan at our monetary helm. And as icing on the cake, they know that Greenspan's `philosophical´ Randianism will undoubtedly fool many free market advocates into thinking that a champion of their cause now perches high in the seats of power."*[509]

Tatsächlich wurde unter Greenspan eine Vielzahl marktwirtschaftlicher Grundpfeiler abgetragen, was zu einer zunehmend wichtig werdenden Rolle der Federal Reserve führen sollte.

Die mit Reagan in Gang gesetzte „selektive Liberalisierung" des Finanzsektors hatte so ein Kasino geschaffen, in welchem ausschließlich die Spieler in Form von Finanzunternehmen gewinnen konnten und Verluste auf den Staat übertragen wurden. Banken und andere Finanzunternehmen verhielten sich – im Unterschied zu Greenspan – rational, indem sie ihr Risiko aus- und ihre Eigenkapitalquoten abbauten und so ihre potenziellen Gewinne maximierten, während der Großteil der Verluste vom Staat getragen wurde: Bei all der von Regulierungsbehörden angenommenen Rationalität hatte man vergessen, dass es im Eigeninteresse von Finanzunternehmen und insbesondere Banken lag, entgegen dem von den Behörden angenommenem Verhalten zu handeln. So hatte die Deregulierung, verbunden mit der weitestgehenden Übernahme von Verlusten durch den Staat (Externalitäten), ein Umfeld geschaffen, in dem Banken – nach heute allgemein gebräuchlicher Ausdrucksweise – auf Kosten des Staates ihre Gewinne maximieren konnten, während Verluste sozialisiert wurden. Akerlof & Romer (1993) zeigen außerdem, dass es das regulative Umfeld der 1980er für Eigentümer von Banken zum Teil attraktiv machte, die eigene Firma zu plündern („looting"). Die Gefahr durch „looting" wird durch implizite und explizite staatliche Garantien ermöglicht und führt dazu, dass es für Eigentümer profitabler sein kann, den „current extractable value" – jene Werte, die nach einschlägigen gesetzlichen

[509] Rothbard (1988) – Alan Greenspan, S. 105.

Vorschriften ausgekehrt[510] werden können – anstelle des ökonomischen, nachhaltigen Wertes einer Firma zu maximieren. Mit anderen Worten stellt „looting" die Auskehrung von Firmenwerten in der Gegenwart (beispielsweise Dividenden oder Kredite an Gesellschafter) dar – dies zu Lasten von künftig zu bedienenden Firmenverbindlichkeiten.[511]

Die verfehlte (De-)Regulierungspolitik und das dadurch gesteigerte Risiko im Finanzsektor führten in weiterer Folge zu einer Vielzahl an Krisen, die Regulierungsbehörden durch immer mehr staatliche Interventionen zu bekämpfen versuchten, die nicht mit einem liberalen Wirtschaftssystem in Einklang zu bringen sind.

Die enorme Zunahme an Finanzkrisen ist nicht verwunderlich, da die „selektive Liberalisierung", die die vom Finanzsektor ausgehenden Gefahren verstärkte, auf einen Bankensektor traf, der sich an das Vorhandensein staatlicher Einlagensicherung angepasst hatte und aus diesem Grund äußerst anfällig war gegenüber der Reagan'schen „Deregulierung".

Wie in Kapitel 4.2.1 beschrieben war die Atlantische Welt nach dem Zweiten Weltkrieg von einer prosperierenden Wirtschaft gekennzeichnet. Aus diesem Grunde ist es nicht verwunderlich, dass sich auch der Finanz- und hier besonders der Bankensektor sehr stabil gezeigt hatte. Die FDIC (1998) schreibt hierzu:

> *„Caution marked the attitudes of both the supervisory agencies and the industry itself. For their part, the supervisory agencies viewed the events that culminated in the nationwide bank holiday as a banking rather than a monetary phenomenon. The prevailing philosophy was that unfettered competition in the past had resulted in excesses and abuses in banking. Consequently, the supervisory agencies followed what the FDIC later termed as a policy of keeping banks and banking practices within the bounds of rightful competition.*
> *The attitude of bankers was similarly circumspect. Those who survived the Depression were chastened by that experience. The effect of the Depression experience on the industry was reflected in the subsequent massive liquidity buildup undertaken by banks. By 1937, for example, cash and holdings of U.S. government securities comprised about 52 percent of the industry's total assets, or more than twice the proportion held in 1929. To the dismay of would-be borrowers, banks continued to stress liquidity for many more years."*[512]

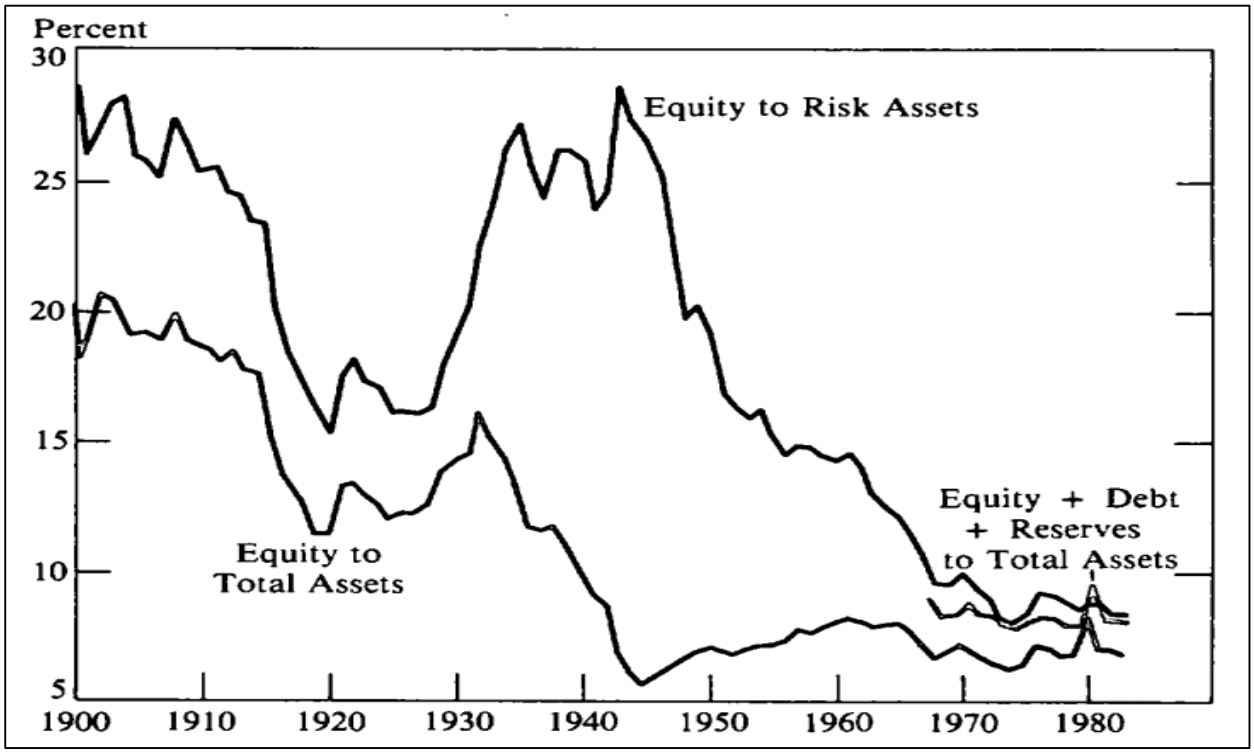
Dass es von den 1930er bis in die 1970er Jahre keine Finanz- und Bankenkrisen gab, darf jedoch nicht dazu verleiten, den Bankensektor infolge der im Rahmen des New Deal durchgeführten Regulierung als sicher und krisenunanfällig – oder gar, wie die FDIC schreibt, kasteit durch die Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise – anzusehen. Die Einschätzung der FDIC, dass Bankmanager die Gewinn-

[510] Vgl. hierzu S. 146.
[511] Akerlof & Romer (1993) – Looting.
[512] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 33.

maximierung der eigenen Institute dem übergeordneten Wohl eines sichereren Bankensektors unterworfen hatten, um eine Wiederholung der Tragödie der 1930er zu verhindern, kann bestenfalls als optimistisch bezeichnet werden.

Die Fakten legen jedenfalls eine andere Deutung nahe. Seit Einführung des Einlagensicherungssystems hatten sich Banken an die vorteilhaften Folgen eines solchen gewöhnt und angepasst. Dieses wurde nicht vordergründig als eine Maßnahme angesehen, die das Bankensystem stabilisierte, sondern als eine Einrichtung, die es Banken erlaubte, riskantere Bilanzen zu unterhalten. Die Entkoppelung der Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung von Bankverbindlichkeiten von der Solvenz der Banken erlaubte es denselben, ihr Eigenkapital – und somit das Polster, das Fremdkapitalgeber ohne Einlagensicherung vor Verlusten schützt – stark zurückzufahren. Die Eigenkapitalquote reduzierte sich so von 15% im Jahr 1933 auf etwas über 5% Mitte der 1940er Jahre und verblieb bis in die 1980er auf einem relativ niedrigen Level von durchschnittlich 7%. Bemerkenswert ist darüber hinaus der krasse Unterschied zwischen den Eigenkapitalquoten Anfang des Jahrhunderts von etwa 20% und Mitte des Jahrhunderts, als Geschäftsbanken im Vergleich nur etwas mehr als ein Viertel der vorgenannten Eigenkapitalquoten hielten (*Abbildung 6*).[513]

Abbildung 6: Eigenkapitalquoten von US-Geschäftsbanken 1900-1983



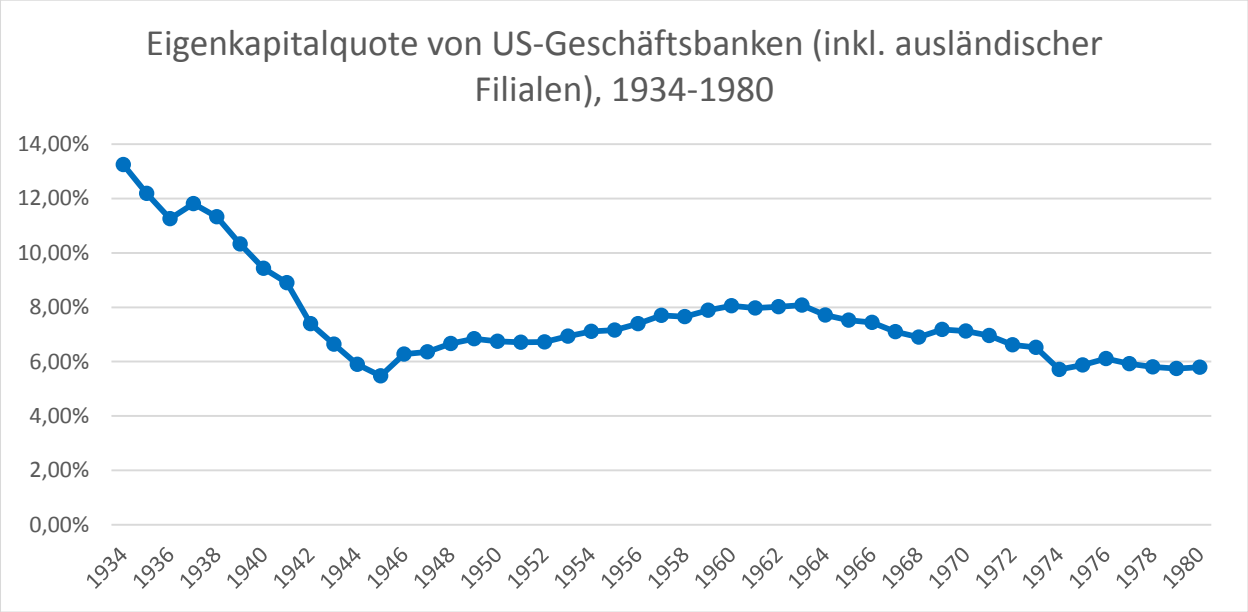
Quelle: Karlyn Mitchell – Capital Adequacy at Commercial Banks. *Economic Review* 69 (1984), S. 22.

[513] Mitchell (1984) – Capital Adequacy at Commercial Banks, S. 22.

Abbildung 7 zeigt die Eigenkapitalquoten derselben Banken einschließlich ausländischer Filialen, in welchen in der Regel Einlagen entgegengenommen werden, ohne entsprechendes Eigenkapital zu hinterlegen. Somit spiegelt dieses Verhältnis eher als jenes von Eigenkapital zu einheimischen Aktivposten die Realität wider.

Ebenso bemerkenswert ist das Verhältnis von Eigenkapital zu riskanten Anlagen („risk assets"). Vom Anfang des 20. Jahrhunderts halbierte sich dieses Verhältnis von knapp 30% auf etwas mehr als 15% Anfang der 1920er Jahre und stieg bis Mitte der 1940er Jahre wieder auf das ursprüngliche Niveau an. Von den 1940er bis in die 1980er Jahre war dieses Verhältnis in kontinuierlichem Abstieg begriffen und betrug Ende des Betrachtungszeitraums 1983 nur etwa 7% – wiederum etwa ein Viertel des Ausgangswerts Anfang bzw. Mitte des Jahrhunderts (*Abbildung 6*).

Abbildung 7: *Eigenkapitalquote von US-Geschäftsbanken (inkl. ausländischer Filialen), 1934-1980*



Daten: FDIC Historical Statistics on Banking (HSOB)

Während derart niedrige Kapitaldecken seit den 1940er Jahren während des Goldenen Zeitalters, in welchem stark ausgeprägte wirtschaftliche Abschwünge und Krisen weitgehend unbekannt waren, möglich gewesen waren, müssen diese spätestens seit den 1970er Jahren als inadäquat angesehen werden, als sich das wirtschaftliche Wachstum zunehmend volatiler gestaltete. Ab den 1980er Jahren, als damit begonnen wurde, die Anlagebefugnisse von Banken sukzessive auszuweiten („selektive Liberalisierung"), erhöhte sich darüber hinaus die mögliche Schwankungsbreite der möglichen Erträge aus Finanzinstrumenten und somit deren Risikograd, was wiederum eine Erhöhung der

Eigenkapitalquoten erfordert hätte.

4.4 DIE FOLGEN „SELEKTIVER LIBERALISIERUNG“

Bis in die 1980er Jahre war das Einlagensicherungsnetz grundsätzlich als Erfolg angesehen worden. Ab den 1980er ergaben sich für dieses jedoch zunehmend Probleme, die vornehmlich zwei Faktoren zuzuschreiben sind: (1) Deregulierung hatte die traditionell eingeschränkten Anlagefreiheiten von Banken, die darauf abgezielt hatten, eine Steigerung des Risikos infolge des Schutzes durch die Versicherung von Bankverbindlichkeiten zu verhindern, stark ausgeweitet. (2) Der Fall des Bretton-Woods-Systems hatte das makroökonomische Umfeld infolge zunehmender Kapitalverkehrsfreiheit und Globalisierung volatiler gestaltet. Beide Faktoren erhöhten die Varianz von Bankgewinnen. Während der zweite Faktor diese zwangsläufig erhöhte, half der erste Banken dabei, diese zu erhöhen. Da jedoch der Wert von Einlagensicherungsschutz mit erhöhter Schwankungsbreite von Bankgewinnen – diese ist die Folge von risikoreichen Bankgeschäften – ansteigt, sofern er mit dem Black-Scholes-Modell berechnet wird, lag es im Interesse der Banken, ihr Einkommen durch das Eingehen von Risiko volatiler zu gestalten.

Beide Faktoren – zunehmende Globalisierung und daraus resultierend globaler Wettbewerb sowie die seit den 1980er Jahren einsetzende Deregulierung – hatten Banken darüber hinaus zunehmendem Wettbewerb ausgesetzt. Dieser erhöhte Wettbewerb unter Banken als auch zwischen Banken und anderen Finanzunternehmen sowie zwischen Banken und Nicht-Banken hatte die üblichen generellen Folgen von gesteigertem Wettbewerb. Er ließ die Profitmargen ceteris paribus sinken, was wiederum zu einem verminderten Franchise-Wert führte. Mit anderen Worten: Die Geschäftstätigkeit von Banken wurde riskanter. Dies hätte ohne den Schutz, der durch die Einlagensicherung gegeben war, zur Forderung eines größeren Sicherheitspolsters in Form höherer Eigenkapitalquoten durch Fremdkapitalgeber geführt. Die FDIC-Versicherung von Einlagen erlaubte es Banken aber, die Eigenkapitalquoten weiterhin auf historisch niedrigem Niveau und deswegen auf einem Level zu belassen, der mitunter für die weniger problematische Nachkriegszeit, nicht jedoch für die Zeit ab den 1970er Jahren angemessen war.

Die Folge dieser „selektiven Liberalisierung“ war also einerseits ein riskanteres Verhalten von Finanzinstituten und andererseits eine damit in Zusammenhang stehende Zunahme an Krisen. Den damit einhergehenden Problemen von Banken wurde in weiterer Folge durch eine extreme Ausweitung der impliziten und expliziten staatlichen Garantien zu begegnen versucht. Auch in dieser Hinsicht ist das regulatorische Rahmenwerk seit 1980 stark inkonsistent. Die Geschichte der Finanzmärkte legt

nahe, dass Finanzunternehmen und unter diesen insbesondere Banken eine spezielle Bedeutung im Wirtschaftssystem zukommt. Diese besonderen Merkmale bedingen wiederum, dass denselben eine vorteilhaftere Behandlung zukommt als Nicht-Finanzunternehmen. Angesichts der Tatsache, dass Wettbewerb zwangsläufig einen Schumpeter‘schen Prozess kreativer Zerstörung miteinschließt, scheint eine Förderung exzessiven Wettbewerbs, wie sie durch die „selektive Liberalisierung“ erfolgte, unangebracht, insofern die daraus resultierenden Konsequenzen das wirtschaftliche Überleben einiger und den ökonomischen Untergang anderer nach sich ziehen. Ist der Staat jedoch, und die Einführung staatlicher Einlagensicherung und das staatliche Sicherheitsnetz im Allgemeinen sowie weitreichende diskretionäre Eingriffe durch den Staat in Krisenfällen legen dies nahe, nicht gewillt, die aus Deregulierung resultierenden Konsequenzen – nämlich den Untergang von Bankinstituten, d.h. schöpferische Zerstörung nach Schumpeter – in Kauf zu nehmen, ist die über das Nötige hinausgehende Deregulierung ipso facto nicht zu rechtfertigen.

Dass auch die Reagan-Administration, ungeachtet ihrer Freien-Markt-Rhetorik, die Lösung der durch ihre „Deregulierung“ hervorgerufenen Schwierigkeiten des Finanzsektors nicht dem freien Markt überließ, wurde schon kurz nach der Wahl Reagans zum US-Präsidenten veranschaulicht, wie im folgenden Kapitel erläutert werden wird.

5 FALLBEISPIELE SELEKTIVER LIBERALISIERUNG

The best way to rob a bank is to own one.[514]

5.1 EINLEITUNG

In den frühen 1980er Jahren stellten sich die Probleme, die von nicht anreizkompatiblen Einlagensicherungssystemen ausgehen und auf welche bis zu diesem Zeitpunkt größtenteils von Ökonomen hingewiesen worden war, die von Politikern jedoch lange nicht ernstgenommen worden waren, als treffend heraus. Grossman (1992) weist darauf hin, dass die von Moral Hazard ausgehende Gefahr durch Einlagensicherung schon in den 1930er Jahren bemerkbar geworden war. Nach einer mehrjährigen Phase, während der neu-versicherte *„savings & loan associations"*[515] ein niedrigeres Risikolevel als nicht versicherte Institute aufgewiesen hatten, passten sich diese sukzessive an die Vorteile einer Einlagensicherung an, und nach durchschnittlich fünf Jahren waren versicherte Institute riskanter als ihre nicht versicherten Pendants. Grossman weist aus diesem Grund auf das essentielle Erfordernis einer starken Überwachung versicherter Institute hin, um die Stabilität des Finanzsektors zu gewährleisten.[516]

Einige Studien gehen gar davon aus, dass das Bankensystem keine inhärente Instabilität aufweist und diese erst durch eben jene Maßnahme eingeläutet wird, mit welcher diese (ex ante nicht existente) Instabilität bekämpft werden soll – Einlagensicherung.[517] Goodfriend & King (1988) und Benston & Kaufman (1995) weisen in diesem Zusammenhang auf den Umstand hin, dass Banken historisch gesehen – vor Einführung US-weiter Einlagensicherung – eine Insolvenzrate vergleichbar mit jener von Nicht-Finanzunternehmen aufgewiesen hatten und auch die von Fremdkapitalgebern (Einlegern) getragenen Verluste mit jenen von Nicht-Finanzunternehmen vergleichbar waren.[518]

Ob die Instabilität des Bankensektors nun auf die Einführung von Einlagensicherung zurückzuführen ist oder nicht, fest steht, dass es diese Banken erlaubte, mit signifikant geringeren Eigenkapitalquoten zu

[514] United States Congress, House, Committee on Government Operations – Combating Fraud, Abuse and Misconduct in the Nation's Financial Institutions: Current Federal Reports are Inadequate. 72nd Report, 13. Oktober 1989, zitiert nach Pontell (2005) – White-Collar Crime, S. 192.
[515] Siehe für die Definition von „savings & loan associations" auf den folgenden Seiten.
[516] Grossman (1992) – Moral Hazard in the Thrift Industry.
[517] Vgl. Kaufman (1994) – Bank Contagion.
[518] Goodfriend & King (1988) – Financial Deregulation, S. 16; Benston & Kaufman (1995) – Is the Banking and Payments System Fragile, S. 230; Kaufman (1994) – Bank Contagion, S. 134. In diesem Zusammenhang ist natürlich darauf hinzuweisen, dass es sich bei Fremdkapitalgebern von Banken (Einleger) im Unterschied zu Fremdkapitalgebern von Nicht-Finanzunternehmen (Anleihenhalter, Banken) in der Regel um uninformierte, nicht kommerzielle Personen handelt.

operieren als ohne die Versicherung von Einlagen.[519] Die Verringerung von Eigenkapital ist natürlich nicht ausschließlich auf die Einführung der Einlagensicherung zurückzuführen. Tatsächlich handelte es sich hierbei um einen langanhaltenden Trend zumindest seit dem frühen 19. Jahrhundert. Nach Lindow (1963) fiel das Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme von etwa 60% im Jahr 1800 auf 20% im Jahr 1900 und im Anschluss daran auf unter 10% in der Mitte des 20. Jahrhunderts.[520] Dieser Trend ist zum Teil auf technologischen Fortschritt zurückzuführen, ab 1933 jedoch darüber hinaus der Versicherung von Bankeinlagen durch den Staat zuzuschreiben.

Es besteht, wie in den vorangegangenen Kapiteln theoretisch und empirisch dargestellt, weitgehend Konsens dahingehend, dass das Bankensystem durch die Bereitstellung staatlichen Einlagenschutzes tendenziell riskanter gestaltet wird. Nicht zuletzt wird diese Gefahr durch internationale Erfahrungswerte untermauert. Zahlreiche Studien belegen, dass die Einführung von Einlagensicherungssystemen Finanzsysteme krisenanfälliger gestaltet.[521] Gleichermaßen eindeutig ist belegt, dass die Liberalisierung des Finanzsektors mit einer erhöhten Fragilität desselben einhergeht und die Wahrscheinlichkeit von Finanz- und Bankenkrisen erhöht, indem liberalisierte Finanzsysteme die Möglichkeiten ausweiten, Risiko einzugehen.[522] Besonders erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang empirische Evidenz dafür, dass die Liberalisierung von Bankensystemen die Gefahr durch Moral Hazard infolge von Einlagensicherungssystemen verstärkt.[523] Dieser Gefahr durch Moral Hazard sollte, wie ebenfalls in den früheren Kapiteln beschrieben, durch eine erhöhte Regulierung und Überwachung vorgebeugt werden. Diese Regulierung hatte sich seit den 1930er Jahren darauf konzentriert, Wettbewerb zwischen den einzelnen Finanzinstituten als auch zwischen den verschiedenen Finanzsektoren gering zu halten sowie Investitionsmöglichkeiten zu begrenzen. Seit 1980 wurde jedoch zunehmend damit begonnen, Anlagerestriktionen von Banken und anderen Finanzinstitute aufzuheben, während das staatliche Sicherheitsnetz erweitert wurde. In diesem Zusammenhang sind zwei Ereignisse der 1980er Jahre von besonderer Bedeutung. Zum einen führte die zunehmende Aufweichung bzw. Nichtanwendung von Anlagerestriktionen für Banken zu einer potenziell systemischen Bankenkrise infolge des Ausfalls mehrerer lateinamerikanischer Länder. Zum anderen stellt die „*savings and loan*"-Krise (S&L-Krise), also die die Sparkassenlandschaft der USA betreffende Krise der 1980er und 1990er Jahre, als die schwerste Bankenkrise seit den 1930er Jahren ein vorzügliches Beispiel für die Bedrohung dar, die von

[519] Vgl. Friedman & Schwartz (1987) – Has the Government Any Role in Money, S. 307.
[520] Lindow (1963) – Capital Ratios, S. 30. Für die Entwicklung von den 1960er bis in die 1980er Jahre, siehe Mitchell (1984) – Capital Adequacy at Commercial Banks S. 22.
[521] Vgl. u.a. Barth, Caprio & Levine (2001) – Banking Systems Around the Globe; Demirgüç-Kunt & Detragiache (2002) – Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability.
[522] Mehrez & Kaufman (2000)- Transparency, Liberalization, and Banking Crises; Demirgüç-Kunt & Detragiache (1999) – Financial Liberalization and Financial Fragility; Allen (2005) – Modelling Financial Instability.
[523] Demirgüç-Kunt & Detragiache (2002) – Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability; Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998) – Determinants of Banking Crises.

Einlagensicherungssystemen ausgeht – insbesondere in Verbindung mit einer gleichzeitigen Verringerung staatlicher Prüfung und Aufsicht des Bankensystems und einer Ausweitung der Investitionsbefugnisse.

5.2 DIE LATEINAMERIKAKRISE

Der Lateinamerikakrise bzw. „Less-Developed Country Crisis", kurz LDC-Krise, ging ein Jahrzehnt an Kreditboom voran, das von hohen Mittelzuflüssen von westlichen und besonders US-Banken an sich entwickelnde Länder charakterisiert war. Nach den zahlreichen Zahlungsausfällen von Entwicklungsländern in den 1930er Jahren waren in deren Anschluss Kredite an letztere fast ausschließlich von westlichen Staaten und internationalen Organisationen (IWF, Weltbank) gewährt worden. Ab den späten 1960er Jahren begannen internationale Großbanken jedoch wieder vermehrt damit, Kredite an Länder außerhalb der westlichen Welt zu vergeben, sodass ab den frühen 1970er Jahren der Umfang privater Kapitalflüsse in die Entwicklungsländer jene von offizieller Seite mit Zustimmung und Unterstützung westlicher Regierungen wieder überstieg.[524]

Die Entwicklung bzw. die zugrundeliegende ökonomische Dynamik der Schuldenanhäufung lateinamerikanischer Staaten ist relativ einfach. Der stark gestiegene Ölpreis in den 1970er Jahren hatte Öl-produzierenden Ländern (OPEC-Länder) hohe Leistungsbilanzüberschüsse ermöglicht, denen Leistungsbilanzdefizite der westlichen als auch sich entwickelnder Länder gegenüberstanden. Infolge der Unmöglichkeit, diese Überschüsse in den eigenen Ländern zu investieren, da diese nicht über die nötige Infrastruktur und oft nicht über eine ausreichende Bevölkerungsanzahl verfügten, war es notwendig, diese Überschüsse zu „recyceln". Die als Petro-Dollars bezeichneten Überschüsse der OPEC-Länder wurden daher oft in westliche Länder – und dort oft in Banken – weitergeleitet.[525] Gemäß der bis in die 1970er geltenden Grundsätze wäre westlichen Staaten nun eine Vermittlerrolle dahingehend zugefallen, Entwicklungsländer entweder direkt durch Regierungskredite oder indirekt durch internationale Organisationen wie den IWF oder die Weltbank mit Krediten zu versorgen. Regierungen, insbesondere jene der Vereinigten Staaten, zögerten jedoch, diese Verantwortung auf sich zu nehmen.[526] Die Funktion der Weitervermittlung der „recycelten" OPEC-Überschüsse übernahmen deshalb oft US-amerikanische Banken, indem diese einen beträchtlichen Anteil dieser Kapitalzuflüsse

[524] Dooley (1994) – Debt Crisis, S. 3-4; Sachs & (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis, S. 5.
[525] Emminger (1985) weist darauf hin, dass weniger als ein Drittel der OPEC-Überschüsse in westliche Banken flossen und der Großteil in, oft Dollar-denominierte, Wertpapiere, Fremdwährungen und Direktinvestitionen etc. veranlagt wurde (Emminger (1985) – International Debt Crisis, S. 108-109).
[526] Dooley (1994) – Debt Crisis, S. 4-5.

in die lateinamerikanischen Länder weiterleiteten. Die niedrigen realen Zinssätze der 1970er Jahre im Vergleich zur Steigerung der Exportraten der lateinamerikanischen Länder hatten die lateinamerikanischen Entwicklungsländer attraktiv gestaltet und somit die Kreditvergabe begünstigt.[527] Der Fall des Schahs in Iran 1979 hatte den Ölpreis erneut signifikant steigen lassen und die rohstoffreichen lateinamerikanischen Länder zunehmend attraktiv werden lassen.[528] Insbesondere Mexiko zog infolge der geografischen Nähe zu den USA das Interesse internationaler Banken an und sollte ein Rennen um Kredite in Bewegung bringen. Ein mexikanischer Angestellter des öffentlichen Dienstes äußerte sich in diesem Zusammenhang wie folgt: „The banks were hot to get in. All the banks in the U.S. and Europe and Japan stepped forward. They showed no foresight. They didn't do any credit analysis. It was wild."[529] Im Zuge dieser Goldgräberstimmung analysierte Walter Wriston, *Citibank*-CEO von 1967 bis 1984, die Kreditvergabe an sich entwickelnde Länder:

> *„Countries don't go out of business ... The infrastructure doesn't go away, the productivity of the people doesn't go away, the natural resources don't go away. And so their assets always exceed their liabilities, which is the technical reason for bankruptcy. And that's very different from a company."*[530]

Diese weitverbreitete euphorische Stimmung unter Banken wurde von staatlicher Seite unterstützt, indem sowohl dem „Recyceln" von Petro-Dollar als auch einem Absehen von einem übervorsichtigen Zurückfahren der Kreditvergabe angesichts wachsender Forderungen gegenüber diesen Ländern applaudiert wurde.[531] Nicht unbedeutend ist in diesem Zusammenhang, dass es Banken von offizieller Seite gar erlaubt worden war, bestehende Restriktionen hinsichtlich der Kreditvergabe zu ignorieren. Grundsätzlich war es Banken nämlich untersagt gewesen, mehr als das Äquivalent von 15% ihres Eigenkapitals an einen einzelnen Kreditnehmer zu vergeben. Banken wurde es in diesem Rahmen jedoch ermöglicht, einzelne Kredite verschiedenen staatlichen Institutionen zuzurechnen und so die Bestimmung zu umgehen.[532] Schon Ende 1978 hielten die größten US-Banken rund 9% ihrer Aktiva in Form von Lateinamerikakrediten, was wiederum 208% ihres durchschnittlichen Eigenkapitals entsprach.[533] Aus diesem Grund befürworteten einige schon gegen Ende der 1970er Jahre eine aktivere

[527] Sachs & (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis, S. 8.
[528] Reinhart & Rogoff (2009) – This Time Is Different, S. 17.
[529] Zitiert nach Kraft (1984) – The Mexican Rescue, S. 19-20.
[530] Die Kurzfassung dieser Aussage „Countries Don't Go Bust" ist oft zu finden, u.a. in Reinhart & Rogoff (2009) – This Time Is Different, S. 51. Der hier zitierte, ausführliche Kommentar stammt von der Homepage des IWF unter http://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_dt_01.htm (18.12.13).
[531] Schwartz (1988) – International Debts, S. 15; Sachs & (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis, S. 8; Reinhart & Rogoff (2009) – This Time Is Different, S. 17.
[532] Schwartz (1988) – International Debts, S. 15; Kraft (1984) – The Mexican Rescue, S. 20.
[533] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 195.

Rolle internationaler Organisationen, da Probleme in den lateinamerikanischen Staaten Stützmaßnahmen erfordern würden, um große Banken vor der Insolvenz zu schützen.[534]

Ende der 1970er Jahre begann dann unter dem seit 1979 der Federal Reserve vorsitzenden Paul Volcker der Kampf gegen die hohe Inflation und Arbeitslosigkeit der 1970er Jahre. In diesem Zuge erhöhte Volcker den Leitzinssatz auf nahezu 20%. Infolge dieser dramatischen Erhöhung des US-Leitzinsniveaus war es vielen lateinamerikanischen Staaten nicht möglich, ihre Verbindlichkeiten, die größtenteils einen variablen Zinssatz aufzuweisen hatten und in US-Dollar denominiert waren, zu prolongieren bzw. umzuschulden. Der Beginn der Lateinamerikakrise wird in der Regel mit dem 12. August 1982 datiert, als der mexikanische Finanzminister Silva Herzog den US-Finanzminister Donald Regan, den Vorsitzenden der Federal Reserve Paul Volcker und den IMF-Direktor Jacques de Larosière darüber informierte, dass Mexiko seine Schulden nicht mehr bedienen können würde.[535] Mexikos Moratorium führte in weiterer Folge zum Ausfall einer Vielzahl weiterer lateinamerikanischer Staaten, sodass bis 1989 Argentinien, Bolivien, Brasilien, Costa Rica, Kuba, die Dominikanische Republik, Ecuador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panama, Paraguay, Peru und Venezuela in Zahlungsverzug geraten waren.[536]

Die Reaktion der Reagan-Administration, die zwei Jahre zuvor jegliche Art staatlicher Einmischung in die privatwirtschaftliche Sphäre ausgeschlossen und eine Begrenzung der Ressourcen für die Weltbank und den Internationalen Währungsfonds (IWF) gefordert hatte, war in dieser Hinsicht einmal mehr von Inkonsistenz geprägt. Der ablehnenden Haltung gegenüber diesen Organisationen war die Auffassung zu Grunde gelegen, dass diese ein verantwortungsloses Verhalten sowohl auf Seiten der Kreditnehmer als auch Kreditgeber fördern würden, indem ein De-facto-Sicherheitsnetz errichtet würde. Gleichzeitig waren Banken von offizieller Stelle jedoch oft dazu angehalten worden, die Kreditvergabe an Entwicklungsländer auszuweiten, unter anderem indem Banken bestehende Regularien zu missachten bzw. zu ignorieren erlaubt wurde.[537] Krugman schreibt zu dieser „major anomaly in the first Reagan administration“:

> *„Yet, less than two years after taking office, the Reagan administration found itself at the center of an unprecedented piece of international financial coordination. This effort involved discreet but unmistakable coercion of private creditors, a key role for the previously scorned multilateral agencies, growing commitment of public resources, and eventually a de facto alliance between the U.S. government and some debtors to pressure banks into relinquishing their contractual rights.”*[538]

[534] Burns (1977) – The Need for Order in International Finance; Whitman (1978) – Bridging the Gap.
[535] Kraft (1984) – The Mexican Rescue, S. 2.
[536] Power (1996) – Sovereign Debt, S. 2709, Fußnote 28.
[537] Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 691.
[538] Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 691.

Sachs (1987) und Krugman, Enders & Rhodes (1994) betonen in dieser Hinsicht, dass der einzige Lösungsvorschlag in Hinblick auf die Lateinamerikakrise, der nicht angesprochen wurde, jener war, dass diese durch den Markt selbst und ohne staatliche Intervention gelöst werden sollte.[539] Dies wohl deshalb, weil ein Laissez-Faire-Zugang zu signifikanten Abschreibungen bei Banken geführt hätte.[540] In diesem Zusammenhang hatte Volcker berechnet, dass die Verbindlichkeiten der Entwicklungsländer mit Ausnahme der OPEC-Staaten an die neun größten US-Banken $60,3 Milliarden – rund die Hälfte dieser Summe war Argentinien, Brasilien und Mexiko zuzurechnen – und somit 222% ihres Eigenkapitals betrugen.[541] Basierend auf UN-Daten berechneten Feldstein, deCarmoy, Narusawa & Krugman (1987) im Jahr 1982 ein Exposure ebenfalls der neun größten US-Banken von 284% ihres Eigenkapitals an alle Entwicklungsländer und 176,5% an lateinamerikanische Schuldnerländer, zwei Drittel (113,1%) davon an Argentinien, Brasilien und Mexiko.[542] Ein Schuldenausfall dieser Länder hätte somit zur Insolvenz einer Anzahl an internationalen Großbanken und in weiterer Folge zu einer globalen Finanzkrise führen können, von der angenommen wurde, sie könne schlimmer als jene der 1930er Jahre ausfallen.[543]

Aus diesem Grund wurden direkt anschließend an 1982 die Probleme der lateinamerikanischen Länder als eine Liquiditäts-, nicht Solvenzkrise behandelt – eine Einschätzung, die Schwartz (1989) als „fiction" bezeichnete und von einigen weiteren Studien in Frage gestellt wird –,[544] indem von einem Konsortium bestehend aus internationalen Geldgebern, Staaten und Banken neue Kredite an die lateinamerikanischen Länder vergeben wurden.[545] Diese Herangehensweise basierte auf der Annahme, dass ein anziehendes globales Wirtschaftswachstum sowie Austeritätsmaßnahmen in den betreffenden Ländern zu einer Besserung der angespannten Situation führen würden. Darüber hinaus stellte die Tatsache, dass ein Zahlungsausfall dramatische Auswirkungen auf das Finanzsystem und insbesondere auf die größten Banken der Vereinigten Staaten sowie andere entwickelte Länder haben würde, einen wichtigen Beweggrund für die Gewährung neuer Kredite dar.

Der Umgang mit dem Schuldenproblem lateinamerikanischer und anderer sich entwickelnder Länder

[539] Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 691-692; Sachs & (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis, S. 1.
[540] Lindert (1991) – Response to Debt Crisis, S. 244.
[541] Hetzel (2008) – Monetary Policy of the Federal Reserve, S. 180 u. 340, Fußnote 11. Auch Banken anderer westlicher Länder, unter anderem Großbritannien, Japan, Westdeutschland und die Schweiz, wiesen ein hohes Exposure an Entwicklungsländer auf. Siehe hierzu die vom *The Economist* zusammengestellten Daten vom 30. Mai 1987 auf Seite 77 in Feldstein, deCarmoy, Narusawa & Krugman (1987) – Restoring Growth in the Debt-Laden Third World, S. 36.
[542] Feldstein, deCarmoy, Narusawa & Krugman (1987) – Restoring Growth in the Debt-Laden Third World, S. 37.
[543] Hetzel (2008) – Monetary Policy of the Federal Reserve, S. 180; Feldstein, deCarmoy, Narusawa & Krugman (1987) – Restoring Growth in the Debt-Laden Third World, S. 48; Sachs (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis, S. 3; Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 694; Lindert (1991) – Response to Debt Crisis, S. 244.
[544] Schwartz (1988) – International Debts, S. 1; Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy.
[545] Vásquez (1996) – Brady Plan, S. 233; Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 694.

kann dabei in mehrere Phasen unterteilt werden. Die erste Phase direkt im Anschluss an Mexikos Erklärung eines Moratoriums umfasste die Zurverfügungstellung von Hilfskrediten während des Zeitraums 1982-1985 durch Kredite internationaler Geldgeber sowie der zuvor als Geldgeber aufgetretenen Banken. In dieser Hinsicht stellten Kredite internationaler Organisationen – der Weltbank, des Internationalen Währungsfonds (IWF) sowie der Bank für internationalen Zahlungsverkehr (BIZ) –, der involvierten Banken und der US-Regierung die bedeutendsten Finanzierungsquellen dar. Der IWF übte dabei signifikanten Druck auf die geldgebenden Banken aus, sich an den Hilfskrediten zu beteiligten, indem diese als Voraussetzung für ein IWF-Engagement erklärt wurden. Diese Strategie erlaubte es, das Free-Rider-Problem zu minimieren, wonach einzelne Banken in der Hoffnung darauf, dass andere Banken sich beteiligen würden, Zurückhaltung in Hinblick auf die Vergabe eigener Kredite zeigen hätten können.[546] Obgleich angenommen worden war, dass die involvierten Banken einen Großteil der neuen Kredite tragen würden, war dies nur circa ein Jahr der Fall gewesen, danach stellten offizielle Kredite den Großteil der neu vergebenen Kredite dar.[547]

Seit 1982 war den lateinamerikanischen Ländern zeitweise eine oberflächliche Besserung ihrer prekären Situation gelungen, doch 1985 wurde immer offensichtlicher, dass weiterführende Maßnahmen nötig waren, um den Zahlungsproblemen zu begegnen. Während der zweiten Phase ab 1986 führte dann der Baker-Plan zu einer weiteren Verschiebung der Kreditlast von Banken hin zu offiziellen Geldgebern – Staaten als auch multinationalen Institutionen.[548] Bis 1988 waren die Hilfsaktionen, wie Krugman bemerkt, somit eher einem Bailout und weniger einem „Bail-In" für Banken gleichgekommen, obgleich letzteres die erklärte Zielsetzung beider vorangegangenen Strategien dargestellt hatte.[549] In der Tat legen die getroffenen Maßnahmen nahe, dass diese hauptsächlich darauf abgezielt hatten, Schaden von den größten US-Banken fernzuhalten, indem Abschreibungen verhindert werden sollten.[550] Sachs & Huizinga (1987) stellen aus diesem Grund fest, dass die lateinamerikanische Schuldenkrise ironischerweise keine negative Auswirkung auf die Gewinne der Banken hatte, obwohl die Krise die Solvenz derselben in Frage gestellt hatte. Zinszahlungen der lateinamerikanischen Länder an US-Banken konnten durch stetig wachsende Hilfskredite aufrechterhalten werden, und Bankregulatoren erlaubten es Banken außerdem, die volle Höhe dieser Zinszahlungen als Gewinne zu verbuchen, ohne einen Teil für Rücklagen für Forderungsausfälle zur Verfügung stellen zu müssen. Zwischen 1982 und 1986 stiegen die Gewinne der neun größten – und ursprünglich hoch gefährdeten

[546] Siehe hierzu u.a. Cline (1995) – International Debt Reexamined, S. 206.
[547] Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 696.
[548] Siehe hierzu ausführlicher Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 696-700.
[549] Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy, S. 701.
[550] Lindert (1991) – Response to Debt Crisis, S. 244.

– Banken deshalb mit einer einzigen Ausnahme an.[551]

5.3 DIE KRISE DER US-SPARINSTITUTE

Two farmers meet. `I have just insured myself against fire and hail,´ says one. `I can see your point about fire,´ replies the other, `but how do you make hail?´[552]

5.3.1 ENTWICKLUNG IM FINANZSEKTOR BIS AUSBRUCH DER S&L-KRISE: DISINTERMEDIATION

Wie in Kapitel 3.3.2.1 erläutert, war mit den Banking Acts von 1933 und 1935 durch „*Regulation Q*" eine Zinsobergrenze eingeführt worden, die Kreditinstitute auf Einlagen zahlen durften. Hatten Zinsobergrenzen lange Zeit keine negativen Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit von Finanzinstituten gehabt, so änderte sich dies mit der hohen Inflationsrate seit Ende der 1960er Jahre, die die Marktzinssätze teilweise weit über die durch „*Regulation Q*" festgelegten Zinsobergrenzen getrieben hatte. Die Folge davon war, dass die den Banken zu zahlen erlaubten Zinssätze nur mehr eine nominelle, aber keine reale Rendite mehr versprachen. 1970 beispielsweise betrug die Rendite auf US-Treasury-Bills mit einer Laufzeit von 30 Tagen 7,46%, Spareinlagen durften jedoch mit maximal 4,5% verzinst werden.[553]

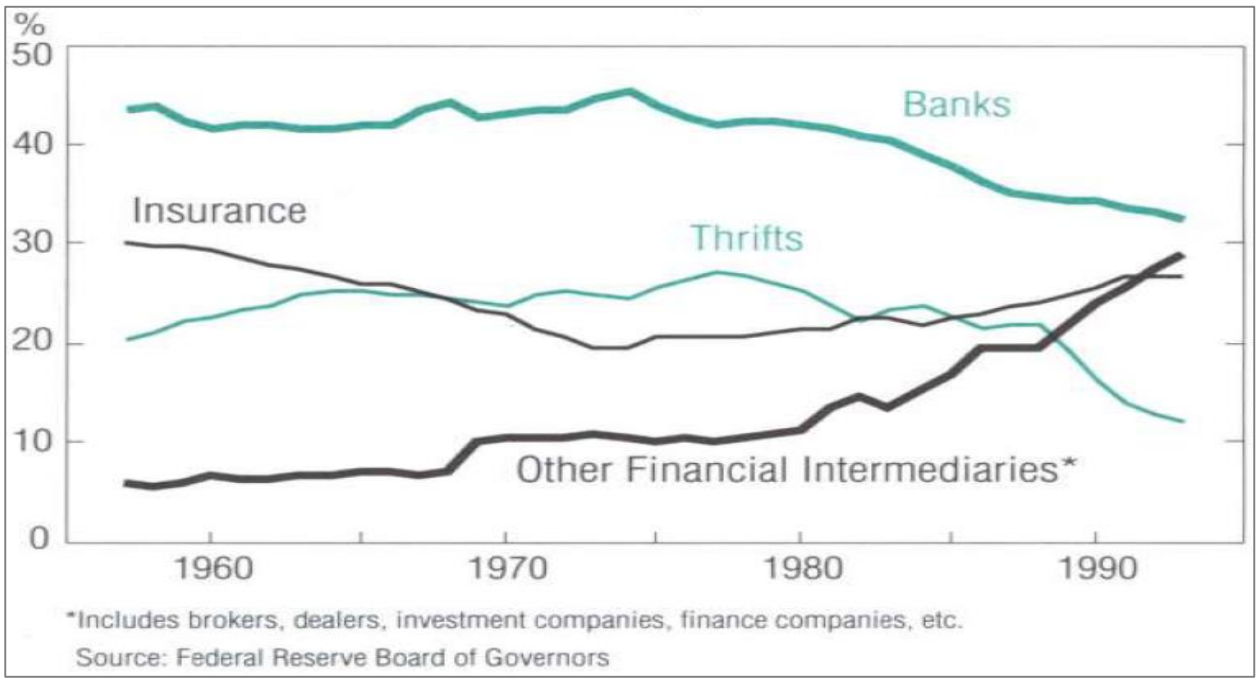
Eine marktgerechte Verzinsung versprachen jedoch die neu aufgekommenen Geldmarktfonds (*money market funds*), die seit 1972 hauptsächlich von Investmentbanken als Ersatz für traditionelle Bankkonten angeboten worden waren. Geldmarktfonds investieren in Geldmarktinstrumente wie Commercial Paper, Schatzwechsel (Treasury-Bills), Rückkaufsvereinbarungen (Repurchase Agreements) sowie Certificates of Deposit (CDs) (deutsch: Einlagenzertifikate) und schütten Zinserträge laufend aus, sodass deren Net Asset Value nahe $1 verbleibt.[554] Der Vorteil von Geldmarktfonds lag darin, dass diese nicht an die von „*Regulation Q*" festgesetzten Höchstzinssätze gebunden waren und somit eine marktadäquate Verzinsung boten. Darüber hinaus war das Bezahlen gegen deren Wert erlaubt, sie fungierten somit als Ersatz für Scheck- bzw. Girokonten. Die Folge dieses Konkurrenzprodukts war ein bedeutender Rückgang des Einlagevolumens in Girokonten bei Banken, das sich von etwa 60% der gesamten Bankverbindlichkeiten im Jahr 1960 auf etwa 20% bis 1995 reduzierte und eine günstige Geldquelle für Banken versiegen ließ.

[551] Sachs & Huizinga (1987) – US Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis, S. 567-569. Die Ausnahme stellte *BankAmerica* dar, die beträchtliche Kreditausfälle auf dem Heimatmarkt ausgesetzt war (Sachs & Huizinga (1987) – US Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis, S. 567).
[552] Roland Vaubel – The Moral Hazard of IMF Lending. *The World Economy* 6 (1983), S. 292.
[553] Ruebling (1970) – Regulation Q, S. 29.
[554] Cook & Laroche (1993) – Instruments of the Money Market, S. 156-157.

In Hinblick auf die 1970er und 1980er Jahre wird deshalb häufig von „Disintermediation“ gesprochen, die dann auftritt, wenn sowohl Kreditnehmer als auch Kreditgeber traditionelle Finanzintermediäre (d.h. Banken) ausschalten und stattdessen direkt in eine Kreditgeber-Kreditnehmer-Beziehung treten. Seit den 1970er Jahren fanden es Unternehmen, vor allem jene mit guten Bonitätsbeurteilungen, zunehmend günstiger, anstelle von Bankkrediten die Kapitalmärkte anzuzapfen und somit Banken als Finanzintermediäre zu umgehen. Diese in den 1970er Jahren einsetzende und in den 1980er Jahren an Bedeutung gewinnende Entwicklung wird durch einen steilen Abfall des Marktanteils von Banken am Kreditgeschäft untermauert. Nachdem Kredite an Nicht-Finanzunternehmen durch Banken Anfang der 1970er Jahre rund 35% ausgemacht hatten, fiel ihr diesbezüglicher Marktanteil auf etwa 22% Anfang der 1990er Jahre. Eine noch ausgeprägtere Entwicklung weisen die US-Sparinstitute auf, deren Marktanteil an der Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen von über 20% Anfang der 1970er Jahre auf unter 10% Anfang der 1990er Jahre fiel.[555]

Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der Bilanzgröße einzelner Finanzsektoren, die eine Abnahme der Wichtigkeit des Bankensektors nahe legt.

Abbildung 8: Anteil an US-Finanzintermediation nach Sektoren, 1957-1993



Daten: John H. Boyd & Mark Gertler – Are Banks Dead? Or Are the Reports Greatly Exaggerated? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 18 (1994), S. 4.

[555] Edwards & Mishkin (1995) – Decline of Traditional Banking, S. 28.

Ungeachtet der oben beschriebenen Entwicklungen, die eine abnehmende Bedeutung von Geschäftsbanken seit den 1970er suggerieren, ist diese Schlussfolgerung nur auf den ersten Blick korrekt. Boyd & Gertler (1994), Romer & Romer (1993) und Edwards & Mishkin (1995) sehen aus mehreren Gründen die häufig attestierte Abnahme der Wichtigkeit von Banken als nicht gerechtfertigt an. Boyd & Gertler (1993) und Edwards & Mishkin argumentieren, dass, obgleich das traditionelle Bankgeschäft in den 1970er und 1980er Jahren rückläufig war, diese Entwicklung durch den Ausbau von off-balance-sheet-Aktivitäten zumindest ausgeglichen wurde, indem der Anteil nicht-zinsabhängiger Erträge am Gesamteinkommen von Banken von der zweiten Hälfte der 1970er Jahre bis Mitte der 1990er Jahre verdoppelt wurde.[556] Boyd & Gertler (1993) und Romer & Romer (1993) zeigen außerdem, dass sich die Bedeutung von Banken für die Kreditvergabe gemessen an der Wirtschaftsleistung nicht verringert hat. Im Gegenteil, gemessen am Bruttoinlandsprodukt haben sich Bankkredite von Ende der 1950er Jahre bis Mitte der 1980er Jahre nahezu verdoppelt, bis 1992 hatte sich das Verhältnis von Krediten zum BIP zwar rückläufig entwickelt, doch war dieses immer noch auf dem Stand von 1974 und signifikant über dem Wert vergangener Jahre.[557] Kaufman & Mote (1994) und Levonian (1995) unternahmen einen weiteren Versuch, „Disintermediation“ zu quantifizieren, indem sie die Wertschöpfung des Bankensektors berechneten. Beide Studien kamen zum Ergebnis, dass der Anteil der Wertschöpfung von Banken sowohl in Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt als auch auf den Finanzsektor nicht abnahm und widerlegten somit die weitläufige Annahme eines durch „Disintermediation“ an Bedeutung verlierenden Bankensektors.[558]

Selbst wenn off-balance-sheet-Aktivitäten, deren Bedeutung für Banken seit den 1970er Jahren stark zugenommen hatte, nicht einberechnet werden, so war die häufig bemühte Gefahr einer Marginalisierung der traditionellen Banktätigkeit also nicht gerechtfertigt. Off-balance-sheet-Aktivitäten waren ausgebaut worden, um dieser vermeintlichen Gefahr zu begegnen, deren Existenz vor dem Hintergrund einer nicht abnehmenden, sondern zunehmenden Bedeutung von Bankkrediten ernsthaft angezweifelt werden muss.

[556] Boyd & Gertler (1994) – Are Banks Dead, S. 5; Edwards & Mishkin (1995) – Decline of Traditional Banking, S. 30. Obgleich nicht-zinsabhänigige Erträge aus off-balance-sheet-Aktivitäten oft mit nicht-traditionellen Geschäftsaktivitäten von Banken in Zusammenhang gebracht werden, so stellen Kreditzusagen (*loan commitments*) und Akkreditive (*letters of credit*), die nicht in den Bilanzen aufgeschlüsselt sind, doch traditionelle Bankaktivitäten dar, deren Bedeutung jedoch nicht unmittelbar aus der Bilanz hervorgeht. In dieser Hinsicht repräsentiert zumindest ein Teil nicht-zinsabhängiger Erträge konventionelle Banktätigkeiten (Edwards & Mishkin (1995) – Decline of Traditional Banking, S. 43, Fußnote 6).

[557] Boyd & Gertler (1994) – Are Banks Dead, S. 4; Romer & Romer (1993) – Postwar Transmission Mechanism, S. 33-34.

[558] Kaufman & Mote (1994) – Declining Industry; Levonian (1995) – Why Banking Isn’t Declining.

5.3.2 DIE HISTORISCHE ENTWICKLUNG DER S&L-INDUSTRIE

Bei den Sparkassen[559] handelt es sich um Banken im weiteren Sinne, sie sind von den zahlenmäßig als auch bilanziell bedeutenderen Geschäftsbanken jedoch hinsichtlich ihrer Entwicklung und einiger weiterer Punkte zu unterscheiden. Obwohl die Ursprünge der „Savings & Loan"-Industrie in das Jahr 1831 zurückreichen,[560] gehen deren maßgebliche Charakteristika, wie auch jene weiter Teile des restlichen Finanzsektors, auf Initiativen während und unmittelbar nach der Weltwirtschaftskrise zurück. **1932** wurde mit dem **Federal Home Loan Bank Act** das Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) gegründet, das wie andere New-Deal-Initiativen das Vertrauen in das Finanzsystem generell wiederherstellen und insbesondere die Wohnbaufinanzierung während der Krise stützen sollte, indem die Finanzierungs- und Liquiditätsbedürfnisse von Savings & Loans unterstützt werden sollten. Durch den **Home Owners Loan Act** wurde **1933** das FHLBB dazu autorisiert, S&Ls auf staatlicher Ebene zu konzessionieren und zu regulieren sowie deren Wachstum zu fördern.[561] Somit kam dem FHLBB seit den 1930er Jahren eine zentralbankähnliche Rolle für S&L-Gesellschaften zu. 1934 schuf Title IV des **National Housing Act** die Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC) zur Versicherung von S&L-Einlagen, um S&Ls gegenüber Geschäftsbanken wettbewerbsfähig zu gestalten.[562] Die Mitgliedschaft für staatlich konzessionierte S&Ls war obligatorisch, bundesstaatlich zugelassenen Savings & Loans einschließlich „*building and loan associations*" und „*cooperative banks*" stand der Beitritt jedoch frei.[563] Bis 1980 waren rund 87% aller Sparinstitute der FSLIC beigetreten, die zu diesem Zeitpunkt zusammen etwa 98% aller Einlagen in Sparinstituten versicherte.[564] Die Beiträge versicherter Institute betrugen jährlich, wie jene der FDIC-Banken, ein Zwölftel Prozent, die auf die gesamten Verbindlichkeiten fällig wurden und wie jene der FDIC nicht an das Risiko der betreffenden Institute gekoppelt waren. Zusätzlich war vorgesehen, dass FSLIC-versicherte Banken eine Reserve aus Gewinnrücklagen von 5% der versicherten Einlagen über die nächsten zwanzig Jahre aufzubauen hatten.[565] Es sei hier festgehalten, dass die FSLIC im Gegensatz zur FDIC keine unabhängige Institution darstellte, sondern ein Ableger des FHLBB war, welchem die Aufgabe der Regulierung der ihr

[559] Zu den US-Sparinstituten („*thrifts*") zählen die „*savings and loans associations*", die „*credit unions*" und die „*savings banks*". Da die „*savings and loans associations*", kurz „*savings & loans*" (S&Ls) zahlenmäßig am bedeutendsten sind, wird in weiterer Folge auf sämtliche US-Sparinstitute neben ebendiesem Begriff als Savings & Loans bzw. S&Ls referiert.
[560] Siehe hierzu Mason (2008) – Savings and Loans, S. 12-99; Conway (1960) – Savings and Loan Principles, S. 15-90.
[561] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 18-19.
[562] Conway (1960) – Savings and Loan Principles, S. 329-330; NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 19-20.
[563] Conway (1960) – Savings and Loan Principles, S. 329-330.
[564] Eigene Berechnungen basierend auf Daten des Office of Thrift Supervision (OTS (1988) – Savings and Home Financing, S. A-1-A-4).
[565] Conway (1960) – Savings and Loan Principles, S. 333.

zugehörigen S&Ls zukam.[566]

5.3.3 DIE BESONDERHEITEN DER US-AMERIKANISCHEN SPARINSTITUTE

Traditionell hatten sich die *Savings & Loan Associations* auf die Vergabe von Hausbaukrediten spezialisiert, indem leistbare Hypothekendarlehen an oft der Arbeiterklasse zugehörige Personen vergeben wurden. Dieses seit dem Beginn der S&L-Industrie bestehende Charakteristikum wurde durch die Gesetzesinitiativen während und unmittelbar nach der Weltwirtschaftskrise gestärkt:

> *„[…] S&Ls were creatures of Congress, and as such they were restricted almost solely to housing finance. To assure that S&Ls would remain housing specialists, the law was fashioned so that institutions could only engage in a limited set of activities–granting home mortgage loans and holding adequate liquid reserves to meet withdrawals–and no others."*[567]

Der S&L-Industrie kam so spätestens seit den 1930er Jahren eine besondere Rolle hinsichtlich der Finanzierung von Eigenheimen zu; sie ist in dieser Hinsicht von Geschäftsbanken zu unterscheiden. Während Geschäftsbanken all jene Aktivitäten erlaubt waren, die das Gesetz nicht explizit untersagte – eine Regelung, die die Flexibilität des Bankensektors gewährleisten sollte, auf Veränderungen im Finanzsektor zu reagieren und sich diesem anpassen zu können –, war den S&Ls eine vordefinierte und enge Rolle zugedacht, die ausschließlich darauf ausgerichtet war, die Finanzierung von Eigenheimen zu ermöglichen. Die Verwandlung von S&Ls in „federal agents for housing" während der 1930er Jahre ließ die S&L-Industrie zum Symbol des „American Dreams" werden, der zunehmend den Besitz eines Eigenheims einzuschließen schien.[568]

Stellt der Fokus der S&Ls auf Wohnbaufinanzierung schon ein ausreichend markantes Unterscheidungsmerkmal zu Geschäftsbanken dar, so setzt sich der Unterschied auch innerhalb der denselben zugedachten Aufgabengebiete fort. Während Hypotheken von Geschäftsbanken typischerweise relativ kurze Laufzeiten haben, weisen von S&Ls vergebene Hypotheken traditionell längere Laufzeiten (oft 30 Jahre) auf. Ein weiterer Unterschied besteht hinsichtlich der Rückzahlungsmodalität. Hier kann zwischen solchen unterschieden werden, bei welchen über die Laufzeit hinweg nur Zinszahlungen zu erbringen sind und am Ende der Laufzeit der Nominalbetrag rückerstattet werden muss, und Tilgungshypotheken, bei welchen über den gesamten Zeitraum gleichmäßige Zahlungen (Annuitäten) fällig werden, die aus einer Zins- und einer Rückzahlungskomponente bestehen. Hypotheken, die von Geschäftsbanken vergeben werden, sind hier meist endfällig, jene von Sparinstituten meist Tilgungshypotheken. Infolge gesetzlicher

[566] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 19.
[567] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 19.
[568] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 19.

Vorschriften auf nationaler Ebene als auch in vielen Bundesstaaten waren bis in die 1970er Jahre sogenannte „Fixed Rate Mortgages“ vorherrschend, deren Zinshöhe nicht variabel ist.[569]

5.3.4 AUFKOMMENDE PROBLEME IM US-SPARKASSENSEKTOR IN DEN 1960/70ER JAHREN

Die ersten Probleme der S&L-Industrie reichen in die 1950er Jahre zurück und zogen sich bis in die 1960er Jahre hin. Um die Sparinstitute vor starken Zinsänderungen zu schützen, wurden durch den Interest Rate Adjustment Act von 1966 die Höchstzinssätze von „*Regulation Q*“, denen bisher nur Geschäftsbanken unterworfen waren, auf die Sparinstitute ausgeweitet,[570] gleichzeitig aber geringfügig höher angesetzt als jene der Geschäftsbanken. Mit diesem Schritt wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass S&Ls im gegebenen Marktumfeld hoher Zinsen mit Geschäftsbanken nicht mehr wettbewerbsfähig waren und Schwierigkeiten hatten, ihre Finanzierung durch Einlagen sicherzustellen. Ein Schutz vor als zu hoch empfundenen Kosten der Finanzierung durch Zinshöchstgrenzen war außerdem durch die parallel dazu auftretenden Verluste bei Hypothekendarlehen veranlasst worden. Obgleich die Begrenzung der von S&Ls zu zahlenden Einlagenzinsen kurzfristig erfolgreich war, stellte sich diese letztlich als nicht tragfähige Langzeitlösung heraus.[571]

Ernsthafte Probleme der S&L-Industrie begannen daher in den 1970er Jahren, als die Inflationsrate in den USA rapide zu steigen begann und teilweise den zweistelligen Prozentbereich erreichte. Da die S&Ls konzentrierte Kreditportfolios – der Anteil von Hypothekendarlehen betrug während der 1970er Jahre durchschnittlich 85%[572] – mit langlaufenden, festverzinslichen Hypothekendarlehen hielten, deren Wert infolge der Verzinsung unter Marktwert dramatisch sank, ergab sich dadurch ein schwerwiegendes Problem auf der Aktivseite. Die hohe Inflation führte zu ähnlich gravierenden Problemen auf der Passivseite, als der Zinssatz, den S&Ls nach „*Regulation Q*“ auf Spareinlagen zu zahlen befugt waren, unter den Marktzinssatz fiel. Schon 1970 betrug die Rendite auf US-Treasury-Bills mit einer Laufzeit von 30 Tagen 7,46%, während Spareinlagen mit maximal 4,5% verzinst werden durften.[573] Das Problem, das sich durch die in Kapitel 5.3.1 beschriebene Disintermediation ergab, war der Abzug von Einlagen von S&Ls in die neu aufgekommenen Geldmarktfonds, die die

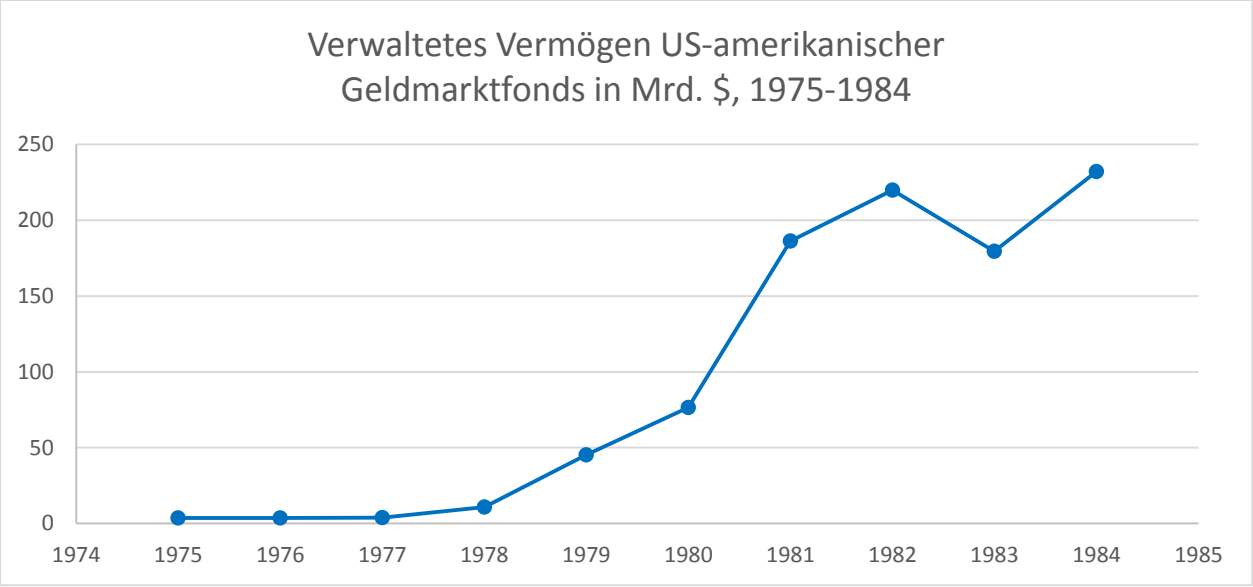
[569] Vgl. Nölling (1994) – Krise der Sparinstitute, S. 48-49.
[570] Höchstzinssätze durch Regulation Q waren bis 1966 ausschließlich auf Geschäftsbanken angewandt, mit dem Interest Rate Adjustment Act 1966 jedoch auf Sparinstitute ausgeweitet worden.
[571] Pyle (1993) – Savings and Loan Crisis, S. 12-14.
[572] Dieser Prozentsatz schließt neben konventionellen Hypothekendarlehen Investitionen in Mortgage-Backed Securities (MBSs) ein. MBSs spielten jedoch in den 1970er eine sehr geringe Rolle, insofern als konventionelle Hypothekenkredite im selben Zeitraum etwa 73% der Bilanzsumme von Sparinstituten ausmachten. Die Berechnungen basieren auf Daten des Office of Thrift Supervision (OTS (1988) – Savings and Home Financing, S. A-3).
[573] Ruebling (1970) – Regulation Q, S. 29.

Finanzierungssituation der Savings & Loans prekär gestaltete. Zusätzlich dazu wurde eine große Anzahl an vergebenen Hypothekenkrediten infolge der nicht-variablen Verzinsung unprofitabel.

5.3.5 DIE ERSTE S&L-KRISE

Die durch den Vorsitzenden der Federal Reserve Paul Volcker 1979 initiierte Dis-Inflation durch eine aggressive Erhöhung des Leitzinssatzes führte zu einer Verstärkung der Probleme von S&Ls infolge ihres „*maturity mismatch*". In diesem Zusammenhang verringerte sich die Differenz der Finanzierungskosten und der durchschnittlichen Rendite der S&L-Anlagewerte. Bis zum Jahr 1980 litten außerdem viele S&Ls unter akuter Liquiditätsnot. Von 1977 bis 1980 reduzierten sich die Nettozuflüsse aus Spareinlagen an S&Ls infolge konkurrierender Produkte, die keinen Zinsobergrenzen unterworfen waren, insbesondere Geldmarktfonds, von $32 Milliarden auf $10 Milliarden.[574] Das verwaltete Vermögen letztgenannter Geldmarktfonds stieg im selben Zeitraum von $3,9 Milliarden auf $76,4 Milliarden und bis 1982 auf $219,9 Milliarden (siehe hierzu *Abbildung 9* im Anschluss).[575]

Abbildung 9: Verwaltetes Vermögen US-amerikanischer Geldmarktfonds in Mrd. $, 1975-1984



Quelle: Federal Reserve Board – Z.1. Financial Accounts of the United States. Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts. Historical Annual Tables, 1975-1984. 6. Juni 2013, S. 75, Tabelle L.119.

[574] Pyle (1993) – Savings and Loan Crisis, S. 26.
[575] FED – Historical Annual Tables 1975-1984, S. 75, Tabelle L.119.

Diesen Problemen der S&L-Industrie versuchte die Reagan-Administration durch die Deregulierung des Sektors zu begegnen. Eine Liberalisierung der Sparinstitute passte in das wirtschaftspolitische Programm Reagans, das vermeintlich auf die Kräfte deregulierter und freier Märkte setzte, und nicht zuletzt zum Zeitgeist der 1980er Jahre. Diese Liberalisierung erfuhr somit Unterstützung sowohl aus politischen Kreisen als auch von S&L-Regulatoren selbst. Eine Reformierung der Sparinstitute hatte schon 1969 der Friend-Kommissions-Report und 1971 die Untersuchung der Hunt-Kommission empfohlen.[576] Beide Berichte hatten die unzureichende Diversifizierung von S&L-Portfolios bemängelt und aus diesem Grund eine Ausweitung der Anlagebefugnisse und die Abschaffung von *„Regulation Q"* nahegelegt. Außerdem hatte die Friend-Commission die Nutzung variabel verzinster Hypotheken empfohlen, während die Hunt-Commission unter anderem die Erlaubnis für den Vertrieb von Kreditkarten und Fonds befürwortet hatte.[577]

Um den Fortbestand der S&L-Institute zu gewährleisten, wurde daher 1980 der **Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)** erlassen. Dieses Gesetz sah hinsichtlich der Passivseite von Finanzinstituten die sukzessive Abschaffung von „*Regulation Q*" („orderly phase-out and ultimate elimination of interest rate ceilings") über die nächsten sechs Jahre vor, die seit 1933 Höchstzinssätze festgelegt hatte, die Banken auf Einlagen zahlen durften. Darüber hinaus sollte es von nun an für vom Bund konzessionierte S&Ls möglich sein, verzinste laufende Konten bzw. Girokonten („NOW Accounts"[578]) anzubieten. Schließlich wurde der gesetzliche Höchstschutz des Einlagensicherungsschutzes von $40.000 auf $100.000 erhöht. Darüber hinaus weitete der DIDMCA die Anlagebefugnisse von S&Ls signifikant aus, um eine Diversifizierung von S&L-Portfolios zu ermöglichen: In diesem Zusammenhang wurde es Bundes-S&Ls erlaubt, Kreditkartenservices anzubieten sowie bis zu 20% ihrer Anlagewerte in Konsumentenkredite, Commercial Paper und Unternehmenskredite zu investieren. Außerdem wurden in Hinblick auf Immobiliendarlehen geografische Restriktionen aufgehoben und die Befugnisse hinsichtlich der Vergabe von „acquisition, development and construction"-Krediten ausgeweitet.[579]

1981 stiegen die Finanzierungskosten erstmals über die durchschnittliche Rendite der Kreditportfolios von S&Ls insgesamt an, und die durchschnittliche Profitabilität des US-Sparkassensektors glitt ins Negative ab.[580] Im selben Jahr wirtschafteten 85% aller Sparinstitute, deren Bilanzsumme zusammen

[576] Mason (2008) – Savings and Loans, S. 206ff.
[577] Mason (2008) – Savings and Loans, S. 206ff.
[578] Das Akronym "NOW" steht hier für Negotiable Order of Withdrawal.
[579] Für eine detaillierte Übersicht der wichtigsten Bestimmungen des DIDMCA, siehe Federal Reserve Bank of Boston (o. J.) – DIDMCA.
[580] OTS (1988) – Savings and Home Financing, S. A-22-A-23; NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 30.

91% der Industriebilanzsumme ausmachte, defizitär.[581] Bis Ende des Jahres 1982 waren 13% aller S&Ls mit 32% der Industrievermögenswerte insolvent.[582] Diese Entwicklung führte zum Erlass des **Garn-St. Germain Act von 1982**, der hauptsächlich darauf abzielte, die Anlagebefugnisse von S&Ls erneut auszuweiten. Die Gesetzgeber waren zwischenzeitlich zur Ansicht gelangt, dass das Sparkassenmodell keine langfristige Grundlage hatte, und versuchten demgemäß, die Natur von Finanzinstituten homogener zu gestalten, um einen inter-sektoralen Wettbewerb, der bis zu diesem Zeitpunkt weitgehend verhindert worden war, zu erlauben, nachdem durch die Abschaffung geografischer Restriktionen hinsichtlich der Vergabe von Hypotheken durch den DIDMCA 1980 bereits ein intra-sektoraler Wettbewerb in Gang gesetzt worden war. In diesem Zusammenhang wurde der erlaubte Höchstanteil von gewerblichen Hypothekardarlehen auf 40% und jener an Konsumentenkrediten auf 30% der Vermögenswerte erhöht, während der Rahmen für Kredite sowie Leasing für gewerbliche Zwecke auf jeweils 10% gemessen an der Bilanzsumme erhöht wurde.[583] Zusätzlich zur Ausweitung der Aktivbefugnisse ermöglichte der Garn-St. Germain Act die Umwandlung von – bis zu diesem Zeitpunkt genossenschaftlich organisierten – S&Ls in Aktiengesellschaften.[584]
Diese gesetzlichen Maßnahmen zur (angenommenen) Stärkung der S&L-Industrie wurden flankiert von einer sukzessiven Reduzierung der Eigenkapitalvorschriften (siehe hierzu das nächste Kapitel), die es S&Ls erlaubte, trotz De-facto-Insolvenz weiterzubestehen.[585]

Als 1983 die S&L-Industrie, unter anderem infolge eines signifikanten Sinkens des Zinsniveaus, insgesamt wieder in die Profitabilität zurückgefunden hatte, sah man Mitte der 1980er Jahre Grund zur Annahme, dass die „Deregulierung" des S&L-Sektors Erfolg gehabt hatte und die S&L-Krise überstanden war. Insofern die Ursachen auf ungünstige und ungewöhnliche makroökonomische Entwicklungen – extrem hohe Zins- und Inflationsraten sowie eine inverse Zinsstrukturkurve, die insbesondere für S&Ls mit langfristigen Hypothekendarlehen hochgradig gefährlich ist – zurückgeführt werden konnten, war diese Einschätzung auf den ersten Blick gerechtfertigt. Freilich war die Besserung der Lage der meisten S&Ls rein kosmetischer Natur und der Kombination von staatlich versicherten Einlagen und der Änderung von Accounting-Vorschriften zuzuschreiben. 1983 wirtschafteten immer noch 35% der Institute defizitär, und rund ein Zehntel aller S&Ls war technisch (nach GAAP [586] -Accounting-Vorschriften) insolvent. 16% aller Sparinstitute, die zusammen über ein Drittel der Vermögenswerte

[581] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 29.
[582] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 31.
[583] Barth & Bradley (1989) – Thrift Deregulation, S. 233.
[584] Zum Hintergrund und zur Vorgeschichte der Aufnahme dieser Bestimmung in den Garn-St- Germain Act siehe Baldwin & Esty (1993) – Lessons from the Thrift Crisis, S. 46-47.
[585] Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 4, 26-27.
[586] GAAP steht für Generally Accepted Accounting Principles.

der Gesamtindustrie verfügten, wiesen außerdem einen negativen „Tangible Net Worth“[587] auf.[588] Nichtsdestotrotz konnte die S&L-Industrie zwischen Ende 1982 und 1985 ein rapides Wachstum aufweisen, als die Bilanz der S&L-Industrie von $686 Milliarden auf $1,068 Billionen anwuchs. Dieses Wachstum war hauptsächlich auf Mittelzuflüsse durch Einlagen – und oft teurerer „*brokered deposits*“ (siehe sogleich) – zurückzuführen. Diese Mittelzuflüsse in Verbindung mit den neuen Anlagebefugnissen, niedrigen Eigenkapitalvorschriften und ungenügender regulatorischer Prüfung zogen in weiterer Folge extrem Risiko-orientierte Investoren an, die die Eigentümercharakteristik der Industrie veränderten. Auf die neu gefundene Attraktivität des Sektors deutet nicht zuletzt die hohe Anzahl an Neugründungen hin, die von 1980 bis 1986 beinahe 500 betrug.[589]

Die zweite Phase der S&L-Krise wurde in weiterer Folge nicht durch adverse volkswirtschaftliche Phänomene ausgelöst, sondern durch die Maßnahmen, die zur Bekämpfung der ersten ergriffen worden waren.[590] In diesem Zusammenhang spielen insbesondere drei Aspekte eine tragende Rolle, die zur zweiten S&L-Krise führten: erweiterte Investment-Befugnisse und „*regulatory forbearance*“ bei erhöhtem staatlichen Versicherungsschutz.

5.3.6 DIE ZWEITE S&L-KRISE

Wie in Kapitel 5.3.5 angesprochen hatten der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act von 1980 und der Garn-St. Germain Act von 1982 die Anlagebefugnisse der S&Ls signifikant erweitert. S&L-Investitionen umfassten in weiterer Folge Kasinos, Fast-Food-Ketten, Skigebiete und Windmühlen sowie Junk-Bonds[591]. Obwohl diese exotischen Anlagen einen Eindruck von den erweiterten Investitionsbefugnissen für S&Ls vermitteln, stehen diese nicht im Mittelpunkt der Krise, vielmehr kommt während dieser sogenannten „*acquisition, development and construction loans*“ (siehe sogleich) eine zentrale Rolle zu.[592] Gleichzeitig war die Finanzierungsbasis von S&Ls deutlich verbessert worden. Unter anderem erlaubte die Erhöhung der Höchstgrenze versicherter Einlagen vermehrt das Anziehen von (versicherten) Einlagen. Mit der Erhöhung des gesetzlichen Einlagenschutzes 1980 auf $100.000 waren außerdem sogenannte „*brokered deposits*“ aufgekommen. Dabei handelte es sich um

[587] Der Tangible Net Worth errechnet sich durch die Subtraktion der Verbindlichkeiten sowie Goodwill von den Vermögenswerten.
[588] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 43.
[589] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 178-179.
[590] Baldwin & Esty (1993) – Lessons from the Thrift Crisis, S. 44-45.
[591] Bei Junk-Bonds handelt es sich um Schuldverschreibungen (Anleihen, engl.: bonds) von Emittenten mit schlechter Kreditwürdigkeit, die hohe Kupons (aus diesem Grund werden Junk-Bonds oft als High-Yield-Bonds bezeichnet), aber eine gleichermaßen hohe Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen.
[592] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 180.

Einlagen, die in Einzelstücken, deren Höhe $100.000 nicht überstiegen, um sich für die staatliche Einlagensicherung zu qualifizieren, von Brokerhäusern an Banken und S&Ls vermittelt wurden. „Brokered deposits" erlaubten ein aggressives Wachstum von S&Ls, waren jedoch teurer als herkömmliche Einlagen.

Paradoxerweise hatten die beiden Gesetze von 1980 und 1982 den Grundstein für ein starkes Wachstum der S&L-Industrie gelegt, während diese über extrem niedrige Eigenkapitalquoten verfügten, die zu schwerwiegenden Moral-Hazard-Problemen führten.[593] In diesem Zusammenhang sind vor allem die in Aktiengesellschaften umgewandelten S&Ls zu nennen – eine Möglichkeit, die der Garn-St. Germain Act eingeführt hatte. Als Aktiengesellschaft inkorporierte S&Ls hatten eine Eigentümerklasse geschaffen, die nur beschränkt haftete, aber direkt an hohen Gewinnen partizipieren konnte. Bei der bisherigen genossenschaftlichen Gesellschaftsform waren die kollektiven Eigentümer der S&L die jeweiligen Einleger gewesen. Bei Auflösung eines Kontos wurde jedoch lediglich der Nennwert der Einlage fällig, womit die Partizipation an Gewinnen praktisch ausgeschlossen war. Theoretisch war es zwar möglich, dass S&L-Gewinne an Einleger indirekt über höhere Zinsen ausgeschüttet wurde, in der Praxis war dies infolge der Zinsobergrenzen durch „Regulation Q" jedoch nicht geschehen, sodass Gewinne grundsätzlich als Rücklagen verbucht worden waren.[594] Der Anteil der als Aktiengesellschaften inkorporierten S&Ls verdoppelte sich im Kielwasser des Garn-St. Germain Acts zwischen 1981 und 1986 nahezu von 21% auf 38%, die etwa ein Drittel der Vermögenswerte (64%) des S&L-Sektors hielten.[595]

Die direkte Beteiligung an Gewinnen von S&L-Aktiengesellschaften lieferte deren Eigentümern einen Grund, das Risiko und somit die erwarteten Gewinne zu erhöhen. Die hohe Anzahl an Konvertierungen in bzw. Neugründungen als Aktiengesellschaften seit 1982 spiegelt in dieses Zusammenhang die relative Attraktivität der neuen Gesellschaftsform wider. Es ist aus diesem Grund nicht verwunderlich, dass Aktiengesellschaften seit 1982 deutlich aggressiver wuchsen als genossenschaftlich organisierte S&Ls. Dieses aggressive Wachstum wurde in zweierlei Hinsicht verfolgt: Einerseits vertrauten S&L-AGs vermehrt auf die kostspielige Option von „*brokered deposits*" zu Lasten herkömmlicher Einlagen, andererseits wurde dieses Wachstum durch den Verkauf von Hypotheken an die halb-staatlichen

[593] Kroszner & Strahan (2001) – Obstacles to Optimal Policy, S. 242.
[594] Baldwin & Esty (1993) – Lessons from the Thrift Crisis, S. 45-46. Der Financial Institutions Supervisory Act von 1966 hatte den genossenschaftliche Besitz von S&Ls durch ihre Einleger aufgehoben und die vormaligen Besitzer zu Einlegern gemacht (Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 36).
[595] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 179. Der relative hohe Anteil an S&L-AGs schon im Jahr 1981 ist durch den Zeitraum von 1971 bis 1976 erklärbar, während dem die Konversion von genossenschaftlich organisierten S&Ls zu Aktiengesellschaften versuchsweise erlaubt gewesen war. Infolge weitverbreiteter Missbrauchsfälle wurde diese Testphase jedoch 1976 beendet. Trotz der Beendigung des Konversationsexperiments erlaubte es das Federal Home Loan Bank Board ab 1976 S&Ls aber weiterhin, ihre Gesellschaftsform zu ändern, was 1979 zu einer Untersuchung durch das US General Accounting Office führte. Siehe hierzu GAO (1979) – Converting Savings and Loan Associations from Mutual to Stock Ownership.

Hypothekengesellschaften *Fannie Mae und Freddie Mac* ermöglicht.[596] Da diese in den 1980er Jahren deutlich schärferen regulatorischen Vorschriften unterlagen als ab den 1990er und besonders seit den 2000er Jahren, wurden so relativ riskante Hypotheken im eigenen Portfolio zurückgehalten, während weniger riskante weiterverkauft wurden. Die stark ausgeweiteten Anlagebefugnisse erlaubten es S&Ls in weiterer Folge, die hierdurch erhaltenen Mittel für riskantere Geschäfte aufzuwenden.[597]

Diese legitime, aber von Regulatoren nicht intendierte Verlagerung hin zu aggressiveren und riskanteren S&L-Portfolios wurde komplementiert durch die für die S&L-Krise charakteristischen Betrugsfälle. Schon eine 1983 vom US-Kongress durchgeführte Studie hatte ergeben, dass etwa ein Viertel der S&L-Insolvenzen bis zu diesem Zeitpunkt (und somit während der ersten S&L-Krise) hauptsächlich kriminellen Verhalten zuzuschreiben war. [598] Die zweite S&L-Krise hatte die Voraussetzungen für Betrug jedoch erheblich erweitert.

In diesem Zusammenhang weisen Akerlof & Romer (1993) auf das sogenannte „*looting*“, das als „bankruptcy for profit“ beschrieben worden kann, hin. Auskehrungen von Firmenvermögenswerten an deren Eigentümer – beispielsweise durch Dividendenzahlungen – sind in der Regel dahingehend beschränkt, dass diese nicht zu einer Reduzierung des Eigenkapitals unter die gesetzliche Mindestgrenze führen dürfen. Die Bestimmung zielt natürlich darauf ab zu gewährleisten, dass lediglich ökonomische Wertschöpfung an Eigentümer ausgekehrt wird; die Aushöhlung des Firmenwertes soll dadurch verhindert werden. [599] Der Gesetzgeber hatte während der frühen 1980er Jahre jedoch vorteilhafte Rahmenbedingungen dafür geschaffen, diese Bestimmungen ad absurdum zu führen. Denn parallel zu den beiden Gesetzen von 1980 und 1982 hatte das Federal Home Loan Bank Board (FHLBB) Bestimmungen in Hinblick auf das Eigenkapital von S&Ls gelockert, indem seit 1980 das von S&Ls zu haltende Eigenkapital sukzessive verringert und die zugelassenen Instrumente zur Berechnung desselben erweitert wurden.[600] Künstlich aufgeblähte Eigenkapitalquoten und andere Änderungen der Accounting-Vorschriften hatten die Möglichkeit für Eigentümer geschaffen, Firmenwerte zu extrahieren, die unter normalen buchhalterischen Regeln nicht hätten ausgekehrt werden können (siehe hierzu ausführlicher auf den folgenden Seiten). Kane (1989) nennt in diesem Zusammenhang drei wichtige Änderungen: (1) Die Möglichkeit, direkte Investitionen in Immobilien als kommerzielle Hypothekendarlehen zu behandeln, (2) Goodwill-Praktiken in Zusammenhang mit Übernahmen und (3) die Möglichkeit, die gesamten Servicegebühren bei Vergabe von Krediten als Einkommen zu verbuchen,

[596] Siehe hierzu ausführlich Kapitel 7.3 (DIE ROLLE DES STAATES IN DER SUBPRIMEKRISE) und insbesondere Kapitel 7.3.1 (GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES).
[597] Baldwin & Esty (1993) – Lessons from the Thrift Crisis, S. 49-56.
[598] US Congress (1988) – Fraud, Abuse, and Misconduct in Federally Insured Financial Institutions, S. 861.
[599] Vgl. Akerlof & Romer (1993) – Looting, S. 13.
[600] Für eine detaillierte chronologische Auflistung der betreffenden Regulierungsänderungen, siehe Barth & Bradley (1989) – Thrift Deregulation, S. 238-241.

ohne den Barwert („Present Value“)[601] der zukünftigen Aufwendungen abziehen zu müssen.[602] Obgleich die Grundlage dafür – nämlich künstliche, buchhalterische Annahmen – theoretisch anmuten mag, waren die Konsequenzen äußerst real: „[E]ach additional dollar of artificial net worth translates into an additional dollar of net worth that can be extracted from the thrift.“[603] Die Tragweite aufgeblähter und künstlich hoher Eigenkapitalquoten wird dahingehend ersichtlich, dass bis 1987 über 515 S&Ls de facto insolvent waren. Neue Accounting-Standards hatte es Regulatoren jedoch ermöglicht, diese Institute nicht schließen zu müssen und somit den S&L-Einlagenfonds FSLIC – zumindest kurzfristig – zu schützen.[604]

Eine weitere Möglichkeit, einen überproportionalen Anteil an Firmenwerten an Eigentümer auszukehren, stellten „acquisition, development and construction“-Kredite (ADC-Kredite) dar, die der DIDMCA 1980 ermöglicht hatte. ADC-Kredite boten eine besonders einträgliche Möglichkeit, künstliches Einkommen zu generieren, das ausgekehrt werden konnte. Eine stilisierte Beschreibung eines extremen, aber nicht ungewöhnlichen Falles nach Akerlof & Romer (1993) sieht wie folgt aus: Ein S&L-Institut vergibt einen „non-recourse“-Kredit[605] an einen Entwickler, der dafür lediglich die Immobilie als Sicherheit hinterlegt, ohne persönliche Haftung für den Kredit übernehmen zu müssen, um sowohl Land zu erwerben als auch eine Immobilie darauf zu errichten. Außerdem werden dem Entwickler von der S&L ein Einkommen sowie Gebühren bezahlt. Da der Entwickler jedoch keine persönliche Haftung übernimmt, willigt dieser ein, überhöhte Zinszahlungen an die S&L zu leisten. Über die nächsten Jahre kann die S&L so hohe, fiktive Gewinne durch realitätsfremde Zinszahlungen verbuchen, die ausgekehrt werden können, während sich der Entwickler ein attraktives Einkommen sichert. Die hohen Zinszahlungen führen nach ein paar Jahren zur Insolvenz des Entwicklers, der aber nicht persönlich, sondern lediglich durch die Immobilie selbst haftet. Somit stellt die einzige Unannehmlichkeit für den Kreditnehmer das Zurückfallen der Immobilie an die S&L dar. Die S&L hingegen konnte mehrere Jahre die gebuchten Gewinne an ihre Eigentümer ausschütten.[606]

Vernon Savings & Loan stellt eine aufklärende Fallstudie des „*looting*“ dar. *Vernon*, welche in den 1980er Jahren als „*Vermin*“ (engl.: „Ungeziefer“) bekannt wurde,[607] war 1960 gegründet worden und

[601] Der Barwert, häufig auch nach dem englischen Terminus als „Present Value“ bezeichnet, ist jener Wert, den ein Zahlungsstrom in der Zukunft in der Gegenwart besitzt. Zukünftige Zahlungsströme werden hierbei durch einen Faktor, der sowohl den Zeitwert als auch das Risiko der Zahlungen in Betracht zieht, abgezinst.
[602] Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 54.
[603] Akerlof & Romer (1993) – Looting, S. 13.
[604] Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 26.
[605] Ein „non-recourse“-Kredit ist durch einen Vermögenswert besichert, typischerweise eine Immobilie, der Kreditnehmer haftet aber abgesehen mit dem als Sicherheit hinterlegten Vermögenswert nicht persönlich für den betreffenden Kredit.
[606] Akerlof & Romer (1993) – Looting, S. 16.
[607] Black (2005) – The Best Way to Rob a Bank, S. 37.

wurde 1982 von Don Dixon, dessen erstes Standbein die Immobilienentwicklung darstellte, für $5,8 Millionen gekauft.[608] Für Dixon stellte die Anschaffung einer S&L eine gewinnversprechende Investition dar: Musste er sich für Immobilienprojekte zuvor zu marktüblichen und Risiko-basierten Konditionen finanzieren, so versprachen FSLIC-versicherte Ressourcen über die eigene S&L signifikant günstiger zu sein. In diesem Zusammenhang war die Konzessionierung durch den Bundesstaat Texas von besonderem Vorteil, in welchem hinsichtlich der Vergabe von Immobilienkrediten deutlich günstigere Rahmenbedingungen bestanden als auf bundesstaatlicher Ebene. Es ist aus diesem Grunde nicht verwunderlich, dass Dixon *Vernon* hauptsächlich zur Finanzierung seiner eigenen Immobilienprojekte verwendete, unter anderem, indem Kredite an ein weiteres Unternehmen Dixons, *Dondi Enterprises*, vergeben wurden.[609] Schon 1983 steckte *Vernon* in tiefen Problemen, die nach einem Bankprüfer „significant regulatory violations, unsafe and unsound practices, lending deficiencies, inadequate books and records, and control problems" einschlossen.[610] Dass das Institut 1983 nicht geschlossen wurde, ist unter anderem auf den Umstand zurückzuführen, dass Dixon Larry Taggart, einen ehemaligen kalifornischen Regulator, auf die Gehaltsliste nahm, der als Lobbyist Texas-weit das Federal Home Loan Bank Board davon abhielt, insolvente S&Ls zu schließen, und von *Vernon* monatlich $10.000 zuzüglich Spesen und einen Kredit zum Kauf einer eigenen S&L in Kalifornien erhielt.[611] Trotz des besorgniserregenden Befundes des Bankenprüfers sollte die nächste Überprüfung erst 1985 stattfinden, im Rahmen welcher eine Unterlassungsanordnung gegen unlautere Praktiken ausgesprochen wurde. Das Institut wurde schließlich Ende 1987 geschlossen, nachdem Jim Wright, Sprecher des Hauses und Rezipient von Dixon-Spenden, die Schließung durch Einschüchterung von Regulatoren ein Jahr verhindert hatte.[612] Als Texas *Vernon* beschlagnahmte, wurde festgestellt, dass 96% aller Kredite problembehaftet waren, und ein Großteil der ausgewiesenen Profitabilität durch die Buchung fiktiver Gewinne zustande gekommen war. Das von Akerlof & Romer beschriebene „*looting*" wurde im Fall *Vernon* – und anderer S&Ls – noch erweitert. Immobilien, die infolge ausgefallener Kredite an die S&L zurückgefallen waren, wurden regelmäßig zu überhöhten Preisen an Familienangehörige und Freunde Dixons verkauft, wobei die Immobilien wiederum mit Krediten von *Vernon* finanziert wurden, die in der Regel außerdem höher waren als der Kaufpreis der Immobilie und somit für den Aufwand des Käufers kompensierten (sogenannte „drag loans"). Da diese Käufe ebenfalls

[608] Kleinfeld (1991) – Don Dixon.
[609] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 11; Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime, S. 25.
[610] Zitiert nach Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 11.
[611] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 10. Es ist außerdem möglich, dass die *Vernon*-Kredite an Taggard Teil eines Versuches von *Vernon* darstellten, ohne regulatorische Absprache in eine kalifornische S&L zu investieren (Bates & Granelli (1989) – Taggard Ties to Failed Texas S&L).
[612] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 11; Kleinfeld (1991) – Don Dixon. Jim Wright trat infolge einer Überprüfung seiner Wahlkampfspenden und persönlichen Zuwendungen von seiner Funktion als Sprecher des Hauses zurück (Kleinfeld (1991) – Don Dixon).

„non-recourse" waren, hatten die Käufer keine Gefahr durch eine persönliche Haftung zu befürchten.[613] Letztlich profitierten also wiederum beide Parteien der Transaktion: *Vernon* konnte hohe fiktive Gewinne verbuchen, während „drag loans" sicherstellten, dass ein gewisser Teil des Kredits für persönliche Zwecke verwendet werden konnte.

Nachdem Dixon *Vernon* 1982 für $5,4 Millionen übernommen hatte, kostete dessen Abwicklung lediglich fünf Jahre später $1,3 Milliarden. Dixon wird in diesem Zusammenhang vorgeworfen, sich im Umfang von mehr als $500 Millionen persönlich an *Vernon* bereichert zu haben. [614]

Die Gründe für die S&L-Krise können als das Zusammenspiel von Deregulierung und untätiger Regulatoren (zum Teil infolge heftigem S&L-Lobbying) zusammengefasst werden, das eine Krise beinahe unausweichlich erscheinen ließ, indem sowohl extremes Risikoverhalten als auch Betrug gefördert wurden.[615] Mayer (1990) bringt – zumindest die zweite – S&L-Krise auf den Punkt: „The government was asking to be robbed, and it was robbed—all over the country."[616] Die Schätzungen zum Ausmaß betrügerischen Verhaltens reichen von einem Zehntel bis einem Drittel aller S&L-Problemfälle. Dies verübt von Leuten, „who either knew they were thieves or knew at least that their way of doing business would not be acceptable in any other line of work."[617] Es ist aus diesem Grunde nicht verwunderlich, dass zwischen Oktober 1988 und März 1992 Anklagen gegen 646 Personen erhoben wurden, die zu 580 Verurteilungen – davon 451 Gefängnisstrafen – führten.[618]

Ein Großteil der Studien zur S&L-Krise kommt zum Ergebnis, dass eine Ausweitung der Befugnisse der US-amerikanischen Sparkassen schon lange vor den 1980er Jahren notwendig gewesen wäre. Auf diese Notwendigkeit war jedoch nicht reagiert worden, bis die S&L-Industrie 1979 in ernsthafte Probleme geriet, welche deren systemisches Überleben nachhaltig in Frage stellten. Die Reaktion von Gesetzgebern und Regulatoren war eine aggressive Ausweitung der Befugnisse sowohl auf der Aktiv- als auch der Passivseite. Gleichzeitig damit legten Regulatoren „regulatory forbearance" fest, die es de facto insolventen S&Ls erlaubte, mit geringem bzw. negativem Eigenkapital weiterzubestehen. Nach Kane (1989) war ab 1984 etwa ein Viertel aller S&Ls „hopelessly insolvent", bestand jedoch in Form von „institutional zombies" weiter.[619] Die Rückkehr dieser „Zombie S&Ls" in die Solvenz war lediglich durch eine Ausweitung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten und die anschließende Verwendung der

[613] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 12.
[614] Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime, S. 25-26.
[615] Vgl. hierzu insbesondere Kane (1989) – S&L Insurance Mess; Mayer (1990) – Bank Robbery; Black (2005) – The Best Way to Rob a Bank; Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime; Pizzo, Fricker & Muolo (1989) – Inside Job; Brumbaugh & Carron (1987) – Thrift Industry Crisis.
[616] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 27.
[617] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 53.
[618] Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime, S. 157.
[619] Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 3-4.

erworbenen Ressourcen in hochspekulative Veranlagungen möglich. Bei Erfolg dieser Wetten würden die S&Ls in die Solvenz zurückfinden, anderenfalls würde der S&L-Einlagensicherungsfonds die Verluste tragen.

> *„Thus the remedies sought were mostly trivial* […]*, and nobody thought it important to protect the industry or the government from those who would exploit the new rules entirely for their own gains."*[620]

Die Ausnutzung der regulativen Rahmenbedingungen wurde von offizieller Seite aktiv unterstützt. Im Anschluss an die Deregulierung 1980 und 1982, als die Gefahr durch „Zombie S&Ls" und die erweiterten Anlagebefugnisse am größten war, wurden die Aufsichts- und Bankenprüfungsressourcen maßgeblich verringert.[621] Dies ist teilweise auf die Reagan-Administration zurückzuführen, die eine Verringerung staatlicher Interventionen forderte und so Aufsichtsbehörden dazu ermutigte, Ressourcen zur Bankenprüfung zu reduzieren – obgleich die betreffenden regulatorischen Behörden durch die regulierten Institute und nicht von Steuerzahlern finanziert wurden.[622] Zwischen 1984 und 1986 waren so mehrere Hundert S&Ls keiner einzigen Überprüfung unterzogen worden.[623] Einen weiteren Grund für die ausgeprägte Untätigkeit der Regulierungsbehörden stellte freilich der Umstand dar, dass die Schließung der de facto insolventen Institute die Insolvenz des S&L-Einlagensicherungsfonds selbst bedeutet hätte.[624] Das Aufschieben der Probleme macht einen weiteren Schwachpunkt des modernen Sicherheitsnetzes deutlich: Dieses tritt dann auf, wenn Regulatoren und Politiker mit schwerwiegenden Problemen konfrontiert werden und, wie oben beschrieben, diese aus den Ruf betreffenden und opportunistischen Gründen aufzuschieben versuchen. In Ermangelung eines definierten „Verlierers" infolge solcher Maßnahmen (die Kosten, die vom Steuerzahler getragen werden müssen, sind nicht leicht und unmittelbar zuzurechnen und werden deshalb oft als zu abstrakt wahrgenommen), wird somit ein Aufschieben begünstigt, das letzten Endes zu höheren Resolutionskosten führt, als es ein zeitgerechtes Eingreifen getan hätte.[625]

Gemäß moderner Finanztheorie ändert das Vorhandensein von Fremdkapital die Anreize und in weiterer Folge das Verhalten von Eigenkapitalgebern. Insbesondere Firmen mit niedriger Eigenkapitaldecke können als Call-Option für Eigentümer angesehen werden.[626] Da es im Interesse der

[620] Mayer (1990) – Bank Robbery, S. 53.
[621] Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 100-101;
[622] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 177.
[623] George H. Wang, Daniel Sauerhaft & Donald Edwards – Predicting Thrift-Institution Examination Ratings. Office of Policy and Economic Research, Federal Home Loan Bank Board, Working Paper 131, 1987, zitiert nach Kane (1989) – S&L Insurance Mess, S. 100.
[624] Vgl. NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 64.
[625] Vgl. hierzu u.a. NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 64-65; Kane (1989) – S&L Insurance Mess.
[626] Merton (1973) – Rational Option Pricing; Black & Scholes (1973) – Pricing of Options.

Eigentümer liegt, sowohl das Risiko als auch den Verschuldungsgrad zu erhöhen,[627] um den Wert ihrer Anteile zu erhöhen, liegt es an den Fremdkapitalgebern, ebendies einzugrenzen, um potenziellen Schaden von sich fernzuhalten. Garantiert jedoch ein Dritter – in diesem Fall der S&L-Einlagensicherungsfonds – die Verbindlichkeiten, so steht der Verwalter des Fonds und letztlich die Regierung in der Pflicht, Schaden durch einen funktionierenden Kontrollmechanismus von sich selbst und den Steuerzahlern abzuhalten. Folgerichtig stellt die National Commission of Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement in ihrem 1993 dem Präsidenten und Kongress vorgelegten Bericht fest:

> *„With deposit insurance, private creditors (depositors) have no obvious incentive to impose discipline. Instead the burden is shifted to the government, which is why the latter must regulate and examine insured institutions."*[628]

Während der S&L-Krise war dies in einer fahrlässigen Weise nicht geschehen. Im Gegenteil, anstelle einer Verschärfung staatlicher Bankenprüfung und -kontrolle, die die Ausweitung der Anlagebefugnisse erforderlich gemacht hatte, wurde die Banksupervision zurückgefahren, während gleichzeitig „*regulatory forbearance*" getätigt wurde.[629] Dieser Schritt wurde noch verschärft, indem der durch die FSLIC gewährte Einlagenschutz von $40.000 auf $100.000 angehoben wurde, wodurch nach Calavita, Pontell & Tillman der Grundstein für „risk-free fraud" gelegt wurde.[630]

Die Verzögerung der Inangriffnahme der Probleme der S&L-Industrie hatte letztlich zu einem extremen Anstieg der damit verbundenen Kosten geführt, die von einem offiziellen Bericht aus dem Jahr 1996 auf $132 Milliarden geschätzt wurden.[631] Die wichtigsten Lehren, die aus der S&L-Krise hätten gezogen werden sollen, können wie folgt zusammengefasst werden:[632]

1. Einlagensicherungssysteme erfordern einen funktionierenden Kontrollmechanismus, um die aus Moral Hazard entspringende Gefahr zu reduzieren.
2. Regulatoren verfügen oft über kein funktionstaugliches Anreizsystem, um Problemen in geeigneter und zeitgerechter Weise zu begegnen, da solche Eingriffe sowohl den Ruf als auch berufliche Aussichten zu schädigen geeignet sind.
3. „Regulatory forbearance" erhöht den Schaden von Finanz- und Bankenkrisen.

[627] Die Gründe hierfür sind einerseits die beschränkte Haftung von Eigentümern und niedrigere Kapitalkosten für Fremdkapital im Vergleich zu Eigenkapital andererseits.
[628] NCFIRRE (1993) – S&L Debacle, S. 62.
[629] Brumbaugh & Carron (1987) – Thrift Industry Crisis.
[630] Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime, S. 11.
[631] GAO (1996) – Financial Audit Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements, S. 13.
[632] Vgl. hierzu u.a. Kane (1989) – S&L Insurance Mess.

4. Adäquate Eigenkapitalquoten im engeren Sinne sind aus den obigen Gründen unerlässlich, um ein stabiles und funktionierendes Bankensystem zu gewährleisten. Gegenüber anderen Maßnahmen verfügt Eigenkapital über drei wesentliche Vorteile:
    a. Die Berechnung ist einfach, nachvollziehbar und weder diskretionären Entscheidungen von Finanzinstituten noch von Regulatoren unterworfen – sofern deren Höhe im Anlassfall nicht Änderungen unterworfen wird.
    b. Eigenkapital vereint die Interessen von Eigentümern mit jenen von Fremdkapitalgebern und anderen Stakeholdern und reduziert somit die Externalitäten von Bankpleiten. Je mehr eigenes Kapital von Eigentümern auf dem Spiel steht, desto unwahrscheinlicher wird riskantes Handeln auf Kosten von Fremdkapitalgebern und – bei staatlicher Versicherung von Einlagen – Steuerzahlern.
    c. Letztlich stellt Eigenkapital das einzig hilfreiche Instrumentarium dar, Schaden zu internalisieren, indem Bankeigentümer für Verluste einstehen.

5.4 ABSCHLIESSENDE BEMERKUNGEN

Die LDC-Krise und mehr noch die S&L-Krise können als Mikrokosmos des Zeitraums ab den frühen 1980er Jahren angesehen werden. Deregulierungsmaßnahmen und das Außerkraftsetzten bestehender Regulierungsbestimmungen hatten zu einer Vielzahl an Möglichkeiten für Finanzinstitute geführt, Risiko einzugehen. Während die Verluste im Rahmen der Lateinamerikakrise größtenteils auf große Banken beschränkt blieben, führte das exzessiv eingegangene Risiko der S&L-Industrie letztlich zu deren kollektiven Insolvenz. In beiden Fällen bestand die Reaktion von offizieller Seite im Aufschieben der Probleme. Hinsichtlich der Lateinamerikakrise, deren mögliche Konsequenzen vom *Wall Street Journal* 1981 mit jenen der 1930er Jahre verglichen wurden,[633] waren weitere Kredite an die Problemstaaten vergeben worden, um den Ländern die fortlaufende Bedienung alter Kredite zu ermöglichen und so die kreditgebenden US-Banken vor Zahlungsausfällen zu schützen. Ein ähnliches Muster ist hinsichtlich der S&L-Krise zu beobachten: Die politisch untragbaren Konsequenzen der Schließung eines Großteils der Sparinstitute führten dazu, dass diese nicht geschlossen wurden. Anstelle dessen wurde in der Hoffnung, dass sich diese aus der Insolvenz retten werden, erlaubt, weiterhin bestehen zu bleiben („gambling for resurrection“). Die so erschaffenen Zombie-Banken

[633] *The Wall Street Journal*, 23. Jänner 1981, S. 25-28, zitiert nach FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 200.

gingen jedoch, da diese infolge ihrer De-facto-Insolvenz und ihres niedrigem Franchise-Werts[634] nichts mehr zu verlieren hatten, ein hohes Risiko ein. Letztlich scheiterte der verzweifelte Versuch von Regulatoren, eine politisch verträgliche Lösung herbeizuführen. Der Versuch hatte die US-Steuerzahler mehr als $130 Milliarden gekostet.[635]

Die Erfahrungen der 1980er Jahre hätte Regulatoren und Politiker davon überzeugen müssen, dass eine – insbesondere einseitig verfolgte – Deregulierung des Finanzsektors sporadisch zur Insolvenz von einzelnen Instituten oder gar Teilen des Finanzsektors führen würde. Vor dem Hintergrund der Unmöglichkeit bzw. des Unwillens politischer Entscheidungsträger, große Finanzinstitute bzw. einen gesamten Sektor der Finanzindustrie in den Konkurs zu überführen, hätte die Lehre gezogen werden müssen, dass Finanzinstitute nicht im selben Ausmaß wie Unternehmen anderer Sektoren einem liberalisierten Wettbewerb ausgesetzt werden können, um die Insolvenzrate dieser Institute möglichst gering zu halten. Eine Reformierung des bestehenden Finanzsystems blieb jedoch aus. Im Gegenteil, in den darauffolgenden zwei Jahrzehnten wurde die (einseitige) Liberalisierung der Finanzmärkte weiter vorangetrieben.

Die oben beschriebenen zwei Episoden der 1980er Jahre gaben hierbei die Stoßrichtung für die folgenden zwei Jahrzehnte vor. Sowohl in Hinblick auf die LDC-Krise als auch die S&L-Krise stand Deregulierung – in Zusammenhang mit ersterer de facto durch die Unterlassung der Durchsetzung von Restriktionen und hinsichtlich letzterer durch De-lege-Deregulierung – im Zentrum der Krise. In beiden Krisen hatten Regulatoren, Gesetzgeber und Politiker die Lösung der Probleme durch deren Aufschieben versucht. Auch die folgenden zwei Jahrzehnte sind von einer Deregulierung des Finanzsektors geprägt. Der damit einhergehenden anwachsenden Fragilität wurde dadurch zu begegnen versucht, indem Probleminstituten wiederholt außergewöhnliche Hilfestellungen gegeben wurde, die das staatliche Sicherheitsnetz sukzessive ausweiteten. Insofern sowohl die Lateinamerika-krise als auch die S&L-Krise als besondere Ausprägung des Too-Big-to-Fail-Problems[636] – nämlich Too-Many-to-Fail – angesehen werden können, weisen die Reaktionen auf diese auf den Charakter nachfolgender „Stabilisierungsversuche“ bzw. außerordentlicher Rettungsaktionen in den folgenden Jahrzehnten hin, welche beinahe ausschließlich große, als systemisch bedeutsam empfundene Institute

[634] Der Franchise-Value spiegelt das Potenzial eines Unternehmens wider, nachhaltig hohe Profite in der Zukunft zu generieren. Franchise-Value ist in der Regel einem verminderten Wettbewerb etwa durch Regulierung oder einem starken Markenwert zuzuschreiben. Theoretisch setzt sich der Franchise-Wert aus der abgezinsten Summe der Profite zusammen, die infolge eines bestimmten Wettbewerbsvorteils generiert werden können.
[635] „Regulatory forbearance“ ist weder auf die 1980er Jahre noch auf die USA beschränkt. Japans „verlorene(s) Jahrzehnt(e)“ beispielsweise ist (sind) ebenfalls regulatorischen Aufschiebens und der Stützung eines maroden bzw. insolventen Bankensystems zuzuschreiben. Vgl. hierzu Friedman (2000) – Japan Now and the United States Then.
[636] Siehe hierzu ausführlicher das nächste Kapitel.

betrafen. Die Finanzkrise 2007-2009 führte schließlich zu einer Kombination der Phänomene Too-Big-to-Fail und Too-Many-to-Fail.

In diesem Hinblick ist es bedauernswert, dass nicht die richtigen Lehren aus den Krisen der 1980er Jahre gezogen wurden. Diese hatten aufgezeigt, dass die staatliche Versicherung der Verbindlichkeiten von Finanzunternehmen mit einer strengen Überprüfung der Institute einhergehen muss. Doch die anschließende Deregulierung des Finanzsektors wurde einseitig weitergeführt. Während die Befugnisse von Finanzinstitutionen stetig ausgeweitet wurden, war zunehmend auf deren Selbstregulierung vertraut und gleichzeitig die staatliche Aufsicht zurückgefahren worden. Die Folge davon war ein zunehmend riskantes Bankensystem, das jedoch wiederholt von den eigenen Fehlern geschützt wurde und durch diese Maßnahmen noch gefährlicher gestaltet wurde, indem Moral Hazard gefördert wurde.

TEIL 2
ZEITALTER DER INKONSISTENZ

6 ZEITALTER DER INKONSISTENZ: 1980-2007

6.1 TOO-BIG-TO-FAIL

There is no way, in my opinion, that Washington
is going to bail out an investment bank.
Nor should they.[637]
Jamie Dimon, CEO von J.P.Morgan Chase

A system in which owners are allowed to profit from good bets,
while being insured by the taxpayers against bad ones,
rightly brings capitalism into disrepute.[638]
Robert Skidelsky, Ökonom, University of Warwick

The ultimate result of shielding men from the effects of folly,
is to fill the world with fools.[639]
Herbert Spencer

Die Too-Big-to-Fail-Problematik kann als Ausprägung bzw. Abweichung des Moral-Hazard-Problems hinsichtlich großer Banken angesehen werden und ist für die Weltfinanzkrise deshalb von besonderer Bedeutung, da während dieser vor allem große Banken in Schwierigkeiten gerieten. Obwohl in ihrem Zuge viele kleinere Bankinstitute ebenfalls insolvent wurden, ist dies hauptsächlich das Resultat der durch Großbanken ausgelösten Krise, weniger der Krise selbst.[640] Insofern die Kausalitätskette gemeinhin als von großen zu kleineren Banken verlaufend angesehen wird, kommt dem folgenden Kapitel besondere Bedeutung hinsichtlich der Weltfinanzkrise entgegen. Dies umso mehr als der Marktanteil der größten Banken in den letzten Jahrzehnten dramatisch zugenommen hat. So hat sich der Anteil der US-Banken mit einer Bilanzsumme über $10 Milliarden von 35,7% im Jahr 1980 auf 70,4% im Jahr 2000 beinahe verdoppelt. Allein die fünf größten Banken der Vereinigten Staaten steigerten ihren Marktanteil von 17% im Jahr 1970 auf 52% im Jahr 2010.[641]

[637] Zitiert nach Andrew Sorkin – Too Big to Fail. Inside the Battle to Save Wall Street. Penguin Books, London [u.a.] 2010, S. 2.
[638] Robert Skidelsky – Keynes. The Return of the Master. Public Affairs, New York 2010, S. 18.
[639] Herbert Spencer – Essays: Scientific, Political, and Speculative (Band 3). Williams and Norgate, London & Edinburgh 1891, S. 197.
[640] Boyd & Heitz (2012) – Costs and Benefits of Too-Big-to-Fail, S. 2; Slovik (2012) – Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges, S. 9.
[641] Rosenblum (2012) – Choosing the Road to Prosperity, S. 6.

6.1.1 DEFINITION

Too-Big-to-Fail (TBTF) im engeren Sinn beschreibt die Eigenschaft von Finanzunternehmen, aufgrund ihrer Größe eine besondere Stellung innerhalb des Finanzsystems innezuhaben. In diesem Kontext werden das Verhalten und die Handlungsweise von Regulatoren und politischen Entscheidungsträgern gegenüber großen Institutionen, die eine bestimmte, als kritisch angesehene Größe aufweisen und deshalb als systemisch bedeutend angesehen werden, dadurch charakterisiert, dass bei Solvenzproblemen vorteilhafte Behandlung und ein nachsichtiges Auslegen von Regeln und Gesetzen angewandt wird, um die Institute vor dem Konkurs zu bewahren („Bailout"). Diese Handlungsweise basiert auf der Annahme, dass das Scheitern großer Bankinstitute signifikante Risiken für andere Finanzinstitute und in weiterer Folge für das Finanzsystem insgesamt sowie möglicherweise für die Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung mit sich bringt.[642] Boyd & Gertler (1993) beschreiben die Bedeutung und Umfang von TBTF treffend, indem sie feststellen,

> *„that the doctrine refers loosely to a menu of policies that vary from lenient treatment at the discount window or in the valuation of assets to direct infusion of capital and protection of uninsured creditors."*[643]

Das energische Eingreifen von Behörden in den USA während der Weltfinanzkrise durch das Gewähren von Hilfen unterschiedlichster Art für große Banken und andere Finanzdienstleister durch das Finanzministerium, das Federal Reserve System (FED) und die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) bestätigt Boyd & Gertlers breite Interpretation. Ähnliche Rettungsmaßnahmen wurden von Regierungen, Zentralbanken und anderen staatlichen Behörden im Großteil der westlichen Welt getätigt.

Besteht schon Unklarheit darüber, was TBTF genau ist, was es bedeutet und welche Maßnahmen es umfasst, so ist die Frage, welche Institute unter TBTF-Schutz fallen, noch schwieriger zu beantworten. Dies ist insbesondere auf das Prinzip der „*constructive ambiguity*" zurückzuführen, auf das sich Regulatoren in dieser Hinsicht in der Regel berufen. Durch dieses Prinzip wird versucht, Marktteilnehmer im Unklaren darüber zu belassen, welche Institute im Ernstfall TBTF-Schutz erhalten würden, um damit einhergehende Anreizprobleme zu reduzieren.

In der akademischen Literatur werden die Mindestanforderungen für einen TBTF-Status oft bei einer Bilanzsumme von $100 Milliarden gesehen. Alternativ hierzu werden in Anlehnung an eine Aussage des Comptroller of the Currency, C. Todd Conover, im Anschluss an die Rettung von *Continental Illinois* im Jahre 1984 oft die elf größten Banken dem TBTF-Klub zugerechnet. In der Praxis hat es jedoch den

[642] Stern & Feldman (2009) – Too Big To Fail, S. 1.
[643] Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking, S. 329.

Anschein, der TBTF-Schutz wäre regelmäßig auf Banken außerhalb der Top elf ausgeweitet worden.[644] Darüber hinaus wird immer augenscheinlicher, dass Größe nicht den einzigen Faktor darstellt, um sich als TBTF-Bank zu qualifizieren: Insbesondere ist die Vernetzung einer Bank, d.h. die Position einer Bank innerhalb des Finanzsektors, und damit das Risiko, das sie für andere Finanzinstitutionen darstellt, von ausschlaggebender Wichtigkeit („*too interconnected to fail*“).

Ungeachtet der genauen Definition von TBTF und der genauen Anzahl der Banken, die unter den Schutz von TBTF fallen, verhindert das Verhalten staatlicher Organe hinsichtlich systemrelevanter Banken den marktwirtschaftlichen Prozess des Bankrotts und garantiert großen Banken das Überleben ungeachtet ihres betriebswirtschaftlichen Verhaltens. Das Wissen um diese Unfehlbarkeit setzt perverse Anreize für TBTF-Banken, indem es extremes *risk-taking* durch die Schaffung von Externalitäten fördert. In anderen Worten werden durch die Tatsache, dass große Banken oft nicht den Konsequenzen ihres eigenen Handelns ausgesetzt sind, TBTF-Institutionen dazu motiviert, mehr Risiko einzugehen, als diese ohne TBTF-Doktrin eingehen würden. Der *Payoff* ähnelt somit einer Put-Option für große Banken, bei der Banken die Gewinne besonders riskanter Praktiken zufließen, aber bei Verlusten nicht die gesamten Kosten zu tragen haben. Darüber hinaus – und schwerwiegender – verzerrt der TBTF-Schutz den marktwirtschaftlichen Wettbewerb, indem er die Finanzierungskosten großer Banken reduziert und jene kleiner Banken erhöht.

6.1.2 DER HISTORISCHE HINTERGRUND VON TOO-BIG-TO-FAIL

6.1.2.1 DIE REGULATIVEN RAHMENBEDINGUNGEN VON TOO-BIG-TO-FAIL

Die regulativen Rahmenbedingungen für den Bankensektor wurden Anfang der 1930er Jahre direkt unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise geschaffen. Zwischen 1921 und 1929 waren durchschnittlich mehr als 600 Banken pro Jahr gescheitert,[645] und die folgenden Jahre sahen eine Verschlimmerung dieses Trends mit rund 2.250 Bankpleiten jährlich zwischen 1930 und 1933.[646] Als direkte Folge der Weltwirtschaftskrise sahen die frühen 1930er Jahre eine Vielzahl an Gesetzen, die eine weitere Krise verhindern und das Vertrauen in den Finanzsektor wiederherstellen sollten, indem das Bankensystem sicherer und stabiler gestaltet werden sollte.

[644] Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking, S. 329.
[645] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 33.
[646] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 35.

Der **Banking Act von 1933**[647] hatte zum einen die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) und damit einhergehend den weltweit ersten Einlagensicherungsfonds[648] entstehen lassen. Anfänglich hatte dieses Gesetz der FDIC nur eine Abwicklungsmethode im Falle von gescheiterten Banken zugesprochen. Hierbei wurden bei Insolvenz einer Bank die Einleger ausbezahlt, indem eine „neue Bank" gegründet wurde. Diese mit begrenzten Befugnissen und Leben ausgestattete **„Deposit Insurance National Bank" (DINB)** war mit keinerlei Kapital ausgestattet und wurde von der FDIC als Konkursverwalter geführt.[649] Einleger wurden zunächst – unter dem **Banking Act von 1933** – mit einer Höchstsumme von $2.500 entschädigt, die jedoch schon Mitte 1934 auf $5.000 erhöht und seitdem mehrere Male einer Revision nach oben unterzogen wurde.

Mit dem **Banking Act von 1935** wurde der FDIC die Befugnis erteilt, Einleger entweder direkt oder durch eine existierende Bank bis hin zur Einlagensicherungsgrenze zu entschädigen. Darüber hinaus wurden sowohl die FDIC als auch die Einlagensicherung von ihrer temporären Natur in eine permanente Lösung überführt. Mit den erweiterten Befugnissen der FDIC durch den Banking Act von 1935 endete die Nutzung der DINB durch die FDIC für die nächsten 29 Jahre und sollte auch nach diesem Zeitraum nur mehr in äußerst seltenen Fällen Anwendung finden.[650] Von größerer Wichtigkeit war jedoch ein anderer Punkt. Der Banking Act von 1935 sprach der FDIC die Befugnis zu, Fusionen und Übernahmen (*mergers & acquisitions*) zu erleichtern, indem von dieser sowohl Kredite und Garantien vergeben als auch Vermögenswerte gekauft werden konnten. Diese Befugnisse waren von der FDIC aktiv nachgefragt worden, da man befürchtet hatte, dass viele Banken, die unter dem Schutz des Einlagensicherungsfonds standen, nicht überlebensfähig waren und die Ausbezahlung der Einlagen unter Einlagenschutz die Kapazitäten der FDIC sprengen würden. Außerdem waren viele Regulatoren davon überzeugt, dass zu viele Banken existierten und erhofften sich durch die neuen Rechte, eine Verminderung der Anzahl derselben durch eine Erleichterung von Fusionen und Übernahmen herbeiführen zu können.[651]

Zu diesem Gesichtspunkt kamen mit der Bankenkrise der 1980er Jahre zwei weitere Vorteile hinzu, den Großteil der Vermögenswerte gescheiteter Banken an andere, gesunde Banken direkt übertragen zu

[647] Der Banking Act von 1933 wird im Zusammenhang mit dem von 1933 bis 1999 in den USA geltenden Trennbanksystem – das durch ebendieses Gesetz eingeführt wurde – oft als Glass-Steagall Act bezeichnet, welchem der demokratische Senator Carter Glass und der ebenfalls demokratische Kongressmann Henry Steagall seinen Namen gab.

[648] Wie schon erläutert, hatte es bereits im 19. Jahrhundert vereinzelt Einlagensicherungsfonds auf bundesstaatlicher Ebene gegeben, doch umfassten diese vergleichsweise wenige Banken und waren mit den modernen Sicherheitsnetz des 20. Jahrhunderts nicht vergleichbar. Siehe hierzu ausführlicher das Kapitel 3.2 (FRÜHE EINLAGENSICHERUNGSSYSTEME).

[649] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 65-66.

[650] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 81.

[651] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 81.

können. Zum einen hatte man bei der FDIC die Befürchtung, dass eine Akkumulierung von Vermögenswerten im eigenen Portfolio dem Sicherungsfonds die Liquidität entziehen könnte. Bei nur vereinzelten Pleiten war der Ankauf der Vermögenswerte von abzuwickelnden Banken kein Problem gewesen, doch mit steigender Zahl an Bankpleiten in den 1980er Jahre blieb zu befürchten, dass diese die Kapazität des Fonds sprengen würden. Zum anderen glaubte man, dass Vermögenswerte beim Transfer von einer gescheiterten Bank einen unmittelbaren Wertverlust erleiden würden. Wie bereits beschrieben vergeben Banken Kredite und stützen sich dabei auf bankenintern gesammelte Informationen. Da diese Informationen bedingt durch das Problem von Informationsasymmetrien nicht allen zugänglich sind und sich der wahre Wert der Kredite deshalb oft nur mit großem Aufwand ermitteln lässt, werden Kredite prinzipiell mit einem Abschlag gehandelt – dies gilt besonders und in größerem Ausmaß für Kredite, die von Pleitebanken vergeben wurden. Ähnliche Wertminderung ist bei zeitverzögerten Kreditaufstockungen oder -verlängerungen bei schon bestehenden Projekten infolge von Übernahmen zu beobachten, die den Wert schon bestehender Kredite mindern können.[652]

Traditionellerweise hatten der Federal Deposit Insurance Corporation also zwei Möglichkeiten offen gestanden, mit scheiternden oder gescheiterten Banken zu verfahren. **(1)** Unter der „**payoff method**“[653] wurden das betreffende Institut geschlossen und die Einleger innerhalb des Versicherungsrahmens ausgezahlt. Hierbei wurden Einleger im Rahmen des versicherten Höchstbetrags (seit 3. Oktober 2008 bis zu einer Höhe von $250.000[654], vorher 100.000[655]) entschädigt und in weiterer Folge wurden die Vermögenswerte liquidiert. Aus diesen Erlösen wurden die Gläubiger einschließlich der Einleger, deren Einlagen die versicherte Summe überstiegen, ausbezahlt.[656] Die Payoff-Methode kam historisch meist dann zur Anwendung, wenn kein gesundes Institut für eine Übernahme der Problembank gefunden werden konnte.

(2) Unter der „**purchase and assumption transaction**“ (P&A) wurde versucht, für das Probleminstitut einen oder mehrere solvente Käufer zu finden, der oder die alle oder einen Teil der Vermögenswerte und gleichzeitig die gesamten oder einen Teil der Forderungen gegenüber der gescheiterten Bank übernimmt oder übernehmen.[657] P&A-Transaktionen stellten jene Methode dar, die am häufigsten

[652] FDIC (2003) – Resolutions Handbook, S. 21-22.
[653] Der offizielle Name lautet „deposit payoff method“, sie wird gemeinhin jedoch gemeinhin nur „payoff method“ genannt, da diese Methode die einzige ist, bei welcher Einlegern tatsächlich Schecks von der FDIC für ihre Einlagen ausgestellt wird. Siehe hierzu FDIC – Resolution Handbook, S. 41.
[654] Siehe hierzu auf http://www.fdic.gov/ (18.12.13) bzw. http://www.fdic.gov/news/news/press/2010/pr10161.html (18.12.13).
[655] Vgl. http://www.fdic.gov/news/news/press/2010/pr10161.html (18.12.13).
[656] Siehe hierzu einschließlich einer Behandlung verschiedener Formen der „payoff method“: FDIC – Resolution Handbook, S. 41.
[657] Siehe hierzu einschließlich einer Behandlung verschiedener Formen der „purchase and assumption method“ FDIC – Resolution Handbook, S. 19; FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 248.

angewandt wurde, das Verfahren konnte tendenziell aber nur dann zur Anwendung kommen, wenn die Vermögenswerte der insolventen Bank von guter Qualität waren, sodass ein Käufer für die gescheiterte Bank gefunden werden konnte. Bei schlechter Qualität stieg die Wahrscheinlichkeit, dass die insolvente Bank mit der Deposit-Payoff-Methode abgewickelt wurde.

Der **Federal Deposit Insurance Act von 1950** setzte die Forderung der FDIC um, Banken unter der „*open-bank-assistance*"-Regelung (OBA) durch Kredite und Aufkauf von Vermögenswerten direkt zu unterstützen und so deren Pleite zu verhindern.[658] Hintergrund war allem Anschein nach die Sorge der FDIC, die Federal Reserve könnte ihrer Pflicht als Lender-of-Last-Resort[659] insbesondere bei Nicht-Mitgliedbanken im Falle von temporären Liquiditätsproblemen nicht nachkommen.[660] Nach Section 13(c) des Federal Deposit Insurance Act von 1950 wurde der FDIC die Befugnis erteilt, Banken durch Geldspritzen, Kredite, Aufkauf von Vermögenswerten oder Einlagenhinterlegung am Leben zu erhalten,[661] obgleich die FED darin eine Verletzung ihrer Funktion als Lender-of-Last-Resort zu erkennen glaubte. Die Gewährung von OBA-Hilfen war jedoch an bestimme Rahmenbedingungen gekoppelt und konnte nur dann gewährt werden, „when in the opinion of the Board of Directors the continued operation of such bank is essential to provide adequate banking service in the community."[662] Die Gewährung von OBA-Hilfen setzte also die Feststellung von „*essentiality*" voraus, und die Anwendung von OBA in diesem Rahmen wird deswegen als „*Essentiality*"-Doktrin bezeichnet.

Der **Garn-St Germain Depository Institutions (Garn-St Germain) Act von 1982** erweiterte die Befugnisse der FDIC im Umgang mit insolventen Banken und schrieb gleichzeitig einige Regeln fest. Von 1943 bis 1950 waren sämtliche Bankpleiten durch die Purchase-and-Assumption-Methode abgewickelt worden, wodurch kein Einleger in einem Zeitraum von sieben Jahren Geld verloren hatte. Daraufhin kritisierte der Senat die de facto existierende 100%ige Einlagensicherung durch die FDIC und deren fehlende Kostenanalysen und argumentierte, dass die FDIC damit die vom Kongress eingeräumten Rechte überschritt. Als Zugeständnis hatte der FDIC-Vorsitzende angekündigt, in Zukunft Bankenresolutionen einem Kostentest zu unterziehen, um zu evaluieren, ob eine P&A-Resolution kosteneffizienter wäre als die Payoff-Methode.[663] Der Garn-St Germain Act von 1982 legte das Erfordernis eines Kostentests nun schriftlich fest. Das Kostenprinzip konnte jedoch bei der Feststellung von „*essentiality*" weiterhin ignoriert werden. Folglich konnte das Kostenprinzip außer Acht gelassen und direkte Hilfe im Rahmen

[658] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 66. Für eine detaillierte Beschreibung von OBA-Hilfen sowie deren Voraussetzungen und eine Problemerörterung siehe FDIC (2003) – Resolutions Handbook, S. 47-56.
[659] Siehe hierzu ausführlicher das Kapitel 6.1.4 (TBTF UND DIE FEDERAL RESERVE ALS LENDER-OF-LAST-RESORT).
[660] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 94.
[661] FDIC (2003) – Resolutions Handbook, S. 47.
[662] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 94-97.
[663] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 86-87.

von Open-Bank-Assistance geleistet werden, wenn eine Bankpleite dazu geneigt wäre, die Stabilität des Finanzsystems zu gefährden oder die Verlustgefahr für die FDIC dadurch gesenkt werden konnte.[664] Aber auch wenn weder „*essentiality*" noch systemisches Risiko festgestellt wurden, konnte eine OBA eingeleitet werden, solange die Kosten dafür jene einer Liquidierung nicht überstiegen.[665]

6.1.2.2 TOO-BIG-TO-FAIL: 1970-1984

Obgleich der Beginn von TBTF gemeinhin mit der Rettung von *Continental Illinois* 1984 datiert wird, war die „*Essentiality*"-Doktrin schon vor 1984 zur Anwendung gebracht worden. Gut zwanzig Jahre nachdem die Doktrin 1950 begründet worden war, hat man sich Anfang der 1970er Jahre das erste Mal auf diese berufen. Der erste Bailout könnte nicht unscheinbarer anmuten, sollte aber weitreichende Konsequenzen für die Stabilität der weltweiten Finanzmärkte haben, zu einer großen Anzahl weiterer Bailouts führen und schlussendlich maßgeblich zur Finanzkrise 2007-2009 beitragen.

6.1.2.2.1 UNITY BANK OF BOSTON

Die ***Unity Bank of Boston*** hatte 1968 ihre Tore in einem heruntergekommenen Bostoner Stadtteil geöffnet. Die 11,4-Millionen-Dollar-Institution war eine minderheitengeführte Bank, deren Klienten zu 90% afro-amerikanischer Abstammung waren. Als solche war sie die einzige des gesamten Gebiets von New England und eine von nur 29 Banken der gesamten USA. Als die *Unity Bank* 1971 in Schwierigkeiten steckte, war deshalb nicht auszuschließen, dass die Schließung und Abwicklung der Bank als einzige des Stadtteils durch die FDIC zu weiteren Aufständen vergleichbar mit jenen der 1960er Jahre führen würde. Die Massenunruhen Ende der 1960er waren lediglich wenige Jahre her und immer noch im Gedächtnis der Bevölkerung. Im Vorfeld einer Bankenüberprüfung der *Unity Bank* zeigten sich sowohl Regulatoren als auch große Bostoner Banken, die die *Unity Bank* mit Hilfsgelder unterstützt hatten, besorgt über das wahrscheinliche Ergebnis einer routinemäßigen Prüfung: dass die *Unity Bank* nämlich tatsächlich insolvent war. Das Ergebnis war in der Tat ernüchternd. Der anfangs berechnete Kapitalbedarf von 500.000 US-Dollar wurde nun bei $1 bis $1.5 Millionen Dollar gesehen. Die Bostoner Großbanken waren bereit, Hilfskredite zu gewähren, forderten aber dasselbe von der FDIC. Die Bostoner Banken argumentierten dabei, dass die Pleite einer Minderheitenbank in einem afro-amerikanischen Stadtteil weitreichende soziale Konsequenzen haben und zu weiteren Pleiten führen könnte.

[664] Garcia/Baer/Brewer/Allardice/Cargill/Dobra/Kaufman/Gonczy/Laurent/Motte (1983) – Garn-St Germain, S. 9.
[665] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 549.

Auf Grundlage dieser erstmaligen Feststellung von „*essentiality*“ und der „*Essentiality*“-Doktrin[666] entschied sich die FDIC dazu, *Unity* $1,5 Millionen zur Verfügung zu stellen. Hierzu kamen $500.000, die von privaten Banken beigesteuert wurden. Die Gelder der FDIC kamen in Form von *subordinated debt*[667], das anderem Fremdkapital nachgereiht und nach fünfeinhalb Jahren zu einem Zinssatz von 5,25% fällig war. Die Abstimmung über die Freigabe der Hilfsgelder sollte zwei Traditionen aus der Taufe heben. Erstens etablierte sich der Brauch, über Hilfsgelder in den Räumlichkeiten der zu helfenden Bank abzustimmen. Die weniger triviale Konsequenz waren Bankenrettungen, die die Marktdisziplin hinsichtlich des Bankensektors in den darauf folgenden Jahrzehnten gravierend untergraben sollten.
Bei der FDIC war man sich der Gefahren einer solchen Rettung bewusst. Wenn man *Unity* half, konnte man dann andere Minderheitenbanken fallen lassen? Oder waren minderheitengeführte Banken lediglich der Anfang? Könnten womöglich alle Banken das Recht erhalten, von der FDIC aufgefangen zu werden? Die Rettung von *Unity* würde außerdem die Marktdisziplin untergraben: Die Eigentümer der Bank würde auf Kosten des Staates und damit der Steuerzahler am Leben erhalten werden. Gefahren wurde sowohl von Seiten der Presse als auch der FDIC selbst gesehen. E. Erich Heinemann von der *New York Times* äußerste seine Bedenken, indem er schrieb, dass

> *„some bankers are asking whether the F.D.I.C. has any business using its insurance fund–built up by the contributions of 13,500 banks for the protection of millions of depositors–to bail out the stockholders of any bank, no matter how important the social value that bank might have in its local area.”*[668]

Heinemann merkte außerdem an, dass die FDIC mit ihrer Interpretation von „*communities*“ auf dünnem rechtlichen Eis stehe, indem diese die „essentiality for communities“ – „that Congress had in mind for small, isolated rural communities” – in zeitgenössischem Kontext und vor dem Hintergrund der Rassenunruhen der 1960er Jahre interpretierte.[669] Bedenken kamen nicht ausschließlich von außerhalb. Auch Bill Camp, das dritte Mitglied des FDIC-Direktoriums neben Irvine Sprague und dem Vorstand Frank Wille, die beide nach reiflicher Überlegung für eine Rettung votierten, zeigte sich reserviert. Camp hatte an seiner Stelle einen Vertreter zur Abstimmung der Rettungsaktion geschickt, da er jede Verwicklung der FDIC in eine Rettungsaktion der *Unity Bank* ablehnte, weil eine solche seiner Meinung nach zum einen schlechte Öffentlichkeitspolitik darstellen würde und zum anderen zu vielen weiteren Bailouts führen konnte. Der Gefahren einer solchen Involvierung waren sich auch Sprague und Wille bewusst, nach sorgfältiger Abwägung der Vor- und Nachteile vor allem vor dem Hintergrund der

[666] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 154.
[667] Bei *subordinated debt* handelt es sich um Fremdkapital, das anderen Formen von Fremdkapital nachgereiht ist, und aufgrund der Stellung zwischen Eigen- und Fremdkapital auch als Mezzaninkapital bezeichnet wird.
[668] Heinemann (1971) – Black Banking, S. 43.
[669] Heinemann (1971) – Black Banking, S. 43 & 45.

Rassenunruhen von Detroit und Los Angeles, kamen sie jedoch zur Auffassung, dass eine Rettung durch die FDIC in diesem Fall rechtfertigbar und angebracht war.[670] Sprague, der seine Erinnerungen an seine Zeit bei der FDIC 1986 als Buch veröffentlichte, formulierte in diesem jedoch ebenso die Frage: „The bailout gate had been opened. Would it become a floodgate?“[671] Die Antwort auf diese Frage sollte im darauffolgenden Jahr mit dem Fall der *Bank of the Commonwealth* folgen – diesmal keine Bank, deren Bilanzsumme knapp die 10-Millionen-Dollar-Grenze überschritt: Die Bilanzsumme der *Bank of the Commonwealth* überschritt die Milliardengrenze.

6.1.2.2.2 BANK OF THE COMMONWEALTH

Zum Zeitpunkt des Strauchelns war die ***Bank of the Commonwealth*** (kurz: ***Commonwealth***) eine in der Detroiter Gegend angesiedelte Bank mit 57 Niederlassungen und einer Bilanzsumme von $1,2 Milliarden.[672]

Commonwealth war größtenteils das Werk eines jungen Rechtsanwalts namens Donald Parsons, der 1960 an der Gründung der *Birmingham-Bloomfield Bank* maßgeblich beteiligt war. 1965 übernahm Parsons die Kontrolle über die *Birmingham-Bloomfield Bank* und zur selben Zeit mit einigen Partnern und Krediten in Höhe von $8,25 Millionen seitens der *Chase Manhattan Bank* die *Bank of the Commonwealth*, deren Vorstandsvorsitzender er wurde. In den darauffolgenden fünf Jahren kauften Parsons und seine Partner – wiederum mit Krediten der *Chase Manhattan* – 16 weitere US-Banken und Minderheitsbeteiligungen zweier kleiner Züricher Banken. Sprague fasst zusammen: „Parsons and his group parlayed a small financial stake and a lot of borrowed money into a $3-billion banking empire.“[673]

Da der **McFadden Act von 1927** bundestaatenübergreifende Bankennetzwerke untersagte,[674] hatte Parsons sein Imperium mithilfe einer Vielzahl an sich überlappenden Partnerschaften organisiert, die die Kontrolle über die verschiedenen Banken gewährleisten sollten. Das in dieser Weise aufgebaute Gebilde zählte schlussendlich 128 Gesellschaften mit mehr als 250 Beteiligten. Um die Kontrolle zu zentralisieren, wurde 1967 mit der *Comprehensive Oriented Management Activities Company* (*COMAC*) eine weitere Gesellschaft mit elf Partnern gegründet, die eine zentrale Kontrolle des Bankimperiums gewährleisten sollte. *COMAC* präsentierte sich als Unternehmensberatungsunternehmen, das Parsons‘ Banken als Klienten führte, welche wiederum in großzügigen Vertragsverhältnissen zu *COMAC* standen, die von den Vorständen jener Banken genehmigt wurden, die gleichzeitig als *COMAC*-Partner

[670] Sprague (2000) – Bailout, S. 46-48.
[671] Sprague (2000) – Bailout, S. 52.
[672] Sprague (2000) – Bailout, S. 54.
[673] Sprague (2000) – Bailout, S. 55-56.
[674] Siehe zu näheren Informationen zum McFadden Act sowie zu dessen Hintergrund Johnston (1983) – McFadden Act.

fungierten. Neben hohen Einkommen für „Beratungstätigkeiten" profitierten die *COMAC*-Partner oft durch Kreditvergaben der Parsons-Banken, indem diesen große Kredite niedriger Qualität für persönliche Geschäfte außerhalb Parsons' Imperium zu günstigen Konditionen gewährt wurden.[675]

Doch auch wie *Commonwealth* das Hauptgeschäft führte, war problembehaftet. Anstelle von Kreditvergaben konzentrierte sich *Commonwealth* auf riskante Wertpapiergeschäfte. In diesem Rahmen liquidierte *Commonwealth* den Großteil sicherer Bundeswertpapiere (*federal securities*) unterschiedlicher Laufzeiten und häufte anstelle dieser niedrig-qualitative, riskante Kommunalobligationen mit langen Laufzeiten an, die eine höhere Verzinsung versprachen. Grundlage für diese Strategie war eine Prognose von Thomas Gies, der Universitätsprofessor für Finanzierung an der University of Michigan und gleichzeitig COMAC-Gesellschafter war. Dieser erwartete nach einem stetig steigenden Zinsniveau in den 1960er Jahren zwischen Juli 1968 und Juli 1969 sinkende Zinsen. Durch eine derartige Konzentration des Wertpapierportfolios wurde komplett auf elementare Praktiken wie Diversifizierung und Staffelung der Laufzeiten verzichtet und *Commonwealth* somit Klumpen- als auch Liquiditätsrisiko ausgesetzt.[676]

Entgegen Gies' Berechnungen begann die Inflationsrate in der zweiten Hälfte der 1960er Jahre so stark wie seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs nicht mehr zu steigen. Die Federal Reserve antworte darauf mit einer restriktiven Geldpolitik, die die Federal Funds Rate stark steigen ließ. Im von Gies für eine Zinssenkung prognostizierten Zeitraum stieg der Zinssatz der Federal Funds Rate von 6% im Juli 1968 auf über 8,5% im Juli 1969.[677]

Der Wert der Kommunalobligationen von *Commonwealth*, die mit rund 5% Verzinsung ausgestattet waren, verloren als Resultat der geldpolitischen Entwicklungen der späten 1960er Jahre stark an Wert. Abgesehen von hohen Verlusten hatte *Commonwealth* ein weitaus gravierenderes Problem. Die Bank konnte ihre Bestände an Kommunalobligationen, die mit jedem Tag an Wert verloren, nicht liquidieren. In blinder Zuversicht hatte *Commonwealth* zukünftige, erwartete Gewinne als Einkommen verbucht und Dividenden darauf gezahlt. Beim Verkauf der Wertpapiere hätten daher hohe Abschreibungen in die Bücher genommen werden müssen, die *Commonwealths* De-lege-Insolvenz bedeutet hätten. So hielt man an den Kommunalschuldverschreibungen in der Hoffnung auf eine Besserung fest. Anstelle des Bankrotts kaufte man weitere Banken zu – alleine sechs im Jahr 1969 – und strebte darüber hinaus in andere Bereiche, sodass der Vorstand dazu angehalten wurde, nicht mehr als zwei Tage pro Monat in der Bank zu verbringen. In einem immer herausfordernderen Umfeld suchte *Commonwealth* 1970 für die Genehmigung einer Niederlassung auf den Bahamas an, um Zugang zum Eurodollarmarkt zu

[675] Sprague (2000) – Bailout, S. 57.
[676] Sprague (2000) – Bailout, S. 59-60.
[677] Siehe hierzu http://research.stlouisfed.org/fred2/data/FEDFUNDS.txt (18.12.13) für die historische Entwicklung der Federal Funds Rate.

erhalten.[678] Nachdem die FED schon seit einiger Zeit besorgt *Commonwealths* Situation beobachtet hatte, wurde dieses Ansuchen jedoch als „contrary to the public interest" abgewiesen. Infolge dieser Einschätzung versiegten *Commonwealths* Kapitalquellen – eine höchst ungünstige Entwicklung für die Bank, da Gies zuvor von traditionellen Firmenkundeneinlagen abgeraten hatte, weil er diese als weniger sicher als kurzfristige Refinanzierungsinstrumente angesehen hatte. *Commonwealth* war konsequenterweise überproportional von Liquidität durch den Geldmarkt abhängig, den *Commonwealth* nun jedoch verschlossen vorfand. Zwei Monate nach der Abweisung des Niederlassungsantrags, im Mai 1970, begann *Commonwealth* daher Geld von der FED im Rahmen ihrer Funktion als Lender-of-Last-Resort zu leihen. Diese Kredite begannen mit der Summe von $140 Millionen und stiegen über den Sommer auf $335 Millionen an. Im Gegenzug für die Hilfskredite, ohne welche *Commonwealth* und andere Banken des Parsons-Imperiums nicht überleben würden, forderte die FED, dass (1) Parsons und drei weitere Gesellschafter ihre Funktionen bei *Commonwealth* niederlegten, (2) *COMAC* aufgelöst und (3) die Bilanzsumme verringert würde sowie (4) Dividendenzahlungen eingestellt würden. Somit waren Parsons und sein innerer Zirkel nicht mehr im täglichen Geschäft involviert, sollten aber weiterhin Eigentümer bleiben. In den folgenden Monaten wurden neun Banken des Imperiums verkauft, um Schulden bedienen zu können.[679]

Im Jänner 1971 forderte *Chase* ihre ausstehenden Kredite ein, auf welche *Commonwealth* mehr als ein Jahr im Zahlungsrückstand war. Da *Commonwealth* sich außer Stande sah, dieser Rückzahlungsaufforderung nachzukommen, konvertierte *Chase* Forderungen in Höhe von $20 Millionen in Stammaktien, die als Kreditsicherheit fungiert hatten und *Chase* zu einem 39%igen Anteilseigner machten. Da *Chase* nach damaligen Bundesrecht nur zwei Jahre zur Verfügung gestanden hatten, sich von *Commonwealth* zu trennen, machte sich *Chase*, nachdem sie den Vorstandsvorsitzenden durch einen eigenen Mann ersetzt hatte, sogleich daran, einen Käufer für *Commonwealth* zu finden, nachdem eine Suche im Vorfeld der Übernahme erfolglos geblieben war. Schon im März desselben Jahres setzte *Chase* ein Treffen mit der Federal Reserve an, zu welchem auch die FDIC eingeladen war, um die Causa *Commonwealth* zu diskutieren. Im Zuge dieses Treffens deute *Chase* an, dass jeglicher Versuch, *Commonwealth* zu sanieren, zwangsläufig am grundlegenden Problem des Kommunalanleihenportfolios scheitern würde. Der Verlust auf das $309-Millionen-Portfolio wurde in diesem Rahmen auf $40 Millionen geschätzt. *Chase* argumentierte, dass es sich bei *Commonwealth* um ein Problem des öffentlichen Interesses handle und dieses daher konsequenterweise von der Regierung gelöst werden müsse.[680] Die FED teilte diese Meinung, da sie die Auswirkungen einer Pleite einer Bank dieser Größenordnung mit Geschäftsverbindungen zu einer Vielzahl anderer Banken und als führender

[678] Sprague (2000) – Bailout, S. 60-62.
[679] Sprague (2000) – Bailout, S. 62-64.
[680] Sprague (2000) – Bailout, S. 61-67.

Marktteilnehmer im Kommunalobligationsgeschäft auf die Gesamtwirtschaft fürchtete.[681] Der Vorschlag von *Chase*, dass entweder die FED oder die FDIC das gesamte Kommunalanleihen-portfolio – dessen Wert nunmehr auf rund $280 Millionen gesunken war – ohne Verlust für *Chase* übernehmen sollte, wurde jedoch unter anderem von Sprague und Wille von der FDIC abgelehnt, da diese forderten, dass sich *Chase* an den Verlusten zu beteiligen habe, sollte der Staat einspringen.

Nachdem das Management *von Chase Manhattan* im Juni 1971 formell einen Hilfsantrag stellte und klar machte, dass es ohne staatliche Hilfe *Commonwealth* fallen lassen würde, begann die FDIC Schritte für ein Rettungspaket einzuleiten.

Grundlage für jegliches Rettungspaket war natürlich wiederum, eine „*essentiality*" für *Commonwealth* zu suchen, die man im konzentrierten Bankenmarkt Detroits fand. Unter Michiganer Recht war exzessive Konzentration im Bankensektor verboten, um Kunden nicht der Marktmacht einiger weniger großer Banken auszusetzen. Bei insgesamt nur sieben Banken verfügte *Commonwealth* über 10% und die drei größten Konkurrenten über weitere 77% aller Einlagen in Detroit. Da bundesstaatenübergreifende Übernahmen nicht erlaubt waren, würde eine Übernahme nur von einer der drei großen Banken in Frage kommen. Dies würde jedoch den Anteil an Einlagen der drei größten Banken auf 87% steigen lassen und eine signifikante Marktkonzentration darstellen. Die „*essentiality*" wurde durch – von *Chase* vorgebrachte – Argumente untermauert, wonach *Commonwealths* Innenstadtfilialen vornehmlich schwarzen Kunden dienten und *Commonwealth*-Filialen in acht Stadtgebieten die einzige Bank in einem Radius von einer Meile darstellten.[682]

Die FDIC-Rettung sah folgendermaßen aus: (1) Der Nennwert von *Commonwealths* Stammkapital wurde von $45,5 Millionen auf $7,9 Millionen reduziert, um damit Verluste aufzufangen, die durch den Verkauf der Kommunalobligationen und Abschreibung schlechter Kredite anfallen würden. (2) Um *Commonwealths* Kapitalbasis zu stärken, brachte die FDIC $60 Millionen in Capital Notes[683] mit einer Verzinsung von 5,5% für einen Zeitraum von fünf Jahren ein. Damit war die Verzinsung nur unwesentlich höher als jene von US-Treasuries, die zu dieser Zeit mit 5,3% rentierten, obgleich die FDIC-Notes Einlagen und restlichem Fremdkapital nachgereiht und lediglich bestehenden Capital Notes vorgereiht waren. *Commonwealth* hatte im Gegenzug $300.000 als Kreditbereitstellungsgebühr an die FDIC zu entrichten und verpflichtete sich, bis zur Rückzahlung der Notes keine Dividenden auszuschütten oder ausstehende Vorteilsaktien einzulösen.[684]

Mit dieser Lösung trug *Chase* als *Commonwealths* größter Aktionär einen beträchtlichen Anteil an den Verlusten und befriedigte somit die Forderungen der FDIC. Dieser Umstand darf jedoch nicht darüber

[681] Sprague (2000) – Bailout, S. 53 & 68.
[682] Sprague (2000) – Bailout, S. 69-70.
[683] Bei Capital Notes kann es sich um Eigen- als auch Fremdkapital handeln, in der Regel mit relativ hoher
[684] Sprague (2000) – Bailout, S. 73.

hinwegtäuschen, dass es sich hierbei um einen Bailout handelte: Kein Fremdkapitalgeber hatte Geld verloren, keiner der (unversicherten) Einleger hatte Geld verloren. Darüber hinaus konnten sich nach einer Mitteilung der FDIC vom 18. Jänner 1972 sowohl Fremdkapitalgeber als auch Einleger über einen unbegrenzten zukünftigen Schutz durch die FDIC erfreuen.[685] Im Pleitefall hätten gewöhnliche Fremdkapitalgeber keinerlei Anspruch auf Versicherungsschutz der FDIC gehabt und wären aus der Konkursmasse – naturgemäß nur zu einem kleinen Teil – befriedigt worden. Einlagen waren 1972 durch die FDIC bis zu einer Höhe von $20.000[686] versichert, darüber hinaus hing deren Rückerhalt unter normalen Umständen ebenfalls vom Liquidierungserlös der Konkursmasse ab.

6.1.2.2.3 CONTINENTAL ILLINOIS

Zum Zeitpunkt des Scheiterns der *Continental Illinois National Bank and Trust Company* (*CINB*) 1984 war diese die siebtgrößte Bank der USA und die bisher größte Bank, die vor dem sicheren Bankrott gerettet wurde. In diesem Sinne kommt *Continental* eine tragende Rolle hinsichtlich der Entwicklung der Too-Big-to-Fail-Problematik zu. In der Tat war es die Rettung und die Kontroverse um ebendiese, die den Begriff „*too big to fail*" etablieren sollte.

Continental Illinois war lange eine konservative Bank gewesen, hatte jedoch seit den 1970er Jahren eine zunehmend aggressive Wachstumsstrategie verfolgt. 1976 hatte *Continentals* Top-Management eine Wachstumsstrategie in Kraft gesetzt, die explizit darauf ausgerichtet war, die Bank vom achtgrößten Gewerbefinanzierer der USA unter die Top drei zu befördern.[687] Innerhalb von fünf Jahren – zwischen 1976 und 1981 – verdreifachten sich *Continentals* Kredite an das Gewerbe und die Industrie von ca. $5 Milliarden auf mehr als $14 Milliarden, während sich ihre Vermögenswerte in ebendiesem Zeitraum von $21,5 Milliarden auf $45 Milliarden mehr als verdoppelten. Dies hatte zur Folge, dass *CINB*s Kredite an das Gewerbe von knapp 24% im Jahr 1976 auf rund 32% im Jahr 1981 wuchsen. Geschäftskredite der neun anderen zu den größten zehn Banken zählenden Institute beliefen sich 1976 auf durchschnittlich 14% und blieben bis 1981 unverändert bei diesem Anteil.[688] Der Wachstumsstrategie *CINB*s lag jedoch weniger Qualität als vielmehr schiere Quantität zugrunde. Ein 1981 im *American Banker* erschienener Artikel von Sanford Rose stellte hierzu fest:

> *„It can be said that Continental's spectacular loan growth in recent years is less a matter of sharp pricing than it is of finding customers to whom the bank has been willing to lend more than the competition… Recently, the company formed a Houston-based subsidiary that is*

[685] FDIC News Release PR-6, 18 January 1972, zitiert nach: Sprague (2000) – Bailout, S. 74.
[686] FDIC (1998) – History of Deposit Insurance, S. 68.
[687] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 4.
[688] Eigene Berechnungen basierend auf FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 237.

> *making rather risky discovery loans to small or start-up operators who would not qualify for ordinary bank credit."*[689]

In diesem Zusammenhang erklärte ein anderer Banker: „We hear that Continental is willing to do just about anything to make a deal."[690]

Erste Anzeichen von Schwäche zeigte *CINB* im Juli 1982, als *Continentals* Aktienkurs im Kielwasser der *Penn-Square*-Pleite von $25 auf $16 absackte.[691] *CINB* war als Kreditgeber und Beteiligter an gemeinsam vergebenen Energiekrediten seit Ende der 1970er Jahre in enger Beziehung zu *Penn Square* gestanden.[692] Zur selben Zeit wurden *Continentals* Bonitätsbewertungen durch Ratingagenturen herabgestuft, wodurch der Zugang sowohl zu *Federal Funds*[693] als auch zu Einlagenzertifikaten[694] erschwert wurde. Diese Entwicklung ließ das Management von ihrer Wachstumsstrategie abkommen und die Refinanzierung zur obersten Priorität werden.[695] Da sich *Continental* seit 1976 stark auf Gewerbekredite verlassen hatte, war das weniger gefährliche und stabilere Privat- und Kleinkundengeschäft vernachlässigt worden. Dies hatte zur Folge, dass *CINB* über relativ wenig Kerneinlagen (siehe Grafik unten) verfügte und so stark von Liquidität vom Sekundärmarkt angewiesen

---

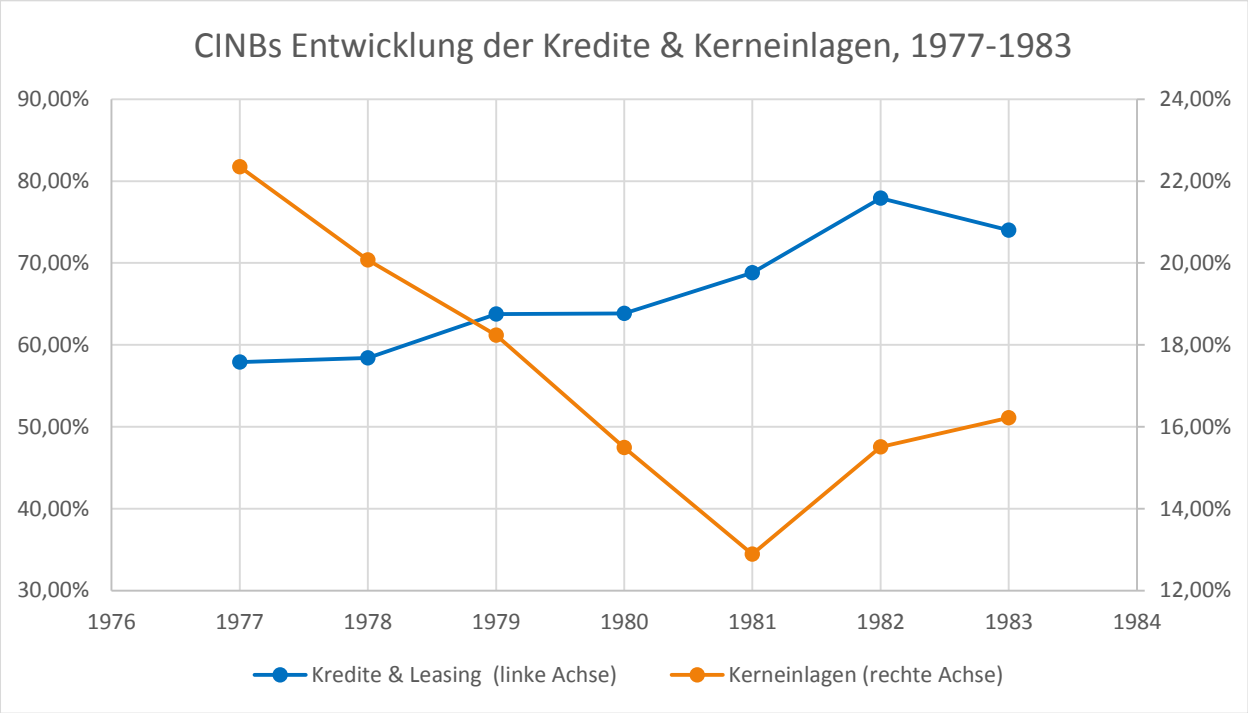
[689] Sanford Rose (1981) – Will Success Spoil Continental Illinois? *American Banker*, 25. August 1981, zitiert nach Sprague (2000) – Bailout, S. 150.
[690] Paul A. Gigot – On the Offensive. *Wall Street Journal*, 15. Oktober 1981, S. 1, zitiert nach FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 239-240.
[691] Sprague (2000) – Bailouts, S. 150; US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 135-140, 163.
[692] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 163.
[693] Federal Funds stehen im Zentrum des Geldmarktes, da sie die volumenmäßig wichtigste Quelle für Übernacht-Kredite darstellen. Das Leihen und Verleihen von Federal Funds, die als Einlagen bei der Federal Reserve deponiert sind, ermöglicht es Einlageninstituten, ihre Reserven bei der Federal Reserve aktiv zu steuern, um Mindestreserveanforderungen tagtäglich möglichst genau zu erreichen. In diesem Rahmen können Institute, die Einlagen bei der Federal Reserve deponiert haben, die die Mindesteinlage übersteigen, anderen Instituten Geld leihen, die unter der erforderten Einlagenmenge liegen. Den Federal Funds kommt ferner eine wichtige Bedeutung dahingehend zu, dass viele Geldmarktzinssätze die Federal Funds Rate als Referenzzinssatz verwenden. Federal Funds sind meist sehr kurzfristiger Natur (hauptsächlich über Nacht), können jedoch auch längere Laufzeiten aufweisen (sog. *term federal funds*), deren Handel hauptsächlich auf dem Interbankenmarkt (wholesale market) stattfindet. Weitere Informationen zu Federal Funds und anderen Geldmarktinstrumenten, siehe Cook & Laroche (1993) – Instruments of the Money Market, insbes. S. 7-21.
[694] Bei Einlagenzertifikaten handelt es sich um Bankeinlagen, die einem Sparbuch oder Sparkonto sehr ähnlich sind. Während letztere jedoch meist Einlagen „auf Sicht" sind und somit jederzeit behoben werden können, handelt es sich bei Einlagenzertifikaten um Termineinlagen. Solche Termineinlagen sind zeitlich gebunden und können erst mit Fälligkeit behoben werden. Sowohl Termineinlagen als auch Sichteinlagen sind durch die FDIC versichert, da erstere jedoch weniger Liquidität aufweisen, werden sie in der Regel höher verzinst als Sichteinlagen. Die aus dieser Illiquidität für den Kunden resultierende Planbarkeit für Banken, erlaubt einen kontinuierlichen Interbankenhandel mit Einlagenzertifikaten auf Termineinlagen. Gemeinhin wird zwischen vier verschiedenen Arten von Einlagenzertifikaten unterschieden: (1) Einlagenzertifikate, die von US-Banken emittiert werden (domestic CDs), (2) Einlagenzertifikate, die von Banken außerhalb der USA begeben werden, aber auf US-Dollar lauten (Eurodollar CDs), (3) Einlagenzertifikate, die von Nicht-US-amerikanischen Banken mit Niederlassung in den USA emittiert werden (Yankee CDs) und (4) Einlagenzertifikate amerikanischer Sparinstituten (thrift CDs). Weitere Informationen zu Einlagenzertifikaten und anderen Geldmarktinstrumenten, siehe Cook & Laroche (1993) – Instruments of the Money Market, insbes. S. 34-47.
[695] Sprague (2000) – Bailout, S. 150-151.

war, indem sie sich größtenteils durch Federal Funds und Certificates of Deposit (CDs) (deutsch: Einlagenzertifikate) kurzfristig finanzierte.[696] Tatsächlich musste *Continental* zu deren Refinanzierung täglich $8 Milliarden am Sekundärmarkt aufnehmen, was etwa 20% der gesamten Refinanzierungskosten entsprach.[697] Als diese heimische Liquiditätsquelle versiegte, sah sich *Continental* gezwungen, sich dem ausländischen – und teureren – Geldmarkt (Eurodollarmarkt) zuzuwenden.[698] Ungeachtet kurzzeitiger Aktienkurserholungen brachten die beiden der *Penn-Square*-Pleite folgenden Jahre eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation von *Continental Illinois*, während welcher sich die riskante Wachstumsstrategie *Continentals* der vergangenen Jahre gegen sich selbst wenden sollte.

Infolge ihrer aggressiven Konzentration auf Gewerbe- und Industriefinanzierung hatte *CINB* eine große Summe schlechter Kredite angehäuft. Zu den problembehafteten Geschäftskrediten auf dem Heimatmarkt kam Mitte 1982 außerdem der Ausbruch der Lateinamerikakrise.[699] *Continental* hatte Kredite in großem Umfang an die größten der problembehafteten Schuldenländer vergeben: Argentinien und Mexiko. Aus diesem Grund hatte die Bank seit 1982 ihr Kreditportfolio reduziert und schrieb faule Kredite ab, die über die Jahre 1983 und 1984 kontinuierlich gestiegen und größtenteils den lateinamerikanischen Krisenländern zuzuschreiben waren.[700] Obgleich 1984 Rekordabschreibungen getätigt wurden, [701] lassen spätere Aussagen vor dem Untersuchungsausschuss die Schlussfolgerung zu, dass diese nicht weit genug gegangen waren. Dass die Situation nicht ernst genug genommen worden war, belegt außerdem die unverminderte Dividendenausschüttung *Continentals*.[702]

[696] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 547.
[697] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 163.
[698] FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 547.
[699] Siehe hierzu das Kapitel 5.2 (DIE LATEINAMERIKAKRISE).
[700] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 243.
[701] Sprague (2000) – Bailout, S. 151.
[702] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 163.

Abbildung 10: CINBs Entwicklung der Kredite & Kerneinlagen, 1977-1983



Daten: CINB-Bilanzen der Jahre 1977 bis 1983

Mit gravierender werdenden Problemen auf der Vermögensseite verspürte *CINB* immer mehr Druck auf der Kapitalseite. Zum einen veräußerten viele institutionelle Investoren ihre Beteiligungen an *CINB*, darunter Großaktionäre wie *U.S. Steel & Carnegie Pensions* und *Mathers & Co.*, die ihre gesamten Positionen verkauften.[703] Zum anderen setzte im Mai 1984 schließlich ein Run auf *Continental Illinois* ein – der erste, der größtenteils elektronisch erfolgte. Über den genauen Auslöser ist man sich uneins, jedoch passierten im Mai einige Dinge, die geneigt waren, einen solchen auszulösen.

Zum einen könnten es Anfragen US-amerikanischer Investmentbanker in Japan gewesen sein, die darauf abzielten, einen Interessenten für *CINB* zu finden, aber nicht von *Continental* engagiert worden waren, sondern in eigener Sache agierten.[704] Ein anderer Erklärungsversuch sieht den Grund in *Continentals* Verkauf ihres profitablen Kreditkartengeschäfts, dessen Verkaufserlös von $176 Millionen im März 1984 in Verbindung mit einem Quartalsgewinn von lediglich $29 Millionen Rückschlüsse auf *Continentals* angespannte Finanzlage zuließ. Darüber hinaus hatte vier Tage vor dem Bank-Run ein Kolumnist namens Robert Novak in einer Talkshow die Meinung geäußert, dass die Federal Reserve die Geldmenge „only in the event of a bank failure, maybe something like the Continental Illinois in Chicago

[703] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 242-243.
[704] Sprague (2000) – Bailout, S. 152.

[…] [705] erhöhen würde. Vier Tage später berichtete *Reuters*, dass *Continental* das Gerücht einer möglichen Pleite als „totally preposterous" kommentierte, obwohl niederländische, westdeutsche, schweizerische und japanische Banken damit begonnen hatten, höhere Zinsen von *Continental* zu fordern. Anstatt Investoren zu beruhigen, bekundete eine japanische Bank tatsächlich Interesse. Dies führte zum Abzug von Geldern durch japanische Banken am 9. Mai und in weiterer Folge durch europäische Banken. Als sich Behebungen in Amerika am selben Tag fortsetzten, sah sich *Continental* mit weltweiten Einlagenbehebungen konfrontiert. [706] Obwohl das 1933 etablierte Einlagen-sicherungssystem dahingehend Wirksamkeit zeigte, dass Panikbehebungen von Privatkunden weitgehend ein Phänomen der Vergangenheit darstellten, war es dahingehend wirkungslos, einen Bank-Run auf elektronischem Wege durch institutionelle Investoren im Euromarkt zu verhindern.[707] Der letzte in seiner Größe vergleichbare Interbanken-Run datiert mit dem Kollaps der *österreichischen Creditanstalt* (*CA*) im Jahr 1931 mitten in die Weltwirtschaftskrise.[708]

Bis zum 11. Mai musste *Continental* $3,6 Milliarden vom Federal Reserve Discount Window[709] leihen, um abgezogene Einlagen auszugleichen.[710] Zusätzlich hatte *Continental* einige Tage später von einem aus 16 Banken bestehenden Bankenkonsortium einen Kreditrahmen von $4,5 Milliarden zugesprochen bekommen, um das öffentliche Vertrauen wiederzuerlangen.[711] Trotz dieser Maßnahmen konnte der andauernde Kapitalabfluss nicht gestoppt werden und der Bank-Run beschleunigte sich, sodass am 15. Mai die FDIC zum Handeln gezwungen war.

Grundsätzlich standen vier Möglichkeiten zur Verfügung: (1) die Schließung der Bank mit anschließender Auszahlung versicherter Einlagen; (2) die Suche nach einer Bank, die gewillt war, *Continental* zu übernehmen; (3) die Gewährung permanenter Hilfe, oder (4) temporäre direkte Hilfe, um den Kapitalabfluss zu stoppen und so die Situation unter weniger Zeitdruck zu evaluieren.[712]

---

[705] R. C. Longworth & Bill Barnhart – How Panic Followed the Sun in Debacle at Chicago Bank. *Chicago Tribune*, 27. Mai 1984, zitiert nach Sprague (2000) – Bailout, S. 152.

[706] Sprague (2000) – Bailout, S. 152.

[707] Als Euromarkt wird jener Markt bezeichnet, in welchem Währungen außerhalb ihres Ausgabelandes gehandelt werden. Es ist zu beachten, dass diese Märkte nicht zwangsläufig etwas mit dem Euro oder der Eurozone zu tun haben müssen. So bezeichnet der Eurodollarmarkt den Markt von USD außerhalb der USA und der Begriff Euroeuromarkt den €-Markt außerhalb der europäischen Währungsregion. Folglich handelt es sich bei Eurodollars um USD-Einlagen, die sich außerhalb des USD-Währungsraumes befinden, und bei Euroeuros um € außerhalb des €-Währungsraums. Der Euromarkt ist hauptsächlich ein Interbankenmarkt, auf dem sich Banken international große Beträge in eigener Währung besorgen können.

[708] Mendelsohn (1984) – Continental Seen as Biggest Banking Setback Since 1931, S. 1.

[709] Das Federal Reserve Discount Window ist ein geldpolitisches Instrument der US-Notenbank, das es Banken erlaubt, kurzfristige Kredite zum Ausgleich temporärer Liquiditätsengpässe zu erhalten. Siehe hierzu ausführlicher und für eine kritische Evaluierung das Kapitel 6.1.4 (TBTF UND DIE FEDERAL RESERVE ALS LENDER-OF-LAST-RESORT).

[710] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 243; FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 65-66.

[711] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 244; Sprague (2000) – Bailout, S. 154.

[712] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 164.

Da die versicherten Bankeinlagen lediglich knapp 10% aller Verbindlichkeiten – etwa $4 Milliarden – betrugen, stellte die Payoff-Methode „a temptingly cheap and quick solution" dar.[713] Diese Strategie wurde jedoch von der FDIC aus Sorge um die Gesundheit des Bankensystems verworfen. Ad-hoc-Berechnungen der FDIC hatten ergeben, dass rund 2.000 Banken Einlagen bei *Continental* unterhielten. Es wurde geschätzt, dass 50 bis 200 dieser Banken durch einen *Continental*-Kollaps bedroht sein oder ebenfalls insolvent werden könnten. Spätere Berechnungen hatten ergeben, dass 179 Banken mehr als die Hälfte und davon 66 mehr als 100% ihres Grundkapitals bei *Continental* deponiert hatten. Insgesamt hatten 976 Banken Konten mit Einlagen, die über der damaligen Höchstgrenze des FDIC-Schutzes von $100.000 lagen, bei *Continental* unterhalten.[714] Gegen die Payoff-Methode sprach darüber hinaus, dass ausländische Einlagen bei anderen großen Banken zurückgeschraubt werden könnten, würde *Continental* ihren Zahlungsobligationen nicht nachkommen können. Besonders zwei große Banken, die ohnehin unter Finanzierungsproblemen litten, würden nach Einschätzung der FDIC nicht überleben. Letztlich waren all diese Überlegungen und besonders die Berechnung der langfristigen Kosten einer *Continental*-Pleite bestenfalls Schätzungen, eines war der FDIC jedoch bewusst: Die Pleite hätte mitunter die Existenz der FDIC selbst bedroht![715] Letztlich wurde „*essentiality*" für *Continental* infolge der unabsehbaren Folgen für eine Vielzahl an Korrespondenzbanken und andere Großbanken festgestellt.[716] Ferner dürften zu einer Zeit, in welcher viele Banken scheiterten oder um das Überleben rangen und die FDIC-Kriegskassa leerten, die möglichen Kosten, die weit über *Continental* hinausreichten, die Entscheidung wesentlich beeinflusst haben.

Die Option einer Übernahme durch eine gesunde Bank wurde infolge der enormen Größte *CINB*s und des Zeitdrucks ebenfalls als unmöglich angesehen. Somit blieben entweder eine temporäre oder eine permanente Stützaktion durch die FDIC. Da man infolge der Unklarheiten über *Continentals* Vermögenswerte (notleidende Darlehen) als auch über die rechtliche Situation (ausstehende Prozesse) und aufgrund bestehender komplexer buchhalterischer Fragen eine permanente Hilfe ausschloss, entschied man sich dazu, der Bank vorübergehende Hilfe zu leisten, um eine privatwirtschaftliche Lösung zu finden.[717]

Auf Grundlage der „*Essentiality*"-Klausel wurde folgendes Rettungspaket für *Continental Illinois* geschnürt:

[713] Sprague (2000) – Bailout, S. 155.
[714] Committee on Banking, Finance and Urban Affairs (1984) – Inquiry into Continental Illinois, S. 80.
[715] Sprague (2000) – Bailout, S. 155.
[716] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 76; FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 562; Sprague (2000) – Bailout, S. 161; US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 16.
[717] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 164.

- Am 17. Mai 1984 injizierte die FDIC $2 Milliarden in Form eines mit 100 Basispunkten[718] über einjährigen Treasury-Bills verzinsten nachrangigen Darlehens in *Continental*.[719] Die Summe war von der FDIC dergestalt gewählt worden, sodass sie vom Markt weder als zu hoch empfunden werden und deshalb auf große Probleme hindeuten würde, gleichermaßen jedoch nicht zu gering ausfiel, um das öffentliches Vertrauen wieder aufzubauen.[720] Ein Bankenkonsortium aus 15 Banken beteiligte sich nach Beschluss der FDIC, $2 Milliarden zur Verfügung zu stellen, mit $500 Millionen, womit die FDIC effektiv $1,5 Milliarden beisteuerte.[721]
- Am selben Tag garantierte eine vom Office of the Comptroller of the Currency, der Federal Deposit Insurance Corporation und der Federal Reserve Board gemeinsam herausgegebene Pressemitteilung 100%igen Schutz aller Einleger und anderer Fremdkapitalgeber („[…] all depositors and other general creditors of the bank will be fully protected […]“[722]). Diese Garantie schloss jene Einleger und Kapitalgeber ein, die eigentlich über keinen expliziten Versicherungsschutz der FDIC verfügten.
- Durch die obig genannten Garantien konnten 24 Großbanken dazu bewogen werden, *Continental* eine Kreditlinie über $5,5 Milliarden zur Verfügung zu stellen, bis eine permanente Lösung gefunden würde.[723]
- Letztlich versicherte die FED, dass *Continental* das Federal Reserve Discount Window für jeglichen Liquiditätsbedarf offenstände.[724]

Durch die Rettung *Continentals* und den Schutz all ihrer Gläubiger war mit einer 1983 von der FDIC eingeführten neuen Richtlinie gebrochen worden, die verlorene Marktdisziplin besonders bei großen Einlegern wiederherstellen sollte. Die neue Herangehensweise der FDIC an Bankpleiten war durch den Umstand motiviert worden, dass in den vorangegangenen zehn Jahren, zwischen 1972 und 1983, bei den 25 größten Bankpleiten die Payoff-Methode lediglich einmal zur Anwendung gekommen war, während die restlichen 24 im Zuge von Übernahmen (P&A) abgewickelt worden waren, die Einleger und Gläubiger weitreichendere, über den eigentlichen Versicherungsschutz hinausreichende Kompensation zukommen ließen, als dies bei einem Payoff der Fall gewesen wäre.[725] Somit war bei vielen spätestens seit dem *Continental*-Desaster, bei dem Gläubiger keinerlei finanziellen Schaden zu

[718] Ein Basispunkt stellt ein Hundertstel eines Prozentes dar, sodass 100 Basispunkte ein Prozent ergeben.
[719] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 244.
[720] Sprague (2000) – Bailout, S. 158.
[721] Sprague (2000) – Bailout, S. 160.
[722] Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation & Federal Reserve Board – Joint News Release, 17. Mai 1984, zitiert nach Sprague (2000) – Bailouts, S. 276, Fußnote 8.
[723] US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 165.
[724] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 244; FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 549; Sprague (2000) – Bailout, S. 163; US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 165.
[725] FDIC (1984) – The First Fifty Years, S. 90-91.

erleiden hatten, die Erkenntnis eingekehrt, dass es zwei verschiedene Arten von Banken gab: jene, deren Gläubiger geschützt werden, weil sie als systemisch bedeutsam angesehen werden, und kleine Banken, bei welchen die Gefahr einer Ansteckung des restlichen Bankensektors als gering erachtet wird und deren Einleger und allgemeinen Gläubigern lediglich die vom Gesetz vorgesehene Entschädigung zuteil wird.

Unter der „*modified payoff*"-Methode sollte nunmehr lediglich der versicherte Anteil zuzüglich des Pro-rata-Anteils am Wert der Konkursmasse an Einleger ausbezahlt werden.[726] Es war deshalb 1983 damit begonnen worden, nur versicherte Einlagen in voller Höhe auf die Übernahmebank zu übertragen und die die Höchstgrenze überschreitenden Einlagen Verlusten zu unterwerfen. Dieses Verfahren ähnelte somit jenem bei Nicht-Banken, deren Gläubiger aus der Konkursmasse befriedigt werden, unterschied sich jedoch hinsichtlich eines Punktes: Um die Liquidität von Einlegern zu gewährleisten, wurde der Pro-rata-Anteil aufgrund konservativer Schätzungen schon vor Veräußerung der Vermögenswerte durch den Konkursverwalter (FDIC) ausbezahlt. Sollte sich nach Liquidation der Konkursmasse herausstellen, dass die anfängliche Schätzung zu niedrig gelegen hatte, erhielten Einleger die anteilige Differenz. Wenn sich die Entschädigung als höher herausstellte, d.h. die Liquidation weniger als geschätzt einbrachte, ging dieser Verlust jedoch zu Lasten der FDIC.[727] Die „*modified payoff*"-Methode war von 1983 bis 1984 dreizehn Mal angewandt worden, ohne Massenbehebungen bei anderen Banken auszulösen, mit dem Scheitern von *Continental Illinois* wurden systemische Bedenken jedoch schlagend und der Versuch, Marktdisziplin zu fördern, indem Großeinleger Verlusten ausgesetzt werden, beendet.[728] Es ist nicht verwunderlich, dass die meisten Experten den Fall *Continental Illinois* als den Beginn des TBTF-Problems ansehen. Obwohl schon vor 1984 Bailouts stattgefunden hatten, war *Continental* doch die erste wirklich große Bank, die von einem Bailout profitierte.

6.1.2.2.4 PARALLELE ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES FINANZSEKTORS

Parallel zu den in den 1970er Jahren beginnenden Rettungen im Finanzsektor begann mit dem Jahr 1970 in den USA auch außerhalb des Finanzsektors eine Ära zunehmender staatlicher Intervention in den Wirtschaftssektor, die der damalige demokratische Senator von Wisconsin, William Proxmire, treffend als „*corporate welfare*"[729] bezeichnete.

Er benutzte und prägte den Begriff hinsichtlich eines geplanten Bailouts der ***Lockheed Aircraft***

[726] Seit 1980 waren Einlagen durch den DIDMCA bis zu einem Höchstbetrag von $100.000 durch die FDIC versichert.
[727] Kaufman (2004) – Depositor Liquidity and Loss Sharing, S. 240.
[728] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 76.
[729] Ritholtz & Task (2009) – Bailout Nation, S. 35.

Corporation, der eine Zäsur dahingehend darstellte, wie die US-Politik mit taumelnden Giganten umging. Obwohl schon zuvor Branchen vom Staat gestützt worden waren, hatte die USA die Rettung eines einzelnen Unternehmens des Nicht-Finanzsektors nie zuvor gesehen. Infolge von Managementfehlern und Falschberechnungen der Kosten für Großaufträge des US-Verteidigungsministeriums hatte *Lockheed Aircraft Corporation* einige Verlustjahre hinter sich, sodass sich das Management im März 1970 an die Regierung wandte und um $600 Millionen ansuchte. Eine Hilfestellung in Form von $250 Millionen an Kreditbürgschaften durch den Emergency Loan Guarantee Act wurde 1971 knapp durch den Kongress gebracht.[730]

Zur selben Zeit wurde an einer weiteren staatlichen Stützung eines Privatunternehmens gearbeitet: ***Penn Central Railroad*** – zu dieser Zeit die größte Eisenbahngesellschaft der USA, die im Nordosten der USA operierte – hatte ebenfalls 1970 Konkurs angemeldet. Der Kongress antworte darauf mit $125 Millionen an Kreditbürgschaften für Fremdkapitalgeber und weiteren $7 Milliarden an direkten Fördermitteln für die aus *Penn Central* und fünf weiteren Ostküsten-Eisenbahngesellschaften entstandene *Conrail*.[731]

1980 kam ***Chrysler***. Das Ölembargo von 1973, das Benzinpreise in die Höhe schießen ließ, führte zu einigen Verlustjahren bis in die Mitte der 1970er Jahre. Pläne, treibstoffsparendere Autos nach dem Vorbild japanischer und europäischer Autohersteller zu bauen, die in den US-Markt einzudringen begannen, wurden nach dem Ende der Ölkrise verworfen und darüber hinaus wurden wieder Gewinne geschrieben. Doch ausländische Autobauer führten ihren siegreichen Zug fort und gewannen Marktanteile. 1980 wurde von *Chrysler* um staatliche Hilfe gebeten, die durch Kreditbürgschaften in Höhe von $1,5 Milliarden gewährt wurde.[732]

Hatten die Rettungen von *Lockheed* und *Penn Central* noch den Charakter einer Stütze für strategisch wichtige und zur nationalen Sicherheit beitragende Unternehmen, so waren es im Falle *Chrysler*, dem drittgrößten Autobauer der USA, 200.000 Arbeitsplätze, die in Gefahr waren und eine staatliche Intervention rechtfertigten.

[730] Ritholtz & Task (2009) – Bailout Nation, S. 35-39.
[731] Ritholtz & Task (2009) – Bailout Nation, S. 36.
[732] Es sei hier angemerkt, dass der Vorstandsvorsitzende von *General Motors* (*GM*), Thomas Murphy, einer der größten Gegner der *Chrysler*-Rettung war, die nach ihm eine „basic challenge to the philosophy of America" darstellte (TIME (1979) – Chrysler's Crisis Bailout). Knapp 30 Jahre später gab sich *GM* naturgemäß weniger reserviert und kritisch gegenüber staatlichen Hilfen, als sich die Vorstände der drei größten Autobauer der Vereinigten Staaten (Big Three) – *GM*, *Ford* und *Chrysler* – in Washington einfliegen ließen, um Hilfsgelder in Höhe von $69 Milliarden in Empfang zu nehmen – $49,5 Milliarden davon für *General Motors*. Siehe hierzu Anderson & Gascon (2011) – Assistance Programs in the Wake of the Financial Crisis, S. 7-10.

6.1.3 KRITISCHE EVALUIERUNG VON TOO-BIG-TO-FAIL

6.1.3.1 EIN INTERNATIONALER UND ZEITLOSER ASPEKT VON TBTF

Die Tendenz von Regierungen, große, in Schieflage geratene Finanzinstitute in dem Versuch, die Ansteckung anderer Finanzinstitute zu verhindern, zu stützen, ist kein neues Phänomen. Regierungen und Herrscher haben es im Laufe der Geschichte wiederholt als schwierig oder ihren Interessen entgegengesetzt empfunden, große Institutionen fallen zu lassen. Generell werden ein öffentlicher Zweck und die Wichtigkeit dieser Institute für die Gesellschaft in den Vordergrund gestellt, um staatlichen Interventionen – insbesondere in marktwirtschaftlich orientierten Systemen – einen Anschein legitimer Grundlage zu verleihen. Damals wie heute sind diese jedoch oft eng verbunden mit den privaten Interessen einer gut vernetzten Elite oder der herrschenden Klasse selbst.

Einer der ältesten Fälle, der das Bemühen eines solchen „*public purpose*" hervorstreicht, ist im Kalifat der Abbasiden des 10. Jahrhunderts zu sehen. Jüdische Bankunternehmer (*jahbadth*; Sg. *jahbadh*) standen hier unter derart großem Druck, dem Kalifen Kredite zu gewähren, dass Wissenschaftler lange die Frage beschäftigte, warum sich diese Banken so lange hatten halten können.[733] Eine aufschlussreiche Textpassage findet sich in at-Tanükhis „*Nishwār- al-Muhādara"*:

> *„For they* [jahbadth] *were never dismissed until their death* […] *in order to uphold the dignity of the office of* jahbadth *in the eyes of the merchants, so that the merchants might be ready to lend their money through the* jahbadth *if necessary. Were a* jahbadh *to be dismissed and another appointed in his place with whom the merchants had not yet had any dealings, the business of the Caliph would come to a standstill."*[734]

Eine lebenslange Unabsetzbarkeit für die *jahbadth* stand im krassen Gegensatz zur sonst üblichen Praxis der Neubesetzung wichtiger Posten im Kalifenreichen. Der von 1008 bis 1032 herrschende Abbasidenkalif al-Muqtadir etwa hatte während seiner 25-jährigen Herrschaft seinen Wesir[735] fünfzehn Mal ausgewechselt. Insgesamt war in der wenig stabilen Zeit der Herrschaft al-Muqtadirs dessen Verwaltungsapparat einem konstanten Wechsel unterworfen, weshalb die privilegierte Stellung der jüdischen Bankiers von besonderem Interesse ist. Dies umso mehr, als sich andere Herrscher oft der Vertreibung jener, meist Minderheiten angehörigen, Finanziers bedient hatten, um sich der Verbindlichkeiten auf einfachem Wege zu entledigen. So trifft Fischels Interpretation wohl zu, wenn er schreibt: Indem die privilegierte Stellung den jahbadth erlaubte, „to secure from the merchants the

[733] Fischel (1937) – Jews in the Economic and Political Life of Mediaeval Islam, S. 25-26.
[734] Zitiert nach Fischel (1937) – Jews in the Economic and Political Life of Mediaeval Islam, S. 28.
[735] Beim Wesir handelte es sich um einen hohen Berater des Kalifen, vergleichbar mit einem heutigen Minister, mit einem großen Ausmaß an Macht.

sums of liquid money necessary for meeting the requirements of the State and the Court“[736], machten sich diese für die Herrschaft unentbehrlich, sodass Shull treffend konstatiert: „These bankers were […] TBTF.“[737]

1696 musste die Bank of England durch Intervention der Regierung vor der Insolvenz gerettet werden.

Inmitten einer Vielzahl an Kriegen um die Vorherrschaft gegen Frankreich sah sich England in den 1690er Jahren mit Solvenzproblemen und einer schlechten Bonität konfrontiert. Darüber hinaus war es dem britischen Parlament nicht möglich, der Bevölkerung höhere Steuern aufzuerlegen, da England gerade eben einen Bürgerkrieg hinter sich hatte, der aus dem Versuch des Königs resultiert war, sein Steuerregal zu erweitern. Als 1693 ein Komitee im House of Commons gegründet wurde, das einen Weg finden sollte, Geldquellen für die Kriegsführung zu erschließen, wurde diesem vom eine Gruppe von Finanziers vertretenden Schotten William Paterson ein gewagter Vorschlag unterbreitet: Im Austausch für weitreichende Privilegien würde Patersons Gruppe die Bank of England (BoE) gründen, die Banknoten herausgeben würde, um Englands Kriege zu finanzieren.[738] Der Plan war, wie Rothbard schreibt:

> *„In short, since there were not enough private savers willing to finance the deficit, Paterson and his group were graciously willing to buy government bonds, provided they could do so with newly-created out-of-thin-air bank notes carrying a raft of special privileges with them. This was a splendid deal for Paterson and company, and the government benefited from the flimflam of a seemingly legitimate bank's financing their debts."*[739]

Der Vorschlag, ungedecktes Papiergeld zu emittieren, musste auch vom Parlament und dem König als potenziell sehr einträglich eingeschätzt worden sein, immerhin sollten sich diese bei der Gründung 1694 als Aktionäre am Unternehmen beteiligen. Neben dem Recht auf die Emission von Banknoten wurde der BoE außerdem das Privileg zuteil, sämtliche Regierungsgelder als Einlagen zu verwahren.[740] Doch schon zwei Jahre nach ihrer Gründung sah sich die Bank of England einem Bank-Run und wenig später der Insolvenz ausgesetzt. Anstelle der Einstellung ihrer Tätigkeiten und eines Konkurses verfügte die britische Regierung, dass die Bank die „suspension of convertibility“, also die Aussetzung der Konvertierung von Banknoten in Gold, ausrufen könne. Weiterhin war es der Bank of England jedoch erlaubt, ihren anderen Banktätigkeiten nachzugehen und sowohl Banknoten zu emittieren als auch vertragliche Forderungen gegenüber ihren Schuldnern durchzusetzen. Die Aufhebung der Konvertierung von Banknoten in Gold ließ jedoch ihre Banknoten mit einem Abschlag von etwa 20%

[736] Fischel (1937) – Jews in the Economic and Political Life of Mediaeval Islam, S. 29.
[737] Shull (2010) – Too Big to Fail in Financial Crisis, S. 13.
[738] Rothbard (2008) – Mystery of Banking, S. 177-178.
[739] Rothbard (2008) – Mystery of Banking, S. 178.
[740] Rothbard (2008) – Mystery of Banking, S. 179.

handeln, da nicht mit Sicherheit angenommen werden konnte, dass die Bank die Konvertierbarkeit wieder aufnehmen würde. Die Bilanz des Geschäftsjahres 1696 unterstrich diese Gefahr: Die BoE hatte Banknoten im Wert von £765.000 emittiert, jedoch nur den Gegenwert von £36.000 in Gold. Nach zwei Jahren nahm die Bank die Konvertierbarkeit schließlich wieder auf, „but the rest of the early history of the Bank of England was a shameful record of periodic suspensions of specie payment, despite an ever-increasing set of special privileges conferred upon it by the British government."[741]

Exakt hundert Jahre später, im Jahr 1796, wurde die *Bank of New York* durch die Intervention des US-Finanzministeriums vor der Insolvenz gerettet. 1796 konnte die *Bank of New York* ihre Verbindlichkeiten bei der *First Bank of the United States*[742] nicht bedienen. Die *Bank of New York* war 1784 als erstes Finanzunternehmen New Yorks von Alexander Hamilton[743] gegründet worden, der ihr als Direktor von 1784 bis 1788 vorgestanden hatte.[744] Als die *Bank of New York* 1796 in Zahlungsschwierigkeiten steckte, hatte Hamilton eben das Amt des US-Finanzministers unter George Washington niedergelegt und ebenso keinerlei offizielle Position mehr in der *Bank of New York*. Hinsichtlich der Zeit Hamiltons als Finanzminister bemerkten Holdsworth & Dewey jedoch:

> *„[T]hough this relation [Direktor der Bank of New York] was severed in 1788, he always showed a lively interest in its prosperity, and threw many favors in its way, when that was legitimately permissible, during his administration of the federal finances."*[745]

So sollte sich Hamilton auch ohne offizielle Funktion nach 1795 weiterhin um die wirtschaftliche Prosperität der *Bank of New York* bemüht zeigen. Gegen Ende der 1790er Jahre war die *Bank of New York* infolge hoher Kredite an die US-Regierung und einer allgemein exzessiven Kreditvergabe stark bei der *First Bank of the United States* verschuldet. Als 1796 Europa und die USA von einer schweren Finanzkrise befallen wurden, sah sich die *Bank of New York* daher außer Stande, ihre Verbindlichkeiten bei der *First Bank of the United States* zu begleichen. Aus diesem Anlass intervenierte Hamilton bei seinem Nachfolger im US-Treasury, Oliver Wolcott, auf Unterlassung der Einleitung der üblichen Schritte bei Insolvenz eines Unternehmens.[746] Dieser Bitte kam Wolcott nach, nicht jedoch ohne festzustellen: „These institutions have all been mismanaged; I look upon them with terror. They are at

[741] Rothbard (2008) – Mystery of Banking, S. 180.
[742] Bei der *First Bank of the United States* handelt es sich um einen Vorgänger der heutigen US-Zentralbank, des Federal Reserve Systems, die nach dem Amerikanischen Unabhängigkeitskrieg 1791 gegründet wurde, um die Versorgung der Regierung mit Krediten zu sichern.
[743] Alexander Hamilton ist vor allem als einer der Gründerväter der Vereinigten Staaten bekannt.
[744] Chernow (2004) – Alexander Hamilton, S. 200-201.
[745] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Banks of the United States, S. 12-13.
[746] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Banks of the United States, S. 41-42.

present the curse, and I fear they will prove the ruin, of the Government."[747] Shull konstatiert erneut treffend: „In 1796, the Bank of New York was also TBTF."[748]

Wiederum etwa hundert Jahre später, im Jahre 1882, injizierte die französische Regierung der Pariser Börse eine Kapitalspritze, um deren Überleben zu sichern. 1882 erschütterte eine Krise den französischen Aktienmarkt, die weitreichende Folgen für den Forward-Markt[749] hatte, der in Frankreich den primären Markt zum Handel mit Wertpapieren darstellte.[750] Der Kollaps des französischen Aktienmarkts begann, als die österreichische Regierung der *Banque de Lyon et de la Loire* die Konzession zur Gründung der *Banque Maritime de Trieste* verweigerte, infolgedessen die Firmenanteile der ersteren im Zeitraum vom 4. Jänner bis zum 13. Jänner von 1.000 auf 540 Francs nachgaben. Zur selben Zeit fielen auch die Unternehmensanteile der *Compagnie de Suez* und der *Union Générale* stark im Preis. Diese heftigen Preisrückgänge führten zu Schwierigkeiten hinsichtlich des Settlements am 15. Jänner 1882, in deren Anschluss die *Banque de Lyon* Ziel eines Bank-Runs und am 30. Jänner zum Schließen gezwungen wurde. Im Folgemonat ging auch die *Union Générale* in Konkurs.[751] Vor dem Hintergrund massiver Kursrückgänge konnten viele Forward-Kontrakte nicht beglichen werden, und darüber hinaus nutzten viele Spekulanten aus der oberen sozialen Schicht den Paragraf 1965 des „*Code civil*", der es ihnen erlaubte, Verbindlichkeiten in Zusammenhang mit Forward-Kontrakten als Spielschulden zu behandeln, welche nicht beglichen werden mussten. Diese Argumentation wurde von Richtern häufig akzeptiert, die Verbindlichkeiten, die aus Transaktionen resultierten, denen kein tatsächlicher Sachwert zugrunde lag, oft als fiktiv betrachteten:[752] „And if one of the speculators stood up for that argument, […] the gambling plea advanced by the debtor was freely accepted."[753] Um dem sicheren Kollaps zu begegnen und ein geordnetes Settlement an der Pariser Börse zu gewährleisten, gewährte die französische Nationalbank der Pariser Börse einen Hilfskredit über 80 Millionen Francs und wurde so

[747] Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Banks of the United States, S. 42.
[748] Shull (2010) – Too Big to Fail in Financial Crisis, S. 13.
[749] Bei Forward-Märkten handelt es sich um Terminmärkte, bei denen im Gegensatz zum Kassa- bzw. Spotmarkt die Zukunft betreffende Rechte an Wertpapieren gehandelt werden. Auf Forward-Märkten kann gegen Hinterlegung einer gewissen Sicherheit (*margin*) die Lieferung eines Wertpapiers zu einem zukünftigen Zeitpunkt (*settlement date*) zu einem im Vorhinein bestimmten Preis (*spot price*) vertraglich festgelegt werden. Die als Sicherheit zu hinterlegende *margin* orientiert sich dabei sowohl an der Bonität der Vertragspartei als auch am Risiko des zugrundeliegenden Wertpapiers.
[750] White (2007) – The Crash of 1882, Counterparty Risk and the Bailout of the Paris Bourse, S. 2.
[751] White (2007) – The Crash of 1882, Counterparty Risk and the Bailout of the Paris Bourse, S. 21-22.
[752] Eine ähnliche Regelung, die aus Spekulation resultierende Schulden, denen kein tatsächlicher Wert zugrunde lag, nicht vollstreckbar machte, hatte lange auch in den Vereinigten Staaten gegolten. Siehe hierzu Stout (2011) – Derivatives and the 2008 Credit Crisis.
[753] Vidal (1910) – History of the Paris Bourse, S. 201-211. Seit 1885 waren die aus Termingeschäften (*marché à terme*) resultierenden Verluste jedoch nicht mehr durch deren Behandlung als Spielschulden zu umgehen.

zum „insurer of last resort".[754]

6.1.3.2 TBTF IN DEN USA, 1971 BIS CONTINENTAL ILLINOIS 1984

Auch bei den TBTF-Maßnahmen vor und nach *Continental Illinois* wurde in der Regel das öffentliche Interesse an der jeweiligen Rettung hervorgehoben. Wie oben beschrieben nahm die moderne TBTF-Doktrin in den Vereinigten Staaten ihren Anfang in den frühen 1970er Jahren, als – ironischerweise – eine kleine Bank aus Angst vor weiteren Massenunruhen nach Vorbild der 1960er Jahre durch die FDIC vor dem Untergang unter erstmaliger Verwendung der „*Essentiality*"-Klausel gerettet wurde. Obgleich Irvine Sprague, Mitglied des Board of Directors der FDIC, die zu rettende *Unity Bank* damals als „a unique case, one of a kind"[755] einschätzte, stellt dieser in seinen Memoiren später fest:

> *„But the important precedent was, of course, the irreversible turn we had taken with Unity, away from our historic narrow role of acting only after the bank had failed, and then merely to dispose of the remains through a payoff or sale. Now we were in the bailout business, how deeply no one could then tell."*[756]

Bereits mit der erstmaligen Verwendung der „*Essentiality*"-Klausel war deren Definition im weitesten Sinne ausgelegt und damit ausgehöhlt worden. Während der Gesetzgeber im Jahre 1950 mit großer Wahrscheinlichkeit entlegene Gegenden unter „*community*" verstanden hatte, wurde das Wort unter dem Eindruck der Rassenunruhen in seinem neuen, veränderten Sinn verstanden, wonach unter *community* eine Gruppe, die durch gemeinsame Interessen bzw. dieselbe Volksgruppe oder Zugehörigkeit verbunden ist, verstanden wurde; in diesem Fall die schwarze Minderheit der USA. Die angenommene Gesetzeslücke wurde also durch eine Analogie geschlossen – mit der impliziten Begründung, dass der Gesetzgeber bei Kenntnis der Gesetzeslücke dasselbe Verständnis gehabt hätte. „*Essentiality*" sollte für die FDIC von nun an leicht zu finden sein. Im Falle *Commonwealth* wurde diese in der Bankkonzentration innerhalb eines Bundesstaates gefunden, und hinsichtlich *Continental Illinois* war es die durch die exzessive Aufnahme von Risiko geschwächte Bankenlandschaft, deren De-facto-Insolvenz durch den Fall *Continentals* in eine De-lege-Insolvenz transformiert worden wäre, die die Grundlage für „*essentiality*" lieferte.

[754] White (2007) – The Crash of 1882, Counterparty Risk and the Bailout of the Paris Bourse, S. 22. Der Begriff "*insurer of last resort*" selbst stammt von Bernanke (1990) – Clearing and Settlement During the Crash.
[755] Sprague (2000) – Bailout, S. 46-48.
[756] Sprague (2000) – Bailout, S. 48-49.

6.1.3.3 DER FALL CONTINENTAL ILLINOIS UND DESSEN BEDEUTUNG

Der Fall *Continental* ähnelt in einigen Belangen vorherigen Rettungsmaßnahmen, in anderen ist dieser von herausragender Bedeutung und von vorherigen Initiativen zu unterscheiden. Die Parallele verläuft eindeutig hinsichtlich der Rechtfertigung des Bailouts. Mit der Rettung von *Continental Illinois* hatten sich zwar die Summen geändert, die Rechtfertigungsgrundlage blieb aber dieselbe. In den Anhörungen zur Causa *Continental Illinois* brachte Kongressmann Frank Annunzio das öffentliche Interesse am Bailout der Bank folgendermaßen zum Ausdruck:

> *„Too much attention has been given to the negative side of the bailout of Continental, but not enough to the positive side. […] [B]etween 10,000 and 12,000 Continental employees would have lost their jobs, as well as the employees of the other banks who had large uninsured deposits in Continental […,] the tellers, the clerks, the janitors, the messengers, the cleaning force, and other administrative personnel who have the tough times. While we cannot get too upset about losses to large and wealthy stockholders, we should be concerned about the losses to the small stockholders of the banks and the stocks held by pension plans and other similar groups."*[757]

Ein Unterschied ergibt sich daraus, dass die Rettung von *Continental Illinois* einen Paradigmenwechsel in Hinblick auf die TBTF-Doktrin darstellt. Mit der Rettung von *Continental Illinois* wurde der Begriff „*too big to fail*" im Jahr 1984 schließlich allgemein gebräuchlich und die besondere Behandlung großer Banken durch die FDIC und die Federal Reserve bestätigt und in gewisser Weise systematisiert. Bis zu diesem Ereignis hatten staatliche Aufsichts- und Regulierungsbehörden ausgeschlossen, dass eine Bank dieser Größe in derart gravierende Schwierigkeiten geraten könnte. Infolge der unerwarteten Natur waren Regulatoren weitestgehend unvorbereitet auf den Fall und verfügten dementsprechend über keinen Plan, ein Institut dieser Größe, Vernetzung und Wichtigkeit in einem regulären Insolvenzverfahren zu liquidieren. Aus diesem Grund wurde vom Versuch, Marktdisziplin zu fördern abgekommen, indem von der seit 1983 angewandten Praxis abgelassen wurde, lediglich die versicherten Beträge auszuzahlen und die restlichen Gläubiger sowie nicht-versicherte Einleger aus der Insolvenzmasse zu entschädigen. Diese Methode war seit 1983 insgesamt 13 Mal bei kleinen Banken angewandt worden, für eine Bank der Größe von *Continental Illinois* wurde sie jedoch als nicht zielführend und potenziell gefährlich für die systemische Sicherheit angesehen.[758] Stattdessen wurden die Einleger der Bank und andere Gläubiger zu 100% entschädigt, und Eigentümer behielten – zumindest vorerst – ihre Anteile. In der Untersuchung im Anschluss an die Rettung von *Continental*

[757] Aussage von Frank Annunzio, Repräsentant für Illinois des House Committee of Banking, Finance, and Urban Affairs (Committee on Banking, Finance and Urban Affairs (1984) – Inquiry into Continental Illinois, S. 80).
[758] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 76; FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 562; Sprague (2000) – Bailout, S. 161; US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report, S. 16.

Illinois vor dem Senat schloss der Comptroller of the Currency[759] C. Todd Conover dann ein Scheitern der elf größten Banken der USA erstmals explizit aus:

> MR. WYLIE: *You have 11 multinationals?*
> MR. CONOVER: *Right.*
> CHAIRMAN ST. GERMAIN: *Can you foresee* […] *one of the 11 multinational money center banks failing. Can we ever afford to let any one of them fail?*
> MR. CONOVER: [W]*e have to find a way. I admit that we don't have a way right now. And so, since we don't have a way, your premise appears to be correct at the moment.*
> MR MCKINNEY: *With all due respect, I think seriously, we have a new kind of bank. And today there is another type created. We found it in the thrift institutions, and now we have given approval for a $1 billion brokerage deal to Financial Corporation of America. Mr. Chairman, let us not bandy words. We have a new kind of bank. It is called too big to fail. TBTF, and it is a wonderful bank.* [760] [Hervorhebung durch den Autor]

In der Tat kann ohne Übertreibung behauptet werden, dass durch die *Continental-Illinois*-Krise „the banking authorities in the United States formally certified the policies of too-big-to-fail."[761] Obgleich Conover die betreffenden Institute nicht namentlich genannt hatte, veröffentlichte das *Wall Street Journal* am folgenden Tag, den 20. September 1984, die Namen der größten Banken gemessen an deren Bilanzsumme Ende des Jahres 1983: *Citibank*, *Bank of America*, *Chase Manhattan Bank*, *Manufacturers Hanover Trust Co.*, *Morgan Guaranty Trust Co.*, *Chemical Bank*, *Continental*, *Bankers Trust Co.*, *Security Pacific National Bank*, *First National Bank of Chicago* und *Wells Fargo Bank*.[762] Mit dem *Continental-Illinois*-Dilemma nahm das Problembewusstsein und in weiterer Folge das Forschungsinteresse hinsichtlich der TBTF-Doktrin zu. Die erste Studie, die sich mit dem durch TBTF-Schutz hervorgerufenen „*wealth effect*" befasste, stellt fest, dass im Anschluss an die Aussage Conovers große Banken abnorme Kurssteigerungen erfuhren, während kleinere Institute negative Renditen erwirtschafteten.[763] Dies legt nahe, dass der Markt die Wahrscheinlichkeit eines Bankrotts einer großen Bank durch die Bestätigung der TBTF-Doktrin infolge Conovers Aussage nach unten revidierte, wodurch der Wert ebendieser anstieg. Im Gegensatz dazu sank der Wert jener Banken, die als „*too-small-to-save*" angesehen wurden.[764] Morgan & Stiroh (2005) bestätigen die positiven Reaktionen von Kapitalgebern für die vom *Wall Street Journal* identifizierten Banken auf dem Anleihenmarkt. Anleiheemissionen der elf TBTF-Banken nach 1984 erhielten von Ratingagenturen durchschnittlich ein um eine Stufe besseres Rating

[759] Dem in seiner Bekanntheit und Medienpräsenz anderen Behörden nachstehende Office of the Comptroller of the Currency (OCC) kommt eine entscheidende Funktion als Behörde zur Zulassung und Regulierung von *national banks* und Sparinstituten sowie deren Aufsicht zu.
[760] Committee on Banking, Finance and Urban Affairs (1984) – Inquiry into Continental Illinois, S. 299-300.
[761] Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking, S. 7.
[762] Carrington (1984) – US Won't Let 11 Biggest Banks Fail, S. 1.
[763] O'Hara & Shaw (1990) – Deposit Insurance and Wealth Effects.
[764] O'Hara & Shaw (1990) – Deposit Insurance and Wealth Effects, S. 1588.

als nicht genannte Institute. Nach Morgan & Stiroh blieben die Fremdkapitalkosten dieser Institute bis in die 1990er Jahre nachhaltig niedrig.[765]

6.1.3.4 TBTF IN DEN 1980ER JAHREN

Obgleich seit der Rettung der *Unity Bank* im Jahr 1971 immer wieder Eigentümer geschützt bzw. bessergestellt wurden, sind Kurs- und Wertsteigerungen großer Banken mit TBTF-Status nur in geringem Umfang auf die direkten und unmittelbaren Vorteile für Aktionäre im Falle einer staatlichen Rettung zurückzuführen. Meist verlieren Eigentümer auch im Falle eines Bailouts einen großen Teil ihres Vermögens in der betreffenden Bank. Ex-post, also mit Eintritt einer Situation, die eine Rettung erforderlich macht, stellen TBTF-Policies Eigentümer also nicht unbedingt oder nur teilweise besser. Der Grund, warum sich der Bankenwert einer vom Markt als TBTF eingestuften Bank erhöht, liegt vielmehr in den Ex-ante-Vorteilen, die eine große Bank durch ihren Status genießt. Insbesondere sind in diesem Zusammenhang die verminderten Finanzierungskosten ausschlaggebend. Infolge des angenommenen TBTF-Schutzes von Großbanken werden solche Institute als sicherer angesehen als jene geringerer Größe. Dies reduziert sowohl die Kosten von Eigen- als auch Fremdkapital großer Banken, wodurch der Wettbewerb zugunsten letzterer dramatisch verzerrt wird. Dieser *wealth effect* führt dazu, dass große Banken noch größer werden, weil sie von Einlegern und Fremdkapitalgebern als unfehlbar und deswegen als sicher wahrgenommen werden (können). Darüber hinaus wird hierdurch das Eingehen von Risiko aktiv gefördert, da Profite den Managern der Bank und deren Aktionären zufließen, Verluste aber sozialisiert werden, d.h. vom Staat bzw. den Steuerzahlern getragen werden. Dieser Put-ähnliche Payoff als Resultat der TBTF-Doktrin ist der Grund dafür, dass hauptsächlich große Banken exzessive Risiken eingehen, da sie von staatlicher Seite indirekt dafür subventioniert werden.
Die Bankenkrise der 1980er Jahre zeigt, dass große Banken in der Tat riskantere Portfolios aufwiesen als kleinere Institute. Boyd & Gertler (1993) belegen, dass zwischen 1987 und 1991 Bankengröße positiv mit dem Anteil an Krediten am Gesamtportfolio korrelierte. So hielt die kleinste Bankengruppe (Vermögenswerte unter $300 Millionen) durchschnittlich 59% und die zehn größten Banken 72% ihrer Anlagewerte in Form von Krediten. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die riskante Gruppe der Geschäftskredite, bei welchen der relative Anteil am Bankportfolio mit zunehmender Größe stieg. Im Gegenzug dazu sank der Anteil an liquiden und sicheren Wertpapieren mit steigender Größe von 31% für die kleinste Gruppe auf 10% für die größten zehn Banken. Ebenso lässt die Verbindlichkeitsseite

[765] Morgan & Stiroh (2005) – Too Big to Fail After All These Years.

zunehmendes Risiko mit steigender Größe erkennen. Machte der Einlagenbodensatz (*core deposits*)[766] bei der kleinsten Gruppe etwa 90% aus, so spielte „*purchased money*"[767] bei großen Banken (42%) und den zehn größten (54%) eine zunehmend wichtige Rolle.[768] Große Banken hielten während dieses Zeitraums nicht nur riskantere Vermögenswerte und verfügten über eine volatilere und unsichere Finanzierung, sondern wiesen außerdem niedrigere Eigenkapitalquoten sowie geringere Rentabilität in Form der *net interest margin* (NIM) auf.[769] Dies wirft die Frage auf, inwiefern zunehmende Größe durch die Vorteile von Skaleneffekten (*economies of scale*)[770], Verbundeffekten (*economies of scope*)[771] und Diversifizierung erklärbar war oder aber auf die Anreize, die TBTF-Policies geschaffen hatten, zurückführbar war. Eine Analyse von 13 Studien, in deren Rahmen Einlageninstitute auf das Vorhandensein von Skalen- bzw. Verbundeffekten Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre untersucht wurden, ergab, dass zwölf Studien Skaleneffekte bei sehr kleinen Banken bestätigten, aber keine Verbundeffekte. Nur zwei der 13 Studien fanden jedoch Skaleneffekte bei Banken mit mehr als $100 Millionen an Einlagen.[772] Eine Untersuchung eines ähnlichen Zeitraums belegt Skaleneffekte von Banken bis zu einer Größe von circa $500 Millionen, ab dieser Bilanzsumme jedoch keine Effizienzsteigerung mehr.[773] Andere Studien wiederum weisen negative Skaleneffekte bei Banken mit einer Bilanzgröße von über einer Milliarde US-Dollar infolge ineffizienter Nutzung physischer Ressourcen nach.[774]

Dies suggeriert einen nicht-technischen Anreiz für Banken zu wachsen und somit TBTF-Schutz zu erhalten. Es sind also nicht zusätzliche Vorteile wie Skalen- und Verbundeffekte oder Diversifizierung, die Banken dazu bewegen zu wachsen, sondern die Aussicht, durch Wachstum TBTF-Status zu erlangen.

---

[766] Der Einlagenbodensatz umfasst Sicht- und Zeiteinlagen sowie Transaktionskonten. Obwohl Sichteinlagen und Gelder auf Transaktionskonten grundsätzlich jederzeit und ohne Frist von Kunden behebbar sind, sind solche Einlagen recht statisch und weisen in der Realität wenig Elastizität auf. Auch der Bodensatz ist jedoch nicht ohne potenzielle Gefahren zu betrachten. Die Inelastizität desselben endet nämlich ausgerechnet dann, wenn dieser am meisten gebraucht würde: wenn Einleger die betreffende Bank als unsicher empfinden und ihre Einlagen abziehen, womit der Bodensatz gegen null geht.

[767] Bei „*purchased money*" handelt es sich um aktiv geliehenes Geld, das in der Regel kurze Laufzeiten aufweist und kontinuierlich zum Marktzinssatz erneuert werden muss. „*Purchased money*" ist deswegen von Spareinlagen zu unterscheiden, welche in der Regel passiv erlangt werden, eine lange Laufzeit aufweisen und weniger riskant bzw. volatil sind, da diese relativ inelastisch gegenüber Zinsentwicklungen sind.

[768] Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking, S. 330-331.

[769] Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking, S. 332 & 334.

[770] Skaleneffekte sind dann zu erzielen, wenn eine größere Menge eines Gutes mit einem verhältnismäßig geringeren Kostenaufwand produziert werden kann. In anderen Worten sinken bei (positiven) Skaleneffekten die Stückkosten bei zunehmender Menge.

[771] Verbundeffekte treten dann auf, wenn die Produktion oder das Angebot mehrerer Artikel mit Synergieeffekten verbunden sind, die zu geringeren Kosten führen als die separate Produktion bzw. das getrennte Angebot.

[772] Clark (1988) – Economies of Scale and Scope, S. 20-21.

[773] McAllister & McMagnus (1993) – Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking.

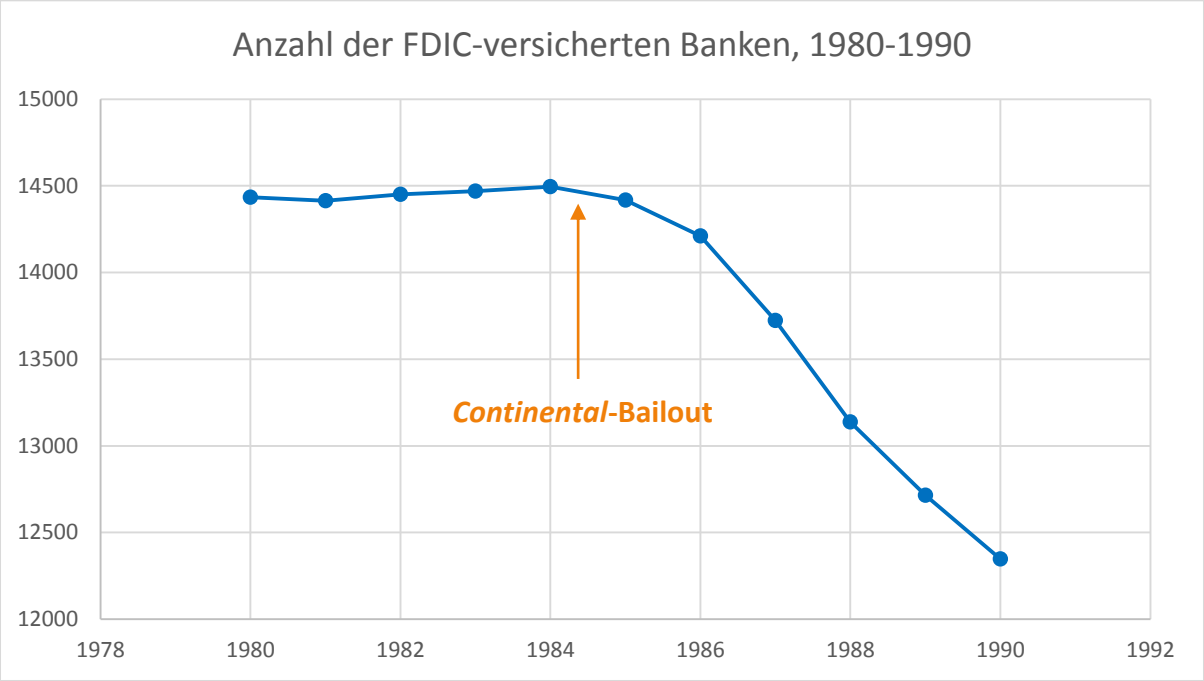
[774] Berger & Humphrey (1991) – Inefficiencies over Scale and Product Mix Economies in Banking.

Diese Vermutung wird durch einen rapiden Anstieg von Übernahmen und Fusionen in den 1980er Jahren bestätigt, der zu einer Konsolidierung der Banklandschaft führte – weniger, aber größere Banken. In den 1980er Jahren stieg die Zahl der Übernahmen von einem jährlichen Durchschnitt von 170 in den 1960er und 1970er Jahren auf etwa 500 jährlich.[775] Die Zahl der US-Geschäftsbanken sank so um 15% von 14.500 im Jahr 1984 auf 12.300 im Jahr 1990.[776] Diese Entwicklung wurde besonders durch eine Entschärfung gesetzlicher Beschränkungen in Hinblick auf bundesstaatenübergreifende Filialnetze begünstigt, die bisher für einen stark fragmentierten Markt gesorgt hatten und es großen bzw. gesunden Instituten erleichterten, schwächere Rivalen in bundesstaatübergreifenden Deals im krisengeplagten Jahrzehnt der 1980er zu übernehmen.[777] Seit 1956 hatte in diesem Zusammenhang der Bank Holding Company Act die Bankenlandschaft der USA geprägt. Diese Restriktionen wurden aber seit den 1980er Jahren nach und nach aufgehoben.[778]

Besondere Beachtung verdient die Tatsache, dass der Rückgang der Zahl an Geschäftsbanken etwa im Jahr der *Continental-Illinois*-Pleite 1984 begann und in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre ein signifikantes Momentum erfuhr (siehe nachfolgende Grafik).[779]

[775] Benston, Hunter & Wall (1995) – Motivations for Bank Mergers and Acquisitions, S. 777.
[776] Boyd & Graham (1991) – Banking Consolidation Trend, S. 3.
[777] Dass der überwiegende Anteil von Übernahmen dadurch gekennzeichnet war, dass schwächere Ziele übernommen worden waren, belegen Studien, die zeigen, dass die Effizienzsteigerung solcher Zusammenschlüsse am größten ist, insbesondere bei großen M&A-Deals. Siehe hierzu u.a. Akhavein, Berger & Humphrey (1997) – The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices.
[778] Siehe hierzu ausführlicher das Kapitel 8.2.1 (DIE DEREGULIERUNG DES FINANZSEKTORS UND DEREN FOLGEN).
[779] Die gleichzeitig beobachtbare Verminderung der relativen Wichtigkeit von Banken gegenüber Nicht-Bank-Organisationen im Finanzsektor hatte mit Sicherheit zur Konsolidierung beigetragen.

Abbildung 11: Anzahl der FDIC-versicherten Banken, 1980-1990



Quelle: FDIC Historical Statistics on Banking (HSOB)

Noch imposanter ist die Entwicklung der Aufteilung der Vermögenswerte, die den jeweiligen Bankgruppen nach Größe zufiel. Während der Anteil der kleinsten Banken (Bilanzsumme niedriger als $50 Millionen) an der Gesamtzahl von Banken zwischen 1976 bis 1987 von 85 auf 62,2% zurückging, stieg der Anteil der Banken mit einer Bilanzsumme von mindestens $5 Milliarden im selben Zeitraum um 350% von 0,2 auf 0,9%. Gleichzeitig verdoppelte diese Gruppe ihren Anteil an den vom Bankensektor gehaltenen Vermögenswerten von 29,8 auf 59,3%, während der Marktanteil der anderen Gruppen ausnahmslos sank.[780]

Von besonderer Bedeutung ist in diesem Kontext, dass die Entwicklung im Bankensektor diametral entgegensetzt zu jener des Nicht-Finanzsektors war. Beginnend in den 1950er Jahren hatten Unternehmen außerhalb des Finanzsektors vermehrt damit begonnen, ihre Aktivitäten breit zu diversifizieren, um Profite zu glätten und weniger volatil zu gestalten. Diese Bestrebungen kulminierten in der dritten großen Übernahmewelle der 1960er Jahre.

Die erste Übernahmewelle um die Jahrhundertwende zum 20. Jahrhundert wurde vor allem von horizontalen Übernahmen und Fusionen dominiert, die in zahlreiche Monopole im Metall-, Kohle-, Chemikalien-, Öl-, Eisenbahn-, Maschinen- und Nahrungsmittelsektor mündeten. Einige immer noch existente Unternehmen wie *Dupont*, *Standard Oil*, *General Electric*, *Eastman Kodak* und *US Steel* gehen

[780] Boyd & Graham (1991) – Banking Consolidation Trend, S. 5.

auf diese Zeit zurück.[781]

Die zweite Übernahmewelle von 1916 bis zur Weltwirtschaftskrise wurde durch die Kooperation von Unternehmen im Zuge des Ersten Weltkriegs und die weitgehende Außerachtlassung von Antikartellgesetzen begünstigt und wurde wiederum von horizontalen Übernahmen dominiert. Hatten sich in der ersten Welle vornehmlich Monopole gebildet, so waren das Resultat der zweiten Welle Oligopole. Prominente Beispiele hierfür sind *General Motors*, *IBM* und der Nutzfahrzeughersteller *John Deere*.[782]

Die dritte Welle von 1965-1969 unterschied sich grundlegend von ihren beiden Vorgängern und wird „*conglomerate merger wave*" genannt, da hier vertikale Übernahmen im Vordergrund standen.[783] Wie oben erwähnt wurden die Übernahmen dieser Zeit nicht durch den Gedanken der Effizienzsteigerung oder die Hoffnung auf Synergien getrieben, sondern waren alleine darauf ausgerichtet, Gewinne stabiler zu gestalten. Das Resultat waren beispielsweise die Expansion des Ölproduzenten *Exxon* in das Bürobedarfgewerbe oder der Kauf eines Zirkus' durch *Mobil* – eines weiteren Ölunternehmens.[784] Die Diversifizierung nicht verwandter Bereiche stellte sich jedoch als nicht effizient heraus, und so notierten diese Konglomerate mit deutlichen Abschlägen zu spezialisierteren Unternehmen. Berger & Ofek (1995) beispielsweise berechnen, dass Konglomerate im Zeitraum zwischen 1986 bis 1991 durchschnittlich um 13 bis 15% unter dem Wert der einzelnen Teile notierten. Aus diesem Grund ging der Trend seit den 1980er Jahren wieder zunehmend zu engeren, spezialisierten Unternehmen.[785] Just zu diesem Zeitpunkt und zusammenfallend mit der *Continental-Illinois*-Rettung begann jedoch die Übernahmewelle im Bankensektor.

Die oben genannten Faktoren legen nahe, dass die der Konsolidierung zugrundeliegende Motivation im Bankensektor darin zu finden ist, dass Banken in den 1980er vermehrt damit begannen, TBTF-Schutz durch zunehmende Größe zu suchen.

[781] Moeller & Brady (2007) – Mergers and Acquisitions, S. 10.
[782] Moeller & Brady (2007) – Mergers and Acquisitions, S. 11.
[783] Moeller & Brady (2007) – Mergers and Acquisitions, S. 11.
[784] Morris (2009) – The Two Trillion Dollar Meltdown, S. 5. *Exxon* und *Mobil* waren Ende des 19. Jahrhunderts Teile von *Standard Oil* und wurden dann aufgrund von Antikartellgesetzten abgespalten. Seit 1999 sind die beiden Unternehmen unter *ExxonMobil* wieder unter einem Dach.
[785] Berger & Ofek (1995) – Diversification's Effect on Firm Value.

6.1.3.5 DER FEDERAL DEPOSIT INSURANCE INPROVEMENT ACT VON 1991

Der Entwicklung zu stetig größer werdenden Banken und der Ausweitung des TBTF-Schutzes durch eine steigende Anzahl systemrelevanter Organisationen sollte 1991 durch den **Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA)**[786] Rechnung getragen werden. Mit der in den späten 1980er Jahren zu Ende gehenden S&L-Krise war bei vielen die Erkenntnis eingekehrt, dass die FDIC bzw. die FSLIC einen nicht unerheblichen Anteil an der Krise gehabt hatten und die regulativen Rahmenbedingungen der FDIC dementsprechend novelliert werden mussten.[787] In diesem Zusammenhang war vor allem das Moral-Hazard-Problem infolge nicht Risiko-basierter Beiträge für den staatlichen Einlagenschutz identifiziert worden.[788] Außerdem war zunehmend klar geworden, dass Regulatoren selbst eine nicht unerhebliche Schuld dahingehend zukam, das risikoreiche Handeln von Banken zu fördern, indem diese oft auf sogenanntes „*gambling for resurrection*" gesetzt hatten.[789] Tatsächlich war 1990 der Bankensektor in der schlechtesten Verfassung seit 1933: Von 1983 bis 1990 waren mit 1.150 Banken und Sparkassen doppelt so viele Institute gescheitert wie im 50-jährigen Zeitraum von 1933 bis 1983, und weitere 1.500 befanden sich auf der FDIC-Problemliste.[790] Vor dem Hintergrund der hohen Verluste, die der FDIC durch die große Anzahl an Bankpleiten während der 1980er entstanden waren, zielte der FDICIA vor allem darauf ab, den großzügigen Schutz nicht-versicherter Einleger und Gläubiger bei Großbanken zu reduzieren. Um den Ermessensspielraum der FDIC und anderer staatlicher Institutionen im Umgang mit Banken variierender Größe und damit die TBTF-Problematik zu verkleinern, scheinen vier Punkte des FDICIA von besonderer Wichtigkeit:

(1) **Einführung des „Least-Cost Test"**
(2) **Einführung von Haftung und Handlungsbestimmungen für das Federal Reserve System**
(3) **Einführung sogenannter „Prompt Corrective Action"**
(4) **Einführung Risiko-orientierter Beitragsprämien**

Hinsichtlich Punkt **(1)** änderte der FDICIA die Kostenprinzipmethodologie, indem nun jene Abwicklungsmethode angewandt werden musste, die die geringsten Kosten verursachte (*least-cost approach*) und nicht wie bisher lediglich günstiger sein musste als die Payoff-Methode.[791] Bis 1991 hatte

[786] Der Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) von 1991 ist unter der Sektion „Public Law" anhand der Public Law No. 102-242 auf http://thomas.loc.gov (27.10.2012) im Volltext abrufbar.
[787] Für eine Analyse der S&L-Krise siehe das Kapitel 5.3 (DIE KRISE DER US-SPARINSTITUTE). Die FSLIC war infolge ihrer Insolvenz während der S&L-Krise durch den Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA) von 1989 aufgelöst und die Versicherung der S&Ls an den FDIC übertragen worden.
[788] Vgl. hierzu v.a. Kane (1989) – S&L Insurance Mess.
[789] Vgl. hierzu das Kapitel 5.3 (DIE KRISE DER US-SPARINSTITUTE).
[790] Benston & Kaufman (1998) – FDIC Improvement Act, S. 2.
[791] Stern & Feldman (2009) – Too Big to Fail, S. 154.

die FDIC im Umgang mit kleinen und großen Banken signifikante Unterschiede gezeigt. Pleiten großer Banken wurden meist durch die „*purchase & assumption*"-Methode oder „*open bank assistance*" abgewickelt, bei welcher typischerweise alle Einleger und Gläubiger in vollem Umfang geschützt worden waren. Bei kleineren Banken war jedoch meist die Payoff-Methode angewandt worden, bei der Einleger lediglich bis zur Höchstgrenze der Einlagensicherung entschädigt wurden (zuzüglich allfälliger Pro-rata-Anteile am Liquidationserlös) und allgemeine Gläubiger keinerlei über das normale Konkursverfahren hinausreichenden Schutz erhielten.[792] Somit hatte sich ein von der Größe der Bank abhängiges signifikant unterschiedliches Verfahren etabliert, das zunehmend als ungerecht und die Marktdisziplin unterwandernd empfunden wurde. Die neue Bestimmung besagte, dass von nun an das günstigste Verfahren angewandt werden musste. Es genügte also nicht mehr wie bisher, dass die Abwicklungsmethode kosteneffizienter war als die Payoff-Methode („*least cost resolution*"). Durch das *least-cost-resolution*-Prinzip (LCR-Prinzip) sollte der FDIC der bis dahin weitgehend ihrem Ermessen unterliegende Entscheidungsfreiraum genommen werden, welcher zur unterschiedlichen Behandlung großer und kleiner Banken geführt hatte. Für die Ausübung dieses Ermessens war es in der Praxis bedeutsam, dass die Payoff-Methode einen relativ hohen Schaden verursachte – vor allem bei großen Banken –, da durch die Schließung und anschließende Liquidierung der Vermögenswerte der Firmenwert bzw. Markenwert der gescheiterten Bank verloren ging. Dies ermöglichte der FDIC in der Regel, die „*purchase & assumption*"-Methode oder „*open bank assistance*" anzuwenden.

Der FDICIA beseitigte diesen großen Ermessensspielraum, dies vor dem Hintergrund, dass bei der Ermessensentscheidung allzu oft auf die Größe der betreffenden Bank oder deren politische Vernetzung Rücksicht genommen worden war. Der Akt untersagte der FDIC somit explizit, nicht-versicherte Einleger zu schützen, sofern ein solcher Schutz nicht die „*least cost resolution*" darstellte.

Die Ausnahme zur „*least cost resolution*" stellte jedoch weiterhin systemisches Risiko dar. Hiernach ist die FDIC dazu befugt, vom LCR-Prinzip abzuweichen und jegliche Maßnahme einschließlich direkter Hilfen zu setzen, wenn die Befolgung derselben „serious adverse effects on economic conditions or financial stability" hätte und „any action or assistance […] would avoid or mitigate such adverse effects".[793] Um die sogenannte „systemic risk exemption" (SRE) einzuleiten, bedurfte es durch den Akt jedoch neuerdings der Empfehlung des Board of Directors der Federal Deposit Insurance Corporation mit mindestens einer Zweidrittel-Mehrheit, des Board of Governors des Federal Reserve Systems, ebenfalls mit einer Zweidrittel-Mehrheit, sowie der Zustimmung des Finanzministers nach Absprache mit dem Präsidenten. Ferner wird der Finanzminister dazu verpflichtet, dem Bankenkomitee beider

[792] FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, S. 236, FDIC (1998) – Managing the Crisis, S. 561 und Seidman (2000) – Full Faith and Credit, S. 75-76.
[793] Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act von 1991, Subtitle E—Least-Cost Resolution, Sec. 141. Least-Cost Resolution, (G)(i).

Kongresshäuser den Beschluss vorzulegen, worauf dieser dem Comptroller General of the General Accounting Office vorgelegt werden muss, welcher den Zweck der vorgeschlagenen Maßnahmen und die möglichen Auswirkungen hiervon auf Banken und nicht von der Einlagensicherung abgedeckte Einleger abzuschätzen hatte.

Zum einen sollte durch den beschwerlichen Prozess zur Gewährung der „*systemic risk exemption*" ex ante eine Hürde geschaffen werden, diese überhaupt erst zu beantragen. Zum anderen wurde durch die erhöhte Transparenz des Verfahrens zur Gewährung von Hilfestellung auf Grundlage systemischer Bedeutung und der damit einhergehenden Rechenschaft, die alle am Prozess beteiligten Parteien ablegen mussten, ein weiteres Hindernis in Form von Ex-post-Untersuchungen geschaffen. Diese Bestimmungen sollten es Regulatoren erschweren, um SRE-Hilfen anzusuchen, und dem Finanzministerium, diese zu gewähren.[794] Darüber hinaus bot der FDICIA Banken einen Anreiz, die FDIC dahingehend zu kontrollieren, SRE-Maßnahmen auf ein Minimum zu reduzieren, indem der Bankensektor die Kosten von TBTF-Bailouts durch einen zusätzlichen außerordentlichen Beitrag mitzutragen hatte. Diese Vorkehrung sollte für Banken einen Ansporn darstellen, Abweichungen von der „*least-cost resolution*" kritisch zu hinterfragen und es zu ihrem eigenen Interesse machen, dass die SRE-Klausel zum einen nicht allzu oft Verwendung finden und zum anderen nicht ungerechtfertigt zur Anwendung kommen würde. [795] Letztlich sollten durch die Eingrenzung des FDIC-Versicherungsschutzes Interessengruppen bzw. Stakeholder im Allgemeinen (unversicherte Einleger, Fremdkapitalgeber anderer Natur und Eigentümer) dazu angehalten werden, das Eingehen von Risiko durch das Bankmanagement wachsam zu beobachten und auf letzteres gegebenenfalls disziplinierend einzuwirken.[796]

Da alleine das Federal Reserve Bank System durch seine Fähigkeit der Geldschöpfung über die Voraussetzungen verfügt, praktisch allen systemischen Risiken zu begegnen, sah der FDICIA das Diskontfenster[797] der Federal Reserve weiterhin als Instrument zur Bekämpfung systemischer Risiken vor. Diesbezüglich wurde jedoch mit Punkt **(2)** eine Haftungsklausel für die FED eingeführt. Section 141 des FDICIA verordnet, dass die FED an den von der FDIC zu tragenden Mehrkosten beteiligt wird, die derselben durch die Gewährung von Krediten durch das Discount Window der FED an kritisch unterkapitalisierte Banken anfallen.

[794] Wall (2010) – Too Big to Fail After FDICIA, S. 1.
[795] Mishkin (1996) – Evaluating FDICIA, S. 18.
[796] Carnell (1993) – The Culture of Ad Hoc Discretion, S. 117.
[797] Das Discount Window bzw. Diskontfenster ist ein geldpolitisches Instrument, dessen Inanspruchnahme in der Regel auf Einlageninstitute begrenzt ist – oder zumindest historisch auf diese begrenzt war. Das Discount Window dient dazu, bei Liquiditätsengpässen solventen Instituten Kredite gegen Hinterlegung bestimmter Wertpapiere als Sicherheit zur Verfügung zu stellen.

In Bezug auf Punkt **(3)** wurde der FDIC auferlegt, früher und energischer auf Problembanken mittels sogenannter „*prompt corrective actions*“ (PCA) einzugehen. Hierzu wurden Banken in fünf Klassen eingeteilt. Banken, die die Mindestkapitalvorschriften signifikant überschritten (Gruppe 1), wurden als „*well capitalized*“ klassifiziert und mit gewissen Privilegien (u.a. Wertpapierhandel in begrenztem Umfang) ausgestattet. Gruppe 2 waren „*adequately capitalized*“ Banken, die die Mindestkapitalvorschriften einhielten und keinerlei „*prompt corrective actions*“ unterworfen wurden, aber keine zusätzlichen Freiheiten wie Gruppe 1 genossen. Gruppe 3 wurde als „*undercapitalized*“, Gruppe 4 als „*significantly undercapitalized*“ und Gruppe 5 als „*critically undercapitalized*“ angesehen. Obwohl der FDIC weitgehende Freiheiten verblieben, mit unterkapitalisierten Banken umzugehen,[798] zwang der FDICIA die FDIC dazu, von unterkapitalisierten Banken innerhalb einer 45-Tagefrist einen Plan zur Kapitalwiederherstellung einzufordern und diesen umzusetzen. Bei kritisch unterkapitalisierten Banken (weniger als 2% Tangible Equity Capital[799]) musste die betreffende Bank innerhalb von 90 Tagen geschlossen werden, sofern eine andere Vorgehensweise nicht als zweckdienlicher erachtet wurde. Außerdem wurde der FDIC bei Banken der Gruppe „*adequately capitalized*“ oder darunter das Recht zuteil, über die Verwendung von „brokered deposits“ zu entschieden.

Auch hinsichtlich der PCAs wurde eine verbesserte Transparenz vorgeschrieben. Bei jeder Bankpleite, durch welche der FDIC ein Schaden erwuchs, war ein Bericht zu verfassen, der die Handlungen der Behörde erläuterte und Vorschläge unterbreitete, wie solche Verluste in Zukunft zu vermeiden wären. Dieser Bericht musste sowohl dem Comptroller General of the General Accounting Office als auch jedem Kongressabgeordneten auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden. Ferner mussten diese Berichte einmal jährlich durch das General Accounting Office einer Überprüfung unterzogen und Verbesserungsvorschläge unterbreitet werden.

Die oben genannten Maßnahmen sollten die Anreize von Aufsichtsbehörden vergrößern, kostspielige Bankpleiten zu vermeiden, und die öffentliche Rechenschaft der FDIC sollte „*regulatory forbearance*“ weniger attraktiv machen.[800]

Schließlich sollte durch Punkt **(4)** mit der Einführung Risiko-orientierter Versicherungsbeiträge die Gefahr von Moral Hazard abgeschwächt werden, indem Prämienzahlungen für den Einlagensicherungsschutz den Risiken der betreffenden Banken angeglichen werden sollten. Diese Maßnahme sollte die indirekte Subventionierung riskanter Institute durch risikoärmere verhindern und somit vor allem der

[798] U.a. Beschränkung des Vermögenswachstums, Auswechslung des Vorstands, Verbot der Annahme von Einlagen, Untersagen bestimmter als riskant eingestufter Aktivitäten oder die Veräußerung von Nicht-Bank-Tochterunternehmen.

[799] Als „Tangible Equity Capital“ wird das Eigenkapital abzüglich allfälliger Vorzugsaktien und immaterieller Vermögensgüter und Goodwill bezeichnet.

[800] Mishkin (1996) – Evaluating FDICIA, S. 12.

Tendenz von Großbanken begegnen, riskante Geschäftspraktiken zu verfolgen.

Die direkte Förderung von TBTF-Banken – die vor allem durch die Neigung der FDIC zum Ausdruck gekommen war, im Umgang mit großen scheiternden Banken weitreichende, über den gesetzlich festgeschriebenen Schutz hinausgehende Zugeständnisse an Kreditgeber zu machen – sollte durch das mit dem FDICIA eingeführte Kostenprinzip eingeschränkt werden. Dieses sollte gewährleisten, dass bei Bankpleiten die kosteneffizienteste Methode zur Anwendung gebracht wird, wodurch die bis zu diesem Zeitpunkt ungleiche Behandlung von Banken unterschiedlicher Größe in Zukunft verhindert werden sollte. In anderen Worten sollte durch die Einführung von Risiko-adjustierten Versicherungsbeiträgen die indirekte Subventionierung von TBTF-Verhalten reduziert werden. Somit wurde – so scheint es – einer oft geäußerten Forderung entsprochen, das Einlagensicherungssystem anreizkompatibler zu gestalten. Die tatsächliche Gestaltung Risiko-variabler Versicherungsbeiträge sollte sich jedoch als recht primitiv erweisen: Beitragszahlungen richteten sich nach der Klassifizierung der Institute nach Eigenkapitalquoten, die auch der Evaluierung des Erfordernisses von „prompt corrective actions“ zugrunde gelegt wurde. Das Portfoliorisiko von Banken wurde daher weiterhin außer Acht gelassen. Der FDIC war durch das Gesetz zwar die Möglichkeit zugesprochen worden, Versicherungsbeiträge individuell zu gestalten, um damit unter anderem dem TBTF-Status einer Bank Rechnung zu tragen. In der Praxis wurde diese Option jedoch nicht angewandt. Tatsächlich bezahlte Versicherungsprämien seit 1991 legen nahe, dass dieses Klassifizierungsschema keine aussagekräftige Einteilung zuließ. Nach einer Reduzierung der Versicherungsprämien 1995 infolge des Erreichens der gesetzlich festgeschriebenen Kapitalisierung des FDIC-Fonds, fielen über 90% aller versicherten Banken in die höchste Eigenkapitalklasse, deren Beiträge an den Versicherungsfonds lediglich 4 Basispunkte betrug, während jene Banken mit der geringsten Eigenkapitalquote 31 Basispunkte zu entrichten hatten.[801] 1996 schaffte der Deposit Insurance Fund (DIF) Act Risiko-orientierte Beiträge für alle Banken mit Ausnahme jener, die über die schlechtesten Eigenkapitalquoten verfügten, ab. Der Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA) von 1989 hatte der FDIC Risikoprämien vorgeschrieben, die es ihr erlauben sollten, eine Kapitalisierung von 1,25% der versicherten Einlagen zu erreichen.[802] Nachdem der Fonds die gesetzliche Mindestkapitalisierung von 1,25% erreicht hatte, argumentierten viele Banken, dass die Beiträge zu hoch bemessen wären und forderten eine Senkung derselben.[803] Seit 1996 bezahlte der Großteil der Banken somit keine Risiko-orientierten Beiträge mehr.

Zusammengefasst hatte der FDICIA einige Verbesserungen mit sich gebracht, von einer umfassenden und nachhaltigen Reformoffensive – insbesondere in Hinblick auf TBTF – kann jedoch in dieser Hinsicht

[801] Mishkin (1996) – Evaluating FDICIA, S. 13-14.
[802] Pennacchi (2006) – Deposit Insurance, S. 14.
[803] Eisenbeis & Wall (2002) – FDICIA, S. 2.

nicht gesprochen werden.[804] Im Gegenteil, in den FDICIA war durch Section 473, die Section 13 (3) des Federal Reserve Acts abänderte, eine Bestimmung aufgenommen worden, die es der Federal Reserve erlauben sollte, bei Bedarf Hilfskredite an Nicht-Banken zu vergeben. Angeregt worden war diese Änderung durch den Aktienmarktcrash 1987, nach welchem Gesetzgeber – und Interessenverbände – die Möglichkeit schaffen wollten, auch Nicht-Banken Hilfskredite bei Liquiditätskrisen zur Verfügung stellen zu können. Vornehmlich zielte diese Maßnahme darauf ab, die Liquiditätsversorgung von Wertpapierhäusern zu ermöglichen.[805] Durch Section 473 wurde somit die Bestimmung, die die Bereitstellung von Liquidität „merely for the purpose of investment, speculation, or dealing in stocks, bonds, or other such securities, except direct obligations of the United States" explizit untersagte, außer Kraft gesetzt,[806] die darauf abgezielt hatte, die Bereitstellung von Liquidität durch die Federal Reserve auf Geschäftsbanken zu beschränken.[807] Durch Section 473 war das Diskontfenster der Federal Reserve nun für Investmentbanken (und generell für andere Firmen) geöffnet worden. Mit dieser Ausweitung der Befugnisse der Federal Reserve war naturgemäß auch eine Ausweitung der Wertpapiere einhergegangen, die im Gegenzug für Liquidität bei der FED als Sicherheit hinterlegt werden konnten. Zuvor war die Gewährung von Liquiditätshilfen davon abhängig gemacht worden, dass entweder ausreichende Sicherheiten hinterlegt wurden oder aber der Verwendungszweck für das geliehene Geld ein geeigneter war – einen solchen stellte beispielsweise das Begleichen von Betriebskosten bzw. das Bezahlen von Steuern, Löhnen oder Rohmaterialien dar. Die Refinanzierung von Aktien, Anleihen – mit Ausnahme von US-Anleihen – oder anderen Wertpapieren mit einer Laufzeit von mehr als 90 Tagen hatte jedoch bis zu diesem Zeitpunkt keine qualifizierte Sicherheit dargestellt. Der Gesetzgeber hatte in dieser Hinsicht darauf abgezielt, lediglich selbst-liquidierende Wertpapiere gemäß der Real-Bills-Doktrin als Sicherheit für die Bereitstellung von Liquidität zu akzeptieren, obgleich dies im Gesetz nicht explizit festgelegt worden war.[808] Somit sollten Diskontfenster-Sicherheiten über bargeldähnlichen Charakter verfügen. Daraus folgt, dass die in der Regel von Wertpapierhäusern gehaltenen Vermögenswerte weder eine qualifizierte Sicherheit darstellten noch einen geeigneten Verwendungszweck erfüllten, um die Versorgung mit Liquidität durch die Notenbank zu rechtfertigen.

[804] Vgl. Benston & Kaufman (1998) – FDIC Improvement Act für eine ausführliche Analyse des FDICIA und eine Kritik.
[805] Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision, S. 19-20. Da Section 476 erst unmittelbar vor Erlass des Gesetzes eingefügt wurde, war dieser Teil des Gesetzes nur äußerst begrenzt von Diskussionen begleitet. Der Hintergrund der Section ist deswegen äußerst spärlich belegt. Für eine grobe Übersicht siehe hierzu jedoch Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision; Wessel (2009) – In Fed We Trust, S. 160-161; Appelbaum & Irwin (2009) – Wall Street's Trillion Dollars.
[806] Diese Regelung stellt eine Gesetzesänderung von 1955 dar, durch welche die vorherige Definition ersetzt wurde. Siehe hierzu Hackley (1973) – Lending Functions of the Federal Reserve Banks, S. 37-38. Siehe außerdem das Kapitel 6.1.4 (TBTF UND DIE FEDERAL RESERVE ALS LENDER-OF-LAST-RESORT).
[807] Hackley (1973) – Lending Functions of the Federal Reserve Banks, S. 38.
[808] Hackley (1973) – Lending Functions of the Federal Reserve Banks, S. 36.

Aus diesem Grund waren die Anforderungen an zu hinterlegende Sicherheiten für Notkredite dahingehend abgeändert worden, dass „any satisfactory security" genügend gemacht wurde.[809] Dieser Gesetzeszusatz sollte sich für die Hilfsmaßnahmen im Zuge der Finanzkrise von 2007-2009 als äußerst bedeutend herausstellen, da somit nicht qualifizierte Sicherheiten wie Unternehmensanteile und Hypothekenforderungen als Diskontfenster-Sicherheiten akzeptiert werden konnten.[810]
Todd (1993) bemerkt in dieser Hinsicht: „Ironically, while the principal thrust of FDICIA was to limit or reduce the size and scope of the federal financial safety net […] this provision effectively expanded the safety net."[811] In diesem Zusammenhang stellt sich tatsächlich die von Appelbaum & Irwin (2009) aufgeworfene Frage, inwieweit die Ausweitung des Diskontfensters der Federal Reserve auf Investmentbanken dieselben riskanter gestaltete.[812] Auch Todd (1993) kritisiert, dass die Ausweitung des Sicherheitsnetzes durch die Möglichkeit von Notkrediten an Nicht-Banken die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätskrisen erhöhen und, insofern diese an große, systemisch bedeutsame Institute vergeben würden, die TBTF-Problematik verstärken würde.[813] Die Ermächtigung der Federal Reserve zur Vergabe von Notkrediten an Nicht-Banken würde wiederum die Ansicht von Marktteilnehmern verstärken, dass großen Instituten im Ernstfall geholfen würde und somit die TBTF-Problematik verschärfen.

Trotz dieser Mängel gab der FDICIA vielen Experten Anlass, die durch die TBTF-Doktrin dargestellte Gefahr als ein Relikt der Vergangenheit anzusehen. Mishkin (2006) hatte beispielsweise kurz vor den massiven TBTF-Rettungen der Jahre 2007-2009 die durch TBTF ausgehende Gefahr als weitgehend übertrieben dargestellt – größtenteils aufgrund der angenommenen Verbesserungen durch den FDICIA.[814] Ex post muss diese Einschätzung natürlich als widerlegt angesehen werden. Doch schon im Zeitraum unmittelbar nach 1991 hatte es Anhaltspunkte gegeben, die darauf hindeuteten, dass man weit davon entfernt war, das TBTF-Problem gelöst zu haben. Brewer & Jagtiani (2009) zeigen in diesem Zusammenhang, dass Banken während des Zeitraums 1991-2004 einen signifikanten Aufschlag bei Übernahmen zu zahlen bereit waren, die sie über die angenommene TBTF-Schwelle (in dieser Studie $100 Milliarden) bringen würden.[815] Dass das Erreichen von TBTF-Größe mit positiven Effekten verbunden ist, bestätigen Brewer & Jagtiani mit Beobachtungen auf dem Aktien- und dem Anleihenmarkt, die auf TBTF-Zusammenschlüsse positiv reagierten.[816] Penas & Unal (2004) untersuchen die Reaktionen auf Zusammenschlüsse auf den Anleihemärkten während des Zeitraums

[809] Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision, S. 20.
[810] Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision, S. 21.
[811] Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision, S. 16.
[812] Appelbaum & Irwin (2009) – Wall Street's Trillion Dollars.
[813] Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision, S. 20.
[814] Mishkin (2006) – How Big a Problem Is Too Big to Fail. Vgl. außerdem Benston & Kaufman (1997) – FDICIA After Five Years.
[815] Brewer & Jagtiani (2009) – How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail.
[816] Brewer & Jagtiani (2009) – How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail.

1991 bis 1998. Die Bekanntmachung von Fusionen, die das fusionierte Unternehmen über die TBTF-Schwelle (in dieser Studie 2% am Bankensektor[817]) bringen würde, wurde hier von steigenden Anleihenpreisen und somit geringeren Fremdkapitalkosten begleitet. Neben dem Erreichen von TBTF-Status schreiben die Autoren den Rückgang der Kapitalkosten der Diversifizierung und in begrenztem Umfang Synergieeffekten zu.[818] Auch Morgan & Stiroh (2005) belegen, dass die vom *Wall Street Journal* identifizierten Banken, die der Comptroller of the Currency 1984 als zu groß für die Insolvenz bezeichnet hatte, nach Erlass des FDICIA auf dem Anleihenmarkt nach wie vor als „Too-Big-to-Fail" angesehen wurden.[819]

6.1.3.6 DER UNTERGANG VON LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT

Den Absichten des FDICIA zum Trotz sahen sich Regulierungs- und Aufsichtsbehörden der USA im Jahr 1998 mit einem gänzlich neuen und unvorhergesehenen Problem konfrontiert, das letztlich die TBTF-Doktrin auf nachhaltige Weise untermauern sollte. Mit dem Fall des milliardenschweren Star-Hedgefonds *Long-Term Capital Management* (*LTCM*) wurde das Too-Big-to-Fail-Dilemma von Banken auf andere große Unternehmen des Finanzsektors ausgeweitet.

Der Hedgefonds *Long-Term Capital Management* (*LTCM*) war 1994 vom erfolgreichen Anleihenhändler John Meriwether gegründet worden, nachdem dieser 1991 infolge eines Anleihenskandals *Salomon Brothers* verlassen musste.[820] Dieser Skandal wurde durch den für Meriwether in der *Bond Arbitrage Group* arbeitenden Treasury-Händler, Paul Mozer, verursacht, der entgegen gesetzlichen Bestimmungen mehr als 35% einer Treasury-Emission geordert und schließlich 57% zugesprochen bekomme hatte.[821] Als das Vergehen aufgedeckt wurde, mussten sowohl Mozer als auch sein Vorgesetzter Meriwether sowie der damalige CEO und Aufsichtsratsvorsitzende Gutfreund zurücktreten. Da bei *LTCM* die bei *Salomon* angewandten Strategien weitergeführt werden sollten, hatte Meriwether einen Großteil seiner Mitarbeiter in der *Bond Arbitrage Group* bei *Salomon* mitgenommen – unter anderem Mozer und Gutfreund. Zu seinen Mitarbeitern gehörten außerdem die beiden Nobelpreisträger Myron Scholes und Robert Merton[822], der ehemalige Vorstand des Federal

[817] Zwei Prozent der Bilanzsumme entsprachen durchschnittlich etwa $100 Milliarden Bilanzsumme – $77 Milliarden im Jahr 1991 bis $142 Milliarden im Jahr 1998 (Brewer & Jagtiani (2009) – How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail, S. 8, Fußnote 4).
[818] Penas & Unal (2004) – Gains in Bank Mergers.
[819] Morgan & Stiroh (2005) – Too Big to Fail After All These Years.
[820] Jorion (2000) – Risk Management Lessons from LTCM, S. 278-279.
[821] Freedman & Micksen (2002) – Salomon Brothers, S. 1.
[822] Myron Scholes und Robert Merton entwickelten zusammen mit Fisher Black das Black-Scholes-Modell zur Bewertung von Optionen (*option pricing model*), das als einer der wichtigsten Errungenschaften der modernen Finanztheorie gilt. Obwohl Merton an der Ausarbeitung beteiligt war, war er nicht namensgebend, da er einen

Reserve Systems David Mullins sowie 25 Ph.D.s.

Das Kernstück von *LTCM* waren sogenannte „*relative value arbitrage*"- bzw. „*convergence-arbitrage*"-Strategien, die kleine Preisdifferenzen zwischen in Zusammenhang stehenden Wertpapieren auszunutzen versuchen.[823] Ein Lehrbuchbeispiel ist die Ausnutzung von Preisunterschieden von „*on-the-run*"- und „*off-the-run*"-Treasury-Bonds. Als „*on-the-runs*" werden aktuelle, jüngst begebene Anleihen bezeichnet, während „*off-the-runs*" ältere Emissionen beschreiben. Da *on-the-runs* üblicherweise ein höheres Handelsvolumen aufweisen, notieren diese gegenüber älteren Emissionen generell mit einem Preisaufschlag.[824] Entsprechend einer „*relative value*"-Strategie werden in Erwartung einer preislichen Annäherung der beiden Werte *off-the-runs* gekauft, während gleichzeitig *on-the-run*-Anleihen leerverkauft werden.[825] Da *on-the-runs* mit der nächsten Emission relativ rasch ebenfalls zu *off-the-runs* werden, ist diese Strategie eine relativ sichere. Da durch diesen Ansatz aber auf kleinste Bewegungen gesetzt wird, ist ein großes Ausmaß an Fremdkapital notwendig, um aus ebendiesen marginalen Preisdifferenzen nennenswerte Profite zu generieren. Dieses geliehene Geld – sogenanntes *Leverage*[826] – erlaubt es u.a. Hedgefonds, eine um ein Vielfaches größere Geldmenge zu investieren als man Eigenkapital hält. Meriwethers Ruf an der Wall Street und in Finanzkreisen war ausgezeichnet, und so standen die größten Investmentbanken wie *Goldman Sachs* und *Merrill Lynch* Schlange, um Meriwether Kredite für *Leverage* zu außerordentlich vorteilhaften Konditionen zu gewähren, ohne – oder nur wenige – Sicherheiten und Information zu dessen Positionen zu verlangen. Die Eröffnung von *LTCM* im Jahre 1994 mit einem Anfangskapital von 1,25 Mrd. US-Dollar koinzidierte mit vorteilhaften Voraussetzungen für „*relative value"*-Strategien. So konnte *LTCM* im ersten Jahr eine Rendite von 20%

---

eigenen Artikel dazu verfasste, erhielt aber zusammen mit Scholes den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften, da Black zu diesem Zeitpunkt schon verstorben war.

[823] Für einen Überblick über *LTCM*s Investmentstrategien siehe GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 40-41. Für eine eingehendere und anschauliche Erörterung der Strategien sowie der LTCM-Episode im Allgemeinen, siehe Lowenstein (2002) – When Genius Failed.

[824] Der höhere Preis von aktuellen Emissionen im Vergleich zu vorangegangenen Emissionen ist auf das inverse Verhältnis von Preis und Rendite zurückzuführen. Da ältere Wertpapiere in einem geringeren Umfang gehandelt werden als neu emittierte, weisen erstere eine höhere Rendite auf, um Anleger für die geringere Liquidität zu kompensieren. Dieser durch die beschränkte Handelbarkeit begründete Renditeaufschlag (Preisabschlag) wird oft als „liquidity premium" bezeichnet.

[825] Ein Leerverkauf beschreibt das Leihen und gleichzeitige Verkaufen eines Wertpapiers in Erwartung eines Preisrückgangs. Um die Position aufzulösen, wird das Wertpapier auf dem entsprechenden Markt zurückgekauft und anschließend zurückgegeben. Die Differenz vom Anfangspreis zum Endpreis ist der Gewinn, der durch den Leerverkauf lukriert wird. Ein Leerverkauf kann somit als Spiegelbild zu einem traditionellen Wertpapierverkauf gesehen werden, der im Vergleich zum traditionellen Kauf eines Wertpapiers ein ebenfalls spiegelbildliches Auszahlungsprofil aufweist.

[826] Das Leverage spiegelt den Verschuldungsgrad eines Unternehmens wider. Die Leverage-Ratio ergibt sich aus der Division von Eigenkapital mit Gesamtkapital ($\frac{Eigenkapital}{Fremdkapital}$) und entspricht daher der Eigenkapitalquote, das Leverage-Multiple, das in vorliegender Arbeit unter Leverage verstanden wird, ist die Inverse der Leverage-Ratio. Somit entspricht eine Leverage-Ratio von 5% einem Leverage-Multiple von 20.

nach Abzug von Gebühren erwirtschaften und in den folgenden zwei Jahren jeweils über 40%.[827] Als im vierten Jahr einige andere Hedgefonds damit begonnen hatten, die *LTCM*-Strategien zu imitieren und so die Profite für Arbitrage-Strategien zu verkleinern, fiel *LTCM*s Rendite auf 17%. Obwohl *LTCM* eine Kapitaldecke von nur $7,3 Milliarden bei etwa $120 Milliarden an Vermögenswerten aufwies – was einer Eigenkapitalquote von rund 6% entspricht –, befand *LTCM* Anfang 1998, dass die angestrebte Eigenkapitalrendite mit dieser Quote nicht erreicht werden könne und retournierte aus diesem Grund $2,7 Milliarden an Investoren.[828] Das Eigenkapital war nun verringert, aber *LTCM* hatte noch ein weiteres Problem: die große Menge an Geld, die investiert werden musste. Da bei „*relative value*"-Strategien oft in kleinen und illiquiden Märkten investiert wird, war man hier an die Grenzen gestoßen. Mit $7 Milliarden Eigenkapital und einem durchschnittlichen *Leverage* von rund 20 musste man weit über 100 Mrd. US-Dollar kontinuierlich sinnvoll investiert haben. Aus diesem Grund entfernte sich *LTCM* immer mehr von seinem Kerngeschäft und wich auf Gebiete aus, auf denen man wenig Erfahrung hatte. So wandelte sich *LTCM*s Anlagestrategie von statistischen Modellen hin zu einem Global-Macro-Ansatz[829], der qualitativere Entscheidungen und persönliche Einschätzungen voraussetzt. Diese diskretionären Anlageentscheidungen in Verbindung mit dem unverminderten Glauben an statistische Modelle (die zwangsläufig auf Daten der Vergangenheit basieren), durch die man glaubte, Risiko quantifiziert und somit Unsicherheit verbannt zu haben, führten 1998 schließlich zu einem hochkonzentrierten und riskanten Portfolio, das unzureichend mit Eigenkapital gedeckt und daher für nicht antizipierte Entwicklungen – in *LTCM*s Fall etwa gleichbedeutend mit „in unmittelbarer Vergangenheit nicht vorgekommen" – ausgesprochen anfällig war. Die Anlagestrategie *LTCM*s, die vornehmlich darauf ausgerichtet war, auf globale Annäherungen und ein Abnehmen von Volatilität zu spekulieren sowie Liquiditätsrisiko zu übernehmen,[830] wurde ab Juli 1998 durch angespannte und nachgebende Märkte schwer getroffen. Als im folgenden Monat Russland ein Moratorium auf seine ausstehenden Fremdwährungsschulden verlautbarte, verschärfte sich die Lage, indem eine Flucht sowohl in Sicherheit als auch Liquidität begann, die Anlageklassen aufwerten ließ, von denen *LTCM* angenommen hatte, dass sich ihr Wert verringern würde. Umgekehrt verloren Märkte, bei denen auf

[827] BIS (1999) – 69th Annual Report (1998), S. 99, McDonough (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober; Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober.
[828] Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober.
[829] *Credit Suisse* definiert den Global-Macro-Ansatz wie folgt:

> *„Global macro funds typically focus on identifying extreme price valuations and leverage is often applied on the anticipated price movements in equity, currency, interest rate and commodity markets. Managers typically employ a top-down global approach to concentrate on forecasting how political trends and global macroeconomic events affect the valuation of financial instruments. Profits can be made by correctly anticipating price movements in global markets and having the flexibility to use a broad investment mandate, with the ability to hold positions in practically any market with any instrument. These approaches may be systematic trend following models, or discretionary."*

Siehe hierzu https://www.credit-suisse.com/us/privatebanking/en/glossary_indices.jsp (18.12.13).
[830] BIS (1999) – A Review of Financial Market Events, S. 7; Lowenstein (2002) – When Genius Failed, S. 162.

eine Aufwertung spekuliert worden war. Damit verloren *LTCM*s Positionen auf beiden Seiten – klarerweise ein Schwachpunkt bzw. Oxymoron in Bezug auf Arbitrage-Strategien, die per Definition risikolos zu sein haben. *LTCM* hatte so von Jänner bis August $2,5 Milliarden und damit rund die Hälfte seines Eigenkapitals verloren – mehr als 80% davon alleine im August. [831]

Infolge der sich auflösenden Eigenkapitaldecke, die Ende August nur mehr $2,3 Milliarden betrug, wuchs *LTCM*s *Leverage* bei $107 Milliarden an Bilanzsumme[832] auf mehr als 45 – etwas mehr als eine Eigenkapitalquote von 2%. Das bedeutete, dass ein Verlust von etwa 2% auf das Gesamtportfolio zu diesem Zeitpunkt das Eigenkapital vernichtet und die Insolvenz bedeutet hätte. Tatsächlich hatte *LTCM* jedoch Positionen, deren Wert weit über den angegebenen $107 Milliarden lag. Am 31. August 1998 belief sich der Nominalwert von *LTCM*s „*off-balance sheet*"-Derivaten auf $1,4 Billionen.[833] Obgleich der Nennwert in Bezug auf Derivate nicht immer sinnvoll ist und bei unterschiedlichen Arten von Derivaten variierenden Nutzen stiftet, so macht die Summe dennoch deutlich, dass die alleinige Betrachtung der Bilanz irreführend sein kann, da durch „*off-balance sheet*"-Positionen ein De-facto-Exposure aufgebaut worden war, das signifikant über dem direkt aus der Bilanz ersichtlichen Leverage liegt.

Angesichts des hohen Verschuldungsgrads macht es den Anschein, als hätte ein Halo-Effekt[834], der *LTCM* umgab, dazu geführt, dass Banken ihre Geschäftsentscheidungen nicht auf Grundlage des tatsächlichen Risikos trafen, sondern diese oft auf den Referenzen der Fondsmanager basierten. Dies hatte zur Folge, dass mehr darauf geachtet wurde, dass zwei Nobelpreisträger und ein ehemaliger Vize-Präsident der Federal Reserve in der *LTCM*-Führung saßen als auf sorgsame Risikoanalyse zu vertrauen.[835]

Nachdem *LTCM* einige Zeit mit Sorge beobachtet worden war, entschied die Federal Reserve Bank von New York am 20. September 1998, die Räumlichkeiten *LTCM*s aufzusuchen und deren Probleme zu evaluieren. In diesem Rahmen wurden sowohl die wichtigsten Positionen *LTCM*s und die damit zusammenhängenden Probleme, diese in illiquiden und engen Märkten zu veräußern, sowie *LTCM*s schmelzende Kapitaldecke erläutert. Ferner wurde versucht, das Ausmaß des Gegenparteirisikos abzuschätzen, das *LTCM* für Banken darstellte.[836] Zur gleichen Zeit forderten die geldgebenden Banken

[831] Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998.
[832] Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998.
[833] GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 7.
[834] Der Halo-Effekt leitet sich vom griechischen Wort „halos" ab, das Lichtringe um die Sonne oder den Mond beschreibt und findet auch im Sinne von Heiligenschein Verwendung. Der Halo-Effekt als Manifestation einer kognitiven Verzerrung bezeichnet das Schließen von einer oder wenigen (nicht repräsentativen) Charaktereigenschaften auf das Gesamtwesen einer Person. Vgl. Kahneman (2012) – Thinking Fast and Slow, S. 206.
[835] GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 7.
[836] McDonough (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998.

mehr Sicherheiten von *LTCM*, dessen Eigenkapital nunmehr lediglich $600 Millionen betrug, sodass eine Aussprache mit den Hauptgläubigern unausweichlich wurde.[837] Aus diesem Grunde lud die Federal Reserve Bank of New York *Goldman Sachs*, *Merrill Lynch* und *J.P.Morgan* – jene Banken, von denen man annahm, sie hätten das beste Wissen um *LTCM*s missliche Situation und das größte Interesse an einer Lösung des Problems – am 22. September 1998 zu einem Gespräch, um „the risk of an abrupt and chaotic close-out of Long-Term Capital" zu entschärfen.[838] Nachdem am 23. September eine Einigung erzielt worden war, stellte am 28. September ein Bankkonsortium, bestehend aus 14 Gegenparteien, Gläubigern und/oder Investoren *LTCM*s,[839] $3,6 Milliarden in Form von Eigenkapital im Austausch für eine 90%ige Beteiligung an *LTCM* zur Verfügung und gewährte gleichzeitig einen Zahlungsaufschub.[840] Darüber hinaus wurde die Managementvergütung von 25% auf 15% Profitbeteiligung und die 2% Verwaltungsgebühr auf 1% reduziert.

6.1.3.6.1 DIE IMPLIKATIONEN DES BEINAHE-KOLLAPS VON LTCM

Wenngleich der Erfolg des FDICIA vor dem Hintergrund von Forschungsergebnissen und insbesondere der nachfolgenden Entwicklungen nachhaltig in Frage gestellt werden muss, so wurde das – zumindest demonstrierte – Bemühen, von der TBTF-Doktrin abzukommen, schon 1998 nachhaltig konterkariert, als das TBTF-Prinzip von großen Banken auf den Hedgefonds *Long-Term Capital Management* ausgedehnt wurde. Spätestens 1998 war somit einerseits klar geworden, dass TBTF nicht durch schale Gesetzesinitiativen wie den FDICIA beseitigt werden kann und weiter eine tragende Rolle spielt, und außerdem, dass TBTF weniger eine Funktion von Größe als vielmehr eine der Komplexität („Too-Complex-to-Fail") bzw. der Vernetzung („Too-Interconnected-to-Fail") darstellt. Von herausragender Wichtigkeit ist in diesem Zusammenhang die systemische Bedeutung von Finanzinstituten.[841] Insofern eine zunehmende Größe in der Regel mit einem gestiegenen Grad an Vernetzung einhergeht, stehen im Zentrum der TBTF-Problematik nach wie vor große Banken, TBTF-Schutz bleibt aber nicht notwendigerweise auf diese beschränkt. In diesem Zusammenhang hat sich für diese Institutionen, infolge ihrer Vernetzung, Komplexität, Größe oder anderer systemischer Bedeutsamkeit, der Begriff SIFI

[837] Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998.
[838] McDonough (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998.
[839] Die beteiligten Bankholdinggesellschaften waren: *Barclays PLC, Bankers Trust Corporation, The Chase Manhattan Corporation, Credit Suisse First Boston Corporation, Deutsche Bank AG, The Goldman Sachs Group, L.P., Lehman Brothers Holdings Inc., Merrill Lynch & Co., Inc., J.P.Morgan & Company Inc., Morgan Stanley Dean Witter & Co., Paribas; Société Generale, Travelers Group Inc. und UBS AG*. Siehe hierzu GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 44-45.
[840] BIS (1999) – A Review of Financial Market Events, S. 7-8 und GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 40.
[841] Vgl. Barth & Schnabel (2012) – Too Big to Fail or to Save.

für „Systemically Important Financial Institutions“ bzw. LCFI für „Large Complex Financial Institutions“ etabliert. Die Termini SIFI und LCFI werden außerdem dem Umstand gerecht, dass sich außergewöhnliche staatliche Rettungsmaßnahmen nicht auf Banken oder bankähnliche Institute beschränken müssen, sondern sämtliche Finanzinstitute umfassen können. Neben Größe ist der Gefahr durch Ansteckung (contagion) besondere Beachtung beizumessen. In diesem Zusammenhang ist beispielsweise die Bank *Continental Illinois* zu nennen, deren Scheitern infolge der Tatsache, dass über 2.000 Banken ein Korrespondenzbankenverhältnis mit derselben unterhalten hatten, als nicht akzeptabel angesehen wurde. Auch *LTCM* stellte infolge seiner Derivatepositionen in Höhe von $1,4 Billionen für seine Gegenparteien eine ernstzunehmende Gefahr dar, aufgrund welcher eine Kettenreaktion befürchtet wurde.[842] Als weiteren Faktor ist Konzentration zu nennen, die es unter Umständen unmöglich gestaltet, Finanzinstitute fallen zu lassen. Konzentration ist dann gegeben, wenn ein Finanzinstitut über ausreichend Marktmacht in einem bestimmten Bereich der Finanzmärkte verfügt, infolge derer das Funktionieren des Marktes im Fall einer Insolvenz des betreffenden Instituts in Frage gestellt werden muss.[843] Schon in den frühen 1970er Jahren war beispielsweise die führende Rolle im Kommunalobligationsgeschäft der *Bank of the Commonwealth* als Grund für deren Rettung angeführt worden.[844]

6.1.3.7 DER GRAMM-LEACH-BLILEY ACT VON 1999 UND DER FALL DES TRENNBANKENSYSTEMS

Nachdem 1998 die TBTF-Doktrin de facto auf einen Hedgefonds ausgeweitet worden war, sollte 1999 ein weiterer Schritt unternommen werden, die staatlichen Garantien für Finanzinstitute sowohl in quantitativer als auch qualitativer Hinsicht auszuweiten. 1999 veranlasste der Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) die Aufhebung des Glass-Steagall Act, der seit Ende der Weltwirtschaftskrise das Wertpapiergeschäft vom Geschäftsbankwesen getrennt hatte. Der Fall des Trennbankensystems sollte einen wichtigen Impuls für die Ausweitung des TBTF-Problems darstellen.

Mit dem Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA) bzw. Financial Services Modernization Act von 1999, der einen Großteil der Bestimmungen des 1933 eingeführten Glass-Steagall Act betreffend die Trennung von Geschäftsbanken und Wertpapierhäusern außer Kraft setzte, wurde der FDIC-Schutz von Geschäftsbanktätigkeiten de facto auf das Wertpapiergeschäft ausgeweitet. Nach einer großen Anzahl an Neuinterpretationen des Glass-Steagall Act, die Geschäftsbanken bis 1999 sukzessive mehr Freiheiten eingeräumt hatten, stellte der Gramm-Leach-Bliley Act einen letzten und endgültigen Schritt

[842] GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 7.
[843] Vgl. Thomson (2009) – Systemically Important Financial Institutions, S. 4-5.
[844] Sprague (2000) – Bailout, S. 53 & 68.

dar, die Trennung von Geschäftsbanken und Investmentbanken aufzuheben. Das US-amerikanische Trennbanksystem war jedoch schon seit gut einem Jahrzehnt unter Beschuss gestanden, indem mehr und mehr Ausnahmen zum Glass-Steagall Act gewährt worden waren. Grundsätzlich hatte der National Banking Act von 1863 die erlaubten Geschäftstätigkeiten von Banken definiert, die wie folgt lauteten:

> *„[A]ll such incidental powers as shall be necessary to carry on the business of banking; by discounting and negotiating promissory notes, drafts, bills of exchange, and other evidences of debt; by receiving deposits; by buying and selling exchange, coin, and bullion; by loaning money on personal security; and by obtaining, issuing, and circulating notes."*[845]

Der Glass-Steagall Act hatte die „bank power clause" des National Banking Act von 1863 abgeändert, indem Banken der Handel mit und die Emission von Wertpapieren explizit verboten wurde. Der Bank Holding Company Act von 1956 hatte diese Restriktionen auf alle verbundenen Unternehmen innerhalb einer Bankholdinggesellschaft ausgeweitet. Beginnend in den 1960er Jahren hatte das Office of the Comptroller of the Currency aber eine zunehmend breitere Interpretation der Gesetzespassagen zu verwenden begonnen. [846] 1984 hatte die American Bankers Association (ABA), eine Interessenvertretung und Lobby-Organisation von US-Banken, eine Klage gegen das Board of Governors of the Federal Reserve System angestrengt, die die Auslegung einer Gesetzespassage des Banking Act von 1933, die Banken den „public sale" von Wertpapieren verbot, anfocht. Die ABA argumentierte, dass der Gesetzestext auf das Verbot der Wertpapieremission abzielte, nicht jedoch auf das Vermittlergeschäft von Wertpapieren (Brokerage). Der ABA-Klage wurde stattgegeben, und Mitte der 1980er Jahre standen Banken in direkter Konkurrenz zu spezialisierten Broker-Häusern.[847] Ab den späten 1980er Jahren begannen Geschäftsbanken außerdem in den Investmentbankenbereich einzubrechen. Im Jahr 1987 gestattete es das Federal Reserve Board Bankholdinggesellschaften, sogenannte „section 20 subsidiaries" zu gründen, die in begrenztem Umfang Geschäftsaktivitäten verfolgen konnten, die nicht dem traditionellen Bankengeschäft entsprachen, solange diese 5% des Gesamtumsatzes (gemessen an den letzten zwei Jahren) der Bankholdinggesellschaft nicht überschritten.[848] Die Grundlage hierfür lieferten nicht exakt definierte Stellen des Glass-Steagall Act, die von „engaged principally" und „primarily engaged" sprachen. Ähnliche Ungenauigkeiten beinhaltete der Bank Holding Company Act von 1956 einschließlich seiner Zusätze. Dieser sah vor, dass Bankholdinggesellschaften Nicht-Banktätigkeiten nachgehen durften, die nach Einschätzung der

[845] Section 24 des National Banking Act von 1863, zitiert nach Omarova (2009) – The Quiet Metamorphosis, S. 1049.
[846] Omarova (2009) – The Quiet Metamorphosis, S. 1049-1051.
[847] Maloney (2006) – Banks and the SEC, S. 444-445.
[848] Carpenter & Murphy (2010) – Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under Glass-Steagall, S. 13; Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 318-319; Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 972.

Federal Reserve „closely related to banking" waren.[849] Diese Ausnahme wurde 1989 auf sämtliche vom Gesetz nicht erlaubte Geschäftstätigkeiten – u.a. die Emission von Eigen- und Fremdkapital sowie dessen Handel – ausgeweitet, während zeitgleich die Höchstgrenze des erlaubten Umsatzes durch diese Geschäftsbereiche auf 10% des Gesamtumsatzes angehoben wurde. Im August 1996 erhöhte die FED das Maximum nicht-erlaubter Geschäftsaktivitäten erneut auf 20% des Gesamtumsatzes und im Dezember desselben Jahres schließlich auf 25%. [850] Die Lockerung der Bestimmungen des Glass-Steagall Acts führte zu einer Vielzahl an Neugründungen bzw. Übernahmen von kleinen Wertpapierfirmen durch Geschäftsbanken, sodass 1998 45 Banken über eine „section 20 subsidiary" verfügten und dem bis zu diesem Zeitpunkt Investmentbanken vorbehaltenen Wertpapiergeschäft nachgehen konnten. Insbesondere die 25 größten US-Banken – ausnahmslos mit „section 20 subsidiaries" – stellten nun eine ernstzunehmende Konkurrenz für die spezialisierten Investmentbanken dar.[851] Die Hauptakteure sowie -profiteure dieser Entwicklung hin zu einem Universalbankensystem waren große Geschäftsbanken gewesen, nachdem die Securities Industry Association, die Interessenvertretung von Wall-Street-Firmen, jahrelang gegen die Auflösung des Trennbankensystems gekämpft und unzählige Klagen gegen Regulierungsbehörden geführt hatte. Der ABA-Cheflobbyist bemerkte 1999 in einem Interview:

> *„Because we had knocked so many holes in the walls separating commercial and investment banking and insurance, we were able to aggressively enter their business–in some cases more aggressively than they could enter ours."*[852]

Die Gründung von "section 20 subsidiaries" bzw. der Kauf von Wertpapierfirmen waren in diesem Zusammenhang ausschließlich auf größere Banken zurückzuführen, keine Bank, deren Bilanzsumme geringer als $7 Milliarden war, war während dieses Zeitraums in das Wertpapiergeschäft vorgestoßen.[853]

Somit hatten Geschäftsbanken schon vor dem Fall des Trennbankensystems ihre Präsenz im Wertpapiergeschäft maßgeblich vorangetrieben. Bereits im Jahr 1996 hatte der Marktanteil von Geschäftsbanken an der Emission von Eigenkapital 2% und von Fremdkapital 20% betragen, und mit der Erhöhung des Umsatzlimits auf 25% des Gesamtgeschäfts im selben Jahr begann ein aggressiver Vorstoß von Geschäftsbanken in das Wertpapiergeschäft, sodass diese 1999 etwa ein Sechstel des IPO-

[849] Barth, Brumbaugh & Wilcox (2000) – Repeal of Glass-Steagall, S. 196.
[850] Carpenter & Murphy (2010) – Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under Glass-Steagall, S. 13; Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 318-319; Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 972; Carrow & Kane (2002) – The Value of Relaxing Long-Standing Regulatory Restraints on Banks 1970-2000, S. 450.
[851] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 318; Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 972.
[852] Edward Yingling, zitiert in American Bankers Association (1999) – The Making of a Law, S. 20.
[853] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 320.

Marktes[854] beherrschten.[855] Einen wichtigen Schritt in Hinblick auf die Demontage des Glass-Steagall Act stellte die Zustimmung der Federal Reserve zur Fusion von *Citicorp* mit *Travelers* dar. *Travelers* war ein Finanzkonglomerat mit einer Vielzahl an Tochterunternehmen im Versicherungs-bereich und besaß mit *Salomon Smith Barney* außerdem eine der führenden Wertpapierfirmen. Nach damals geltendem Recht (Glass-Steagall Act und Bank Holding Company Act) war die Existenz eines Geschäftsbankaktivitäten, Versicherungsgeschäft und Investmentbanking umfassenden Konglomerats nicht gestattet, das Federal Reserve Board hatte der neu geformten *Citigroup* diesbezüglich jedoch eine ursprünglich auf fünf Jahre begrenzte Ausnahmeerteilung gewährt.[856] Durch die Fusion von *Citicorp* und *Travelers* war somit das erste moderne Finanzkonglomerat der Vereinigten Staaten seit 1933 – mit einer Bilanzsumme von $750 Milliarden – entstanden.[857]

Durch die Fusion wurde ein enormer Druck auf die Gesetzgeber aufgebaut, indem diese vor die Wahl gestellt wurden, „of either approving legislation to ratify the Citicorp-Travelers merger or forcing a potentially disruptive breakup of a huge financial conglomerate."[858] Die *Citicorp-Travelers*-Fusion machte den ausgeprägten Einfluss deutlich, den Finanzunternehmen dieser Größe auf Politiker und Gesetzgeber ausüben können. In dieser Hinsicht ist die Tatsache zu nennen, dass schon vor der Bekanntmachung der Fusion sowohl Fed-Vorstand Greenspan, US-Finanzminister Rubin und Präsident Clinton einer Fusion positiv gegenübergestanden waren.[859] *Citicorp* und *Travelers* verfolgten die Fusion unter Zugrundelegung zweier aggressiver Annahmen. Einerseits wurde darauf spekuliert, dass die Federal Reserve eine Ausnahmebewilligung erteilen würde, und andererseits war darauf vertraut worden, dass innerhalb des durch die Ausnahme bewilligten Zeitraums der Glass-Steagall Act zu Fall gebracht werden würde.[860] Dass sich beide Annahmen als wahr herausstellen würden, deutet einerseits auf den extremen Einfluss großer Finanzinstitute hin, andererseits wurde in dieser Hinsicht nichts dem Zufall überlassen. Im Anschluss an die *Citicorp-Travelers*-Fusion hatte *Citigroup* aggressiv für die Beseitigung des Glass-Steagall Acts gekämpft. In Hinblick auf den Lobbyismusaufwand, den *Citigroup* betrieben hatte, äußerte sich Geisst in einem Interview 2003 wie folgt:

> *„They* [Citigroup] *pushed so hard that the legislation, HR10, House Resolution 10, which became the Financial Services Modernization Act, was referred to as "the Citi-Travelers Act" on Capitol Hill.* […] *In the year previous to the Financial Services Modernization Act, the thing that overruled*

[854] Die Abkürzung „IPO" steht für das „Initial Public Offering", also die Erstnotiz eines Unternehmens an der Börse bzw. Börsengang.
[855] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 319-320.
[856] Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 972-973; Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 220-221.
[857] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 220.
[858] Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 973.
[859] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 306.
[860] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 306.

> *Glass-Steagall, Citibank spent $100 million on lobbying and public relations, which is a good indication."*[861]

Insgesamt hatten der Finanzsektor und insbesondere die großen Institute nach Berechnungen der Financial Crisis Inquiry Commission im Jahr 1999 beinahe $400 Millionen für Lobbying und Parteispenden aufgewendet, um eine Aufhebung des Glass-Steagall Acts zu erwirken.[862] Außerdem hatte *Citigroup* inmitten der Verhandlungen zwischen der Clinton-Administration und dem Kongress über die genaue Gestaltung des Gesetzes den US-Finanzminister und prominenten Befürworter des Gesetzes, Robert Rubin, zum stellvertretenden Vorsitzenden des *Citigroup*-Aufsichtsrates gemacht. Von diesem Lobbyismusaufwand und persönlichen Zuwendungen abgesehen, schreibt Geisst den erfolgreichen Vorstoß durch *Citigroup* und andere TBTF-Banken gegen den Glass-Steagall Act wiederum dem Zutun des damaligen FED-Vorsitzenden Greenspan zu: „Part of this had to do with the general halo effect around Alan Greenspan on Wall Street at the time."[863]

Letztlich wurden *Citigroups* Prämissen erfüllt, indem der Gramm-Leach-Bliley Act die endgültige Abschaffung des Trennbankensystems erließ. Nachdem die Interessenvertretungen der unterschiedlichen Finanzsektoren (Geschäftsbanken, Versicherer, Wertpapierhäuser) vor 1999 divergierende und teilweise gegensätzliche Ansichten hinsichtlich der Details einer Deregulierung des Finanzsektors vertreten hatten, kamen diese für die abschließende Diskussion des GLBA geschlossen mit dem House Majority Leader Richard Armey und Senate Majority Leader Trent Lott zusammen. Von letzteren wurde den jeweiligen Vertretern der Interessenverbände gesagt: „This is different. You guys are all together, you're all telling us you want the bill."[864] Dieses Entgegenkommen überraschte letztlich selbst den ABA-Cheflobbyisten Edward Yingling:

> *„One of the interesting things is that never in any of this process did anybody offer an amendment to the basic core of the bill, which was that banks should be able to offer all financial services. After all those years of people saying, `Absolutely not,´ everybody just said, `Yeah, that's right.´* […] *We basically won it all."*[865]

Wenngleich die Auflösung des Glass-Steagall Act durch den Gramm-Leach-Bliley Act vor dem Hintergrund der Aufweichung des Trennbankensystems im vorangegangenem Jahrzehnt oft als wenig revolutionär angesehen wird,[866] so stellte der GLBA doch einen wichtigen, finalen Schritt hin zu einem Universalbankensystem dar. Kane (1999) setzte die Macht großer Banken schon vor dem GLBA mit den

[861] Geisst (2003) – Interview.
[862] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 55.
[863] Geisst (2003) – Interview.
[864] Edward Yingling, zitiert in American Bankers Association (1999) – The Making of a Law, S. 20.
[865] Edward Yingling, zitiert in American Bankers Association (1999) – The Making of a Law, S. 20.
[866] Vgl. hierzu u.a. Barth, Brumbaugh & Wilcox (2000) – Repeal of Glass-Steagall.

Fähigkeiten von Superhelden gleich. So vergleicht Kane „regulatory arbitrage“, also das gezielte Aussuchen von Regulatoren durch die Banken selbst, mit Superman, dem es durch die Auswanderung auf einen anderen Planeten mit einer geringeren Gravitationskraft gelang, Superkräfte zu erlangen; die Lockerung von Restriktionen bzw. die liberale Auslegung bestehender regulatorischer Vorschriften wird mit der Verwandlung von Captain Marvel durch den Zauberer Shazam gleichgesetzt; die Aushöhlung von Regulierung durch technologischen Fortschritt wird mit Durchbrüchen in der Wissenschaft (Captain America) oder unkontrollierten Genmutationen (X-Men) verglichen; eine Parallele von Sektoren-übergreifenden Fusionen wird in der Verschmelzung der Mighty Morphin Power Rangers zu Megazord gesehen; und der unermüdliche Kampf gegen Regulierungsbehörden und die Umsetzung eines langfristigen strategischen Plans spiegelt sich in der disziplinierten Herangehensweise und im unermüdlichen Training von Batman wider.[867]

Die komplette Abschaffung eines Umsatzmaximums, das aus nicht traditionellen Bankaktivitäten stammen durfte, ermöglichte es Banken, sektorenübergreifend aggressiv zu wachsen und stellt deswegen einen nicht zu unterschätzenden Impuls hin zu einem von wenigen Großbanken dominierten Finanzsystem dar. Der ABA-Cheflobbyist bemerkte hierzu in einem Interview im Anschluss an den Gramm-Leach-Bliley Act:

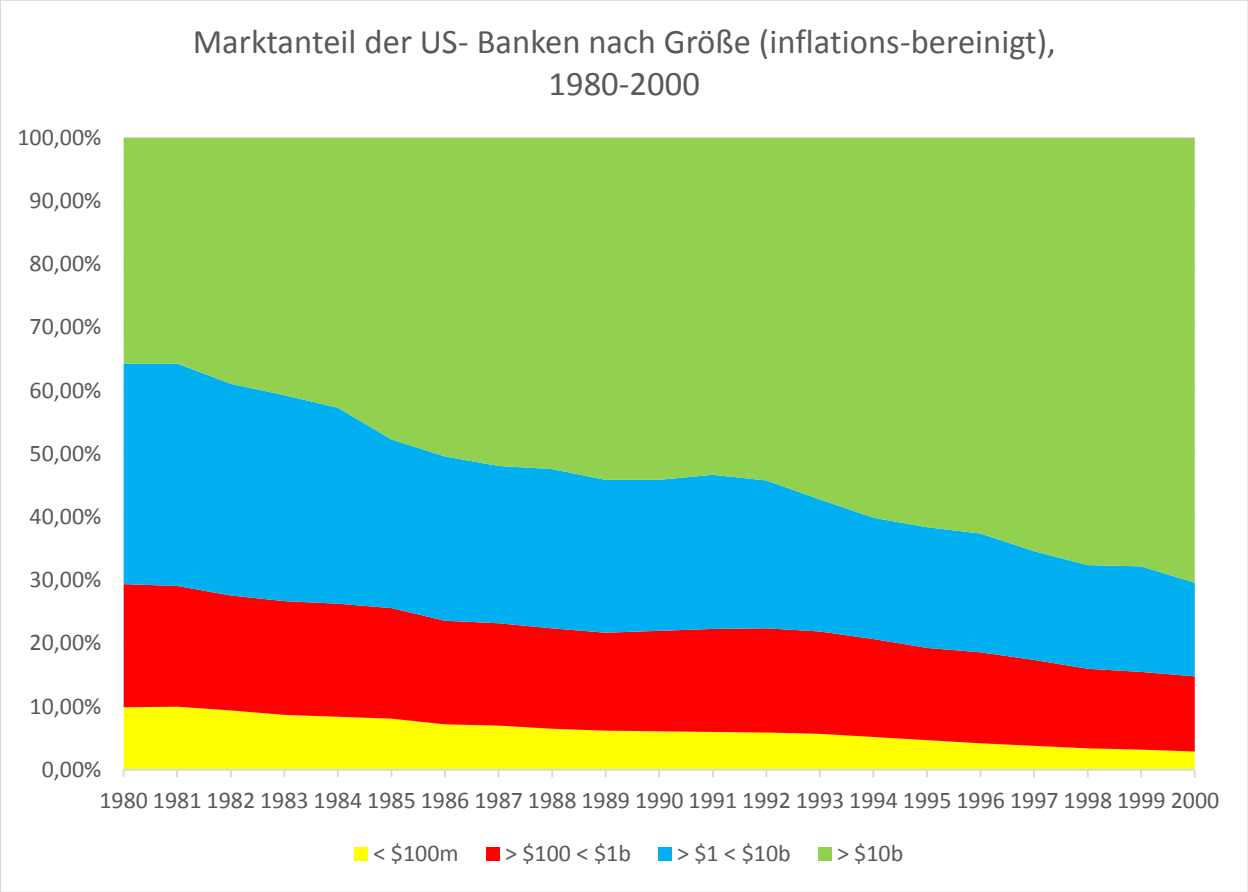
> *„*[W]*e'd broken the wall down to rubble but the rubble was in the way. Now we've cleared away the rubble. […] We had already chipped away a lot of the restrictions, but from a historic point of view the new law will be right up there with the National Bank Act* [sic!]*, the Federal Reserve Act, the Glass-Steagall Act, and the creation of FDIC insurance. “*[868]

Dass der GLBA tatsächlich von einiger Bedeutung für die Ausweitung des TBTF-Problems war, bezeugt nicht zuletzt die Übernahmewelle im Anschluss an das Gesetz, die einige der größten Finanzinstitute schuf.[869] Dies nachdem von 1991 bis 1998 schon 29 „Megamergers“ von US-Banken stattgefunden hatten, bei denen die betreffenden Banken jeweils eine Bilanzgröße von mehr als $10 Milliarden aufgewiesen hatten.[870] Im Jahr 1998 fanden neun der zehn größten Übernahmen oder Fusionen bis zu diesem Zeitpunkt in allen Branchen insgesamt statt. Allein im Bankensektor fanden vier dieser neun „Supermegamergers“ statt, bei welchen die Bilanzgröße der fusionierenden Banken bei jeweils über $100 Milliarden lag – *Citicorp*/*Travelers*, *BankAmerica*/*NationsBank*, *Banc One*/*First Chicago* und *Norwest*/*Wells Fargo*.[871] Bis 1999 waren so lediglich 23 der 50 größten Bankholdinggesellschaften von

[867] Kane (1999) – Banking Powers, S. 665.
[868] Edward Yingling, zitiert in American Bankers Association (1999) – The Making of a Law, S. 20-23.
[869] Eine Auflistung der Bankfusionen während des Zeitraums 1989-2005 findet sich in Jones & Oshinsky (2009) – Industry Consolidation and Deposit Insurance Reform, S. 85-87.
[870] Shull & Hanweck (2011) – Bank Mergers in a Deregulated Environment, S. 119.
[871] Berger, Demsetz & Strahan (1999) – Consolidation of the Financial Services Industry, S. 139-140. Bei der Fusion *Norwest*/*Wells Fargo* wiesen beide Institute eine Bilanzsumme von etwas unter $100 Milliarden auf ($96

1990 selbstständig geblieben, der Rest war von Wettbewerbern absorbiert worden. Dies hatte den Marktanteil der größten 50 Bankholdinggesellschaften zwischen 1990 und 1999 von 55,3% auf 68,1% erhöht, während sich jener der zehn größten Banken von 25,6% im Jahr 1990 auf 44,8% im Jahr 1999 beinahe verdoppelte.[872] *Abbildung 12* zeigt die Entwicklung der Banken gruppiert nach Größe (inflationsbereinigt) von 1980 bis 2000, die einen eindeutigen Trend hin zu größeren Instituten belegt.

Abbildung 12: Marktanteil der Banken nach Größe (inflationsbereinigt), 1980-2000



Daten: Philip E. Strahan – Bank Structure and Lending: What We Do and Do Not Know. In: Anjan V. Thakor & Arnoud W. A. Boot [Hrsg.] – Handbook of Financial Intermediation and Banking (Handbooks in Finance). Elsvier North-Holland, Amsterdam [u.a.] 2008, S. 110.

In den dem GLBA nachfolgenden Jahren gingen die Übernahmen unvermindert weiter, bis 2004 mit dem Zusammenschluss von *J.P.Morgan Chase* und *Bank One* die erste Fusion stattfand, die eine

Milliarden und $95 Milliarden). Jedoch fand eine weitere bedeutsame Fusion der *Deutschen Bank* und *Bankers Trust* statt, die jedoch aus dem Grund von den Autoren nicht miteinbezogen wird, da die *Deutsche Bank* kein US-amerikanisches Institut darstellt, aber dennoch ein Institut mit über $700 Milliarden Bilanzgröße kreierte. Vgl. hierzu Jones & Oshinsky (2009) – Industry Consolidation and Deposit Insurance Reform, S. 98 für eine Auflistung der Übernahmen und Fusionen mit Bilanzgrößen.

[872] Stiroh & Poole (2000) – Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s, S. 2.

Billionen-Bank erschuf. Die Fusion brachte einen „financial behemoth“ mit einer Bilanzsumme von knapp $1,1 Billionen hervor, der sich mehr und mehr auf das Investmentbanking konzentrierte.[873] Die Konsequenz der Übernahme- bzw. Fusionswelle seit den 1990er Jahren war eine Machtkonzentration im Bankensektor. Von 1990 bis 2005 erhöhte sich der Marktanteil der größten 100 Banken von 68% auf 83%. Im selben Zeitraum stieg der Marktanteil der zehn größten Banken von 25% auf 55%.[874]

6.1.3.7.1 DIE MOTIVE FÜR DIE ÜBERNAHMEWELLE DER 1990ER JAHRE

Ebenso wie in Hinblick auf die Übernahmewelle in den 1980er Jahren und insbesondere auf die Rettung von *Continental Illinois* folgend stellt sich die Frage nach den Motiven der Fusionen in den 1990er und 2000er Jahren. Wie zuvor war die Übernahmeaktivität durch Verbund- und Skaleneffekte sowie die Schaffung sicherer Banken durch Diversifikation zu rechtfertigen versucht worden. Teilweise entspricht dies mit Sicherheit der Realität. Das US-Bankensystem war bis in die 1990er Jahre ein althergebrachtes und überholtes System, das auf einer großen Anzahl kleiner und oft einzelner Institute basierte, die eine effiziente Diversifizierung der Kreditportfolios lange verhindert hatten. Die Vorteile der Diversifikation waren schon lange anerkannt, bis Ende des 20. Jahrhunderts in den USA jedoch nur begrenzt ermöglicht worden. Erst 1994 war durch den Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act die Möglichkeit bundesweiter Filialnetzte für vom Bund konzessionierte Banken ermöglicht worden. Dies geschah als Antwort auf die sukzessive Lockerung von bundesstaatlichen Gesetzen in Hinblick auf Filialnetze von Bankholdinggesellschaften mit Hauptsitz in anderen Bundesstaaten. 1982 hatte keiner der US-Bundesstaaten Banken eines anderen Bundesstaates den Besitz von Filialen im eigenen Bundesstaat erlaubt. Bis 1989 hatten alle Bundestaaten mit Ausnahme von vier, die zusammen nur etwa 4% des einheimischen Sektors ausmachten, inter-bundesstaatliche Filialnetzwerke zumindest in einem gewissen Umfang erlaubt, und 1993 verblieb lediglich Hawaii, das auswärtige Bankholdinggesellschaften den Zugang zum heimischen Markt versagte.[875] Das fragmentierte Bankensystem bis in die 1980er Jahre erklärt somit einen Teil der Übernahmen der 1980er und 1990er, insofern diese der Eliminierung ineffizienter und insbesondere kleiner Wettbewerber dienten.[876] Dieser

[873] Sorkin & Thomas (2004) – J.P. Morgan Chase To Acquire Bank One. Ein Jahr zuvor waren *Bank of America* und *FleetBoston* fusioniert und hatten so die zweitgrößte US-Bank gemessen an der Bilanzsumme geschaffen, die über beinahe 10% – die Höchstgrenze, die durch eine Übernahme oder Fusion erreicht werden darf – der Einlagensumme der Vereinigten Staaten verfügte (Atlas (2003) – Banking Giants: Bank of America and FleetBoston Agree to Merger). Die Bilanzsumme des neuen Unternehmens verfehlte mit ca. $930 Milliarden aber knapp die Billionengrenze.
[874] Jones & Oshinsky (2009) – Industry Consolidation and Deposit Insurance Reform, S. 85-87.
[875] Berger, Kashyap & Scalise (1995) – The Transformation of the U.S. Banking Industry, S. 70. Für einen Überblick über die historische Entwicklung bundesstaatlicher Gesetze in Hinblick auf Filialnetze siehe S. 188-189, Table B6.
[876] Vgl. hierzu Stiroh & Poole (2000) – Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s.

Faktor erklärt darüber hinaus zumindest teilweise die großen Übernahmen und Fusionen. Die Fusion von *J.P.Morgan* und *Bank One* beispielsweise hatte zu einer der größten Banken geführt, die Bank war aber mit 17 Bundesstaaten nach wie vor in vergleichsweise wenigen Bundesstaaten vertreten.[877] Insofern die Übernahme von bzw. Fusion mit großen Instituten ein großes bestehendes Filialnetzwerk zu erlangen erlaubte, sind auch große Fusionen bzw. Übernahmen durch das Streben nach Ausbau der Präsenz in einzelnen Bundesstaaten zu erklären.

Andere Vorteile dieser Megamergers, die in diesem Zusammenhang oft genannt werden, sind jedoch in der Regel nicht zu bestätigen. Eine erhöhte Profitabilität durch Verbund- und Skaleneffekte wird von vielen Studien widerlegt, insbesondere für Institute mit einer Bilanzgröße von mehr als $10-$25 Milliarden.[878] Auch ist die stabilisierende Auswirkung infolge von Diversifikation nicht nachweisbar. Benston (1989) schreibt zur von ihm befürworteten Abschaffung des Glass-Steagall Act (zehn Jahre vor Erlass des Gramm-Leach-Bliley Act) Folgendes:

> *„Furthermore, there is reason to believe that the repeal of the Glass-Steagall Act would have no detrimental effect on risks undertaken by banks. […] The availability of securities activities and holdings would not increase either bankers' proclivities or opportunities for risk taking. Evidence from the pre-Glass-Steagall period indicates that banks conducting securities operations had lower rates of failure than did other banks, ceteris paribus."*[879]

Der angesprochene Beweis dafür, dass Banken mit gemischten Geschäftsbereichen in der Zeit vor dem Trennbankensystem keine höheren, sondern niedrigere Insolvenzraten aufgewiesen hatten als reine Geschäftsbanken, wurde in der Tat erbracht. White (1986) belegt, dass *national banks* mit Wertpapiergeschäft während der Weltwirtschaftskrise mit einer Konkursrate von 7,2% eine deutlich geringe Insolvenzwahrscheinlichkeit aufgewiesen hatten als Banken ohne Wertpapiergeschäft, deren Pleitewahrscheinlichkeit 26,3% betragen hatte.[880] Benston weist in diesem Zusammenhang einige Seiten vor dem zitierten Text unter der Überschrift „*Important Shortcoming*" neben anderen Punkten jedoch auf folgende Schwachstelle hin:

> *„An additional assumption is that the period from which the data are drawn includes all possible economically important negative outcomes. Experience indicates otherwise. Banks that fail, for example, often have stable income for years that they derive from an undiversified portfolio. Then some unfortunate event occurs, such as a sharp reduction in oil prices or a drought; the banks suffer massive defaults, and the losses cause insolvency."*[881]

---

[877] Sorkin & Thomas (2004) – J.P. Morgan Chase To Acquire Bank One.
[878] Siehe für eine kurze Diskussion der Studien Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 272, Fußnote 256 und S. 279, Fußnote 274 sowie S. 279, Fußnote 275 für Studien, die mit zunehmender Größe Diseconomies belegen.
[879] Benston (1989) – Repeal of the Glass-Steagall Act, S. 302.
[880] White (1986) – Before Glass-Steagall.
[881] Benston (1989) – Repeal of the Glass-Steagall Act, S. 295.

Dass diese Kritik wenige Seiten später vergessen zu sein scheint, ist insbesondere dahingehend verwunderlich, weil die Zeit bis in die frühen 1930er Jahre sehr wenig mit jener seit den 1980er Jahren gemein hatte. So hatten sich nicht nur die makroökonomischen Gegebenheiten stark verändert, auch die Struktur der Firmen selbst hatte bedeutsame Änderung erfahren. Bis zur Weltwirtschaftskrise war das US-Bankensystem durch das Unit-Banking charakterisiert gewesen, das Banken, deren überwiegender Anteil aus nur einer Geschäftsstelle bestand und somit über keine Filialen verfügte, überproportional von der betreffenden Region abhängig gemacht hatte. Die Folge davon war, dass diese Banken nur über eine – wenn überhaupt – geringe Diversifikationsmöglichkeit verfügten. Es überrascht deshalb nicht, dass eine nicht vollkommen korrelierende Geschäftsmöglichkeit über das enge Bankwesen – Kreditvergabe – hinaus, einen stabilisierenden Effekt auf diese Banken hatte.

Das Filialbankensystem und somit die Möglichkeit einer effizienten Diversifikation hatten aber bis 1999 auch in den Vereinigten Staaten Einzug gehalten, weswegen die vorteilhaften Effekte einer Ausweitung des Geschäftsbereichs in das Wertpapiergeschäft nicht jenen Effekt haben würde wie in den 1920er Jahren. Im Gegenteil hatten große Banken im Zeitraum 1971-1991 eine höhere Insolvenzrate als kleinere Institute aufzuweisen. Insbesondere in den 1980er Jahren waren vor allem große Banken exzessives Risiko eingegangen.[882] Zwischen 1980 und 1991 waren elf der größten 50 Banken der Vereinigten Staaten gescheitert oder mussten mit anderen Banken fusioniert werden.[883]

Kaufman (2002) hingegen schreibt den Drang nach Größe und die damit verbundenen Megamergers dem FDICIA zu, der nach ihm die Wahrscheinlichkeit von TBTF-Hilfen reduziert und auf die größten und komplexesten Bankorganisationen beschränkt hätte.[884] In der Tat hatte man es Banken durch die Abschaffung des Trennbankensystems ermöglicht, nicht nur in Hinblick auf ihre Größe zuzunehmen, sondern auch hinsichtlich ihrer Komplexität und Vernetzung. Stern & Feldman (2009) zeigen, dass Ende 2001 die größten fünf US-Banken 95% und die zehn größten Banken zusammen etwa 98% aller Derivate des Bankensektors hielten. Die Verquickung von Investmentbanking, Versicherungswesen und Geschäftsbankenaktivitäten hatte zu einer Zunahme der Komplexität dieser Finanzkonglomerate geführt. Diese Komplexität erlaubte es Universalbanken, riskantere und undurchschaubarere Geschäftsmodelle zu verfolgen sowie deren Verschuldungsgrad zu erhöhen und somit ihre TBTF-Subventionen auszuweiten.[885]

Carrow & Kane (2002) weisen nach, dass Fusionen, die zu einer Ausweitung der Geschäftsfelder führten – unter anderem der *Citicorp*/*Travelers*-Zusammenschluss –, abnorme Kurssteigerungen zur Folge

[882] Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000, S. 444.
[883] O'Brien (1998) – Worries About Loans Revive Ghost of 1980's Bank Debacle.
[884] Kaufman (2002) – Too Big to Fail in Banking, S. 431.
[885] Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates, S. 1049.

hatten, die auf die zunehmende Marktmacht auf Kosten von Kunden (höhere Kreditraten, niedrigere Einlagenzinsen) und eine Ausweitung des TBTF-Status hinweisen.[886]

6.1.3.7.2 DIE FOLGEN DES GRAMM-LEACH-BLILEY ACT

Die Förderung von großen Bankholdinggesellschaften durch den GLBA ermöglichte es, Einlagen, die über dem FDIC-Höchstschutz lagen (damals $100.000) in Beträge unter dem maximalen Versicherungsschutz aufzuspalten, die über unterschiedliche Banken innerhalb der Bankholding aufgeteilt werden konnten, um einen FDIC-Schutz auf Einlagenbeträge zu erreichen, der vom Gesetz nicht vorgesehen war. 2003 wurde schließlich ein Dienstleistungsservice durch *Promontory Interfinancial Network* eingerichtet, der diesen Service Banken anbot, die über kein Bankholdingnetzwerk verfügten. Mithilfe des von *Promontory Interfinancial Network* angebotenen *Certificate of Deposit Account Registry Service* (*CDARS*) konnten Mitgliedsbanken in $100.000 umfassende Einlagenpartitionen mit anderen Mitgliedern tauschen, sodass den maximalen Einlagenschutz signifikant übersteigende Einlagen in voller Höhe FDIC-Schutz erhielten. 2006 waren über 700 Banken *CDARS*-Mitglieder, und *Promontory Interfinancial Network* warb damit, Einlagen in der Höhe von bis zu $20 Millionen FDIC-versichern zu können.[887] Pennacchi (2006) weist außerdem darauf hin, dass es die Aufhebung des Trennbankensystems Brokerhäusern ermöglichte, Wertpapierverrechnungskonten von *money market deposit accounts*[888], die nicht unter Versicherungsschutz fielen, in FDIC-versicherte Konten umzuwandeln. Crane & Krasner (2004) schätzen, dass auf diese Weise etwa $350 Milliarden in FDIC-versicherte Einlagen umgewandelt werden konnten.[889] Von 1999, direkt anschließend an den GLBA, bis 2004 nahmen die Einlagen in *money market deposit accounts* um 16,4% jährlich zu, während das in Geldmarktfonds, die über keinen FDIC-Schutz verfügen, hinterlegte Volumen mit 3% p.a. abnahm.[890] FDIC-Schutz für diese Art von Konten ist nur schwer mit der Public-Interest-Theorie vertretbar.

Von weitaus größerer Bedeutung ist aber die Ausweitung des FDIC-Versicherungsschutzes auf das Wertpapiergeschäft im Generellen, die der GLBA möglich machte. Durch die Verquickung des traditionellen Bankwesens, welches Zugang zum Diskontfenster der Federal Reserve sowie FDIC-

[886] Carrow & Kane (2002) – The Value of Relaxing Long-Standing Regulatory Restraints on Banks 1970-2000.
[887] Pennacchi (2006) – Deposit Insurance, S. 14-15.
[888] „*Money market deposit accounts*" ähneln Geldmarktfonds, werden aber im Unterschied zu diesen von Banken angeboten und erlauben oft das Bezahlen gegen den angelegten Wert ähnlich einem Girokonto.
[889] Pennacchi (2006) – Deposit Insurance, S. 15.
[890] P. Crane & M. Krasner – Brokerage Cash Sweep Options: The Shift from Money Funds to FDIC-Insured Bank Deposit Accounts. iMoneyNet Inc. Special Report (November, 2004), zitiert nach Pennacchi (2006) – Deposit Insurance, S. 15.

Einlagenschutz genießt, mit dem Investmentbanking und dem Versicherungswesen wurde das staatliche Sicherheitsnetz de facto auf die letzteren Geschäftsfelder ausgeweitet. Während einer Kongressanhörung im Rahmen der Insolvenz von *Drexel Burnham Lambert* im Jahr 1990, einer der größten Investmentbanken dieser Zeit, unterstrich der damalige Vorsitzende der Securities Exchange Commission (SEC) Richard Breeden die Vorteile eines Trennbankensystems. *Drexel* hatte von US-Regulatoren eine staatliche Rettung gefordert, der Aufforderung wurde jedoch nicht entsprochen und Drexel liquidiert. Breeden machte vor dem Kongress deutlich, dass Hilfskredite von der SEC als deren Regulator hätten vergeben werden müssen, dies wäre jedoch infolge ihrer mangelnden diesbezüglichen Kompetenz unmöglich gewesen.[891] Da *Drexel* kein FDIC-Mitglied war, konnte außerdem nicht auf den vorfinanzierten FDIC-Fonds zugegriffen werden. Nachdem der FDICIA 1991 schon die Möglichkeit geschaffen hatte, Wertpapierhäusern Kredite über das Diskontfenster gegen minderqualitative Papiere zur Verfügung zu stellen, zementierte der Gramm-Leach-Bliley Act die Ausweitung des staatlichen Sicherheitsnetzes für Nicht-Banken. Die Verquickung von Investmentbanking und traditionellem Bankengeschäft durch den GLBA hatte somit Finanzkonglomeraten einen direkten Zugang zum FDIC-Fonds ermöglicht, auf dessen Ressourcen vergleichsweise leicht zurückgegriffen werden konnte.[892]

Spätestens mit *Citigroup* hatte sich das TBTF-Problem von einem akademisch interessanten, abstrakten Gegenstand zu einer ernstzunehmenden Gefahr entwickelt. Kane (1999) erörtert in diesem Zusammenhang die Gefahr, dass ein Institut dieser Größe ($750 Milliarden Bilanzsumme) nicht nur „Too-Big-to-Fail", sondern darüber hinaus „Too-Big to-Discipline-Adequately" (TBTDA) sei und weist auf die Gefahr hin, dass Regulatoren und Steuerzahler eine Institution dieser Größe nicht mehr zu überwachen befähigt sind.[893] Die Folge davon war außerdem, dass *Citigroup* im Falle einer Insolvenz „Too-Complex-to-Fail" wäre.

Diese Nachteile werden von Befürwortern eines Universalbankensystems gerne negiert. Der *Forbes*-Autor Robert Pozen argumentiert, dass „the repeal facilitated the rescue of the four large investment banks and thereby reduced the severity of the financial crisis."[894] Eine ähnliche Ansicht vertritt Jim Leach, einer der Autoren des Gramm-Leach-Bliley Act. Leach argumentiert, dass der GLBA die Weltfinanzkrise abmilderte, insofern dieser die Voraussetzung dafür geschaffen hatte, dass Geschäftsbanken fallende Investmentbanken zu übernehmen befugt waren: „If you didn't have commercial banks ready to step in, you'd have a vastly bigger crisis today."[895] Pozen und Leach haben

[891] US Congress (1990) – Collapse of Drexel Burnham Lambert, S. 146.
[892] Vgl. Stern & Feldman (2009) – Too Big to Fail, S. 73-74; Kovacevich (1996) – Deposit Insurance.
[893] Kane (1999) – Banking Powers, S. 669.
[894] Pozen (2009) – Stop Pining for Glass-Steagall.
[895] Fox (2008) – While the Regulators Fiddled.

grundsätzlich Recht, darauf aufmerksam zu machen, dass die Übernahme von Probleminstituten durch den GLBA erleichtert worden war. Sie übersehen dabei aber, dass das Gesetz gleichzeitig die Notwendigkeit für die Übernahme dieser Probleminstitute geschaffen hatte, indem es großen Instituten ermöglicht worden war, noch größer und somit TBTF zu werden, auf Grundlage dessen ein exzessives Risiko eingegangen werden konnte, das schlussendlich zur Weltfinanzkrise von 2007-2009 führte. Mittlerweile sehen in der Abschaffung des Glass-Steagall-Trennbankensystems deshalb viele einen wichtigen Faktor in Zusammenhang mit der Weltfinanzkrise. Besonders ausschlaggebend ist unter diesen die Kritik von Sandy Weill, der den Fall des Trennbankensystems für die Bailouts von Finanzkonglomeraten auf Kosten der Steuerzahler während der Finanzkrise 2007-2009 verantwortlich macht und deswegen die Wiedereinführung der Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken fordert: „We should have banks do something that's not going to risk the taxpayer dollars – that's not too big to fail […]."[896] Weills Kritik ist dahingehend besonderes Gewicht beizumessen, als dieser den Fall des Glass-Steagall Act aktiv herbeiführte und damit ermöglicht hatte, dass *Citigroup* zum heute existierenden Konglomerat wurde, das Geschäfts- und Investmentbankaktivitäten sowie das Versicherungsgeschäft unter einem Dach vereint. Auch John Reed, ehemaliges Mitglied des Aufsichtsrates und Vize-Vorstandsvorsitzender der *Citigroup*, der maßgeblich am Aufbau derselben beteiligt gewesen war, bekundete 2009 Bedauern darüber, dass er an der Entwicklung mitgewirkt hätte und merkte an, dass die Aufhebung des Glass-Steagall Act falsch gewesen wäre. Ehrlicherweise erklärte dieser darüber hinaus: „When you're running a company, you do what you think is right for the stockholders. Right now I'm looking at this as a citizen."[897] Auch Parsons, ehemaliger Vorsitzender des Aufsichtsrats der *Citigroup*, sieht in der Aufhebung des Glass-Steagall Act einen maßgeblichen Faktor, der zur Weltfinanzkrise führte: „To some extent what we saw in the 2007, 2008 crash was the result of the throwing off of Glass-Steagall".[898]

Schon vor 1999 waren Banken infolge der Liberalisierung geografischer Restriktionen stark an Größe (und Komplexität) gewachsen. Diese Entwicklung hatte zu sehr großen Banken und somit zu einer Ausweitung des TBTF-Schutzes geführt. Vor dem Hintergrund des ausgeweiteten staatlichen Sicherheitsnetzes ist der Erlass des Gramm-Leach-Bliley Act unverständlich. Die Abschaffung des Trennbankensystems hatte es Banken – und insbesondere schon unter TBTF-Schutz stehenden Großbanken – ermöglicht, sektorenübergreifend weiter zu wachsen. Nachdem 1991 durch den FDICIA Nicht-Banken bereits der Zugang zu Hilfskrediten über das Diskontfenster der Federal Reserve eröffnet worden war, machte der GLBA einen weiteren Schritt, das Sicherheitsnetz auf den gesamten

[896] Financial Times (2012) – Sandy Weill Stages an Epic Conversion.
[897] Ivry (2009) – Reed Says 'I'm Sorry' for Role in Creating Citigroup.
[898] Chipman & Harper (2012) – Parsons Blames Glass-Steagall Repeal for Crisis.

Finanzsektor auszuweiten. Finanzkonglomerate, die Versicherungswesen, Investmentbanking und traditionellen Bankbetrieb einschließlich der Annahme von Einlagen unter einem Dach vereinten, schufen so die Grundlage dafür, dass FDIC-Ressourcen für nicht schützenswürdige Finanzbereiche verwendet werden konnten. Diese Problematik wurde nicht zuletzt durch die Finanzkrise von 2007-2009 eindrucksvoll bestätigt. Darüber hinaus erhöhte das Gesetz die Wahrscheinlichkeit, dass die staatlichen Garantien in Anspruch genommen würden. Dadurch wurde nämlich das Wachstum von Banken in artfremden Sektoren in uneingeschränktem Umfang als sinnvoll erachtet und somit das Erlangen bzw. der Ausbau von TBTF-Größe erleichtert. Insofern der TBTF-Status zu riskanterem Managementverhalten führt, wurde das TBTF-Problem durch den GLBA somit gravierend verstärkt.
Viele Experten weisen jedoch berechtigterweise darauf hin, dass der GLBA teilweise internationalem Druck zuzuschreiben ist. In vielen Ländern der Welt – vor allem in Europa und Japan – herrschte historisch bedingt ein Universalbankensystem vor. Nicht zuletzt ist beispielsweise die *Deutsche Bank* sowohl gemessen am Verhältnis zum BIP Deutschlands als auch absolut um ein Vielfaches größer als US-Finanzkonglomerate. Dies hatte US-Geschäftsbanken einem erheblichen Wettbewerbsnachteil ausgesetzt. Die Abschaffung des Trennbankensystems ist deshalb durch den internationalen Wettbewerb erklärbar und teilweise verständlich. Dies ändert aber nichts daran, dass es sich hierbei um eine gesellschaftlich nicht-optimale Gesetzgebung handelte, die das TBTF-Problem massiv verstärkte.

6.1.3.8 DER COMMODITY FUTURES MODERNIZATION ACT VON 2000

Ein letzter entscheidender Schritt in Hinblick auf die Entwicklung von TBTF-Institutionen ist der Commodity Futures Modernization Act von 2000, der es Finanzinstituten erlaubte, ein ungeahntes Ausmaß an Komplexität und Vernetzung anzunehmen, das darüber hinaus verdeckt stattfinden konnte und maßgeblich zu deren Rettung beitrug.

1974 hatte der Kongress den Commodity Exchange Act von 1936 dahingehend abgeändert, dass alle Future-Kontrakte sowie Optionsscheine über eine regulierte Wertpapierbörse gehandelt werden mussten, deren Regulierung und Aufsicht auf die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) übertragen wurde.[899] Etwa in den 1980er Jahren begann sich jedoch parallel zu diesem regulierten Handel von Derivaten ein Handel zu etablieren, der nicht über eine zentrale Wertpapierbörse ablief („over-the-counter“, OTC), sondern meist bilateraler Natur war. Dieser OTC-Handel umfasste

[899] Stout (2011) – Derivatives and the 2008 Credit Crisis, S. 17-18; FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 46-47.

anfänglich hauptsächlich Zins-Swaps[900] und fand im Interbankenmarkt statt.[901] Die Folge davon war, dass Kapitalerfordernisse zwischen den jeweiligen Parteien angesetzt wurden. Da jeder OTC-Handel lediglich die beiden beteiligten Parteien einschloss und somit ohne ein zentrales Clearinghouse stattfand, konnten sich so extreme Externalitäten infolge unzureichend mit Eigenkapital unterlegter Derivate aufbauen.[902] 1996 erlaubte die Federal Reserve schließlich die Verwendung von Credit Default Swaps (CDSs), um die Eigenkapitalerfordernisse von Banken zu senken.[903] Wertpapiere, die durch CDSs versichert waren, sollten von nun an hinsichtlich der Berechnung des Eigenkapitalerfordernisses das Risikolevel des CDS-Verkäufers – der Gegenpartei – widerspiegeln, nicht jenes des Wertpapiers. In Folge dieser Entscheidung stieg die Verwendung von CDSs rapide an. Ein wichtiger CDS-Verkäufer stellte hier die *American Insurance Group* dar, die bis 2007 ein CDS-Exposure von rund $500 Milliarden aufbaute.[904] Das starke Wachstum des OTC-Marktes führte zu einigen schweren Zwischenfällen. Verluste von Nicht-Finanzunternehmen auf US-amerikanischer und internationaler Ebene zogen das Interesse von zumindest einigen Regulatoren auf sich. Schon 1994 wies ein Bericht des General Accounting Office (GAO) auf die Gefahr hin, die die Konzentration von OTC-Derivaten bei den 15 größten US-Derivatehändlern darstellte. Diese Konzentration, so der Bericht, könnte zu schwerwiegenden Problemen mit Auswirkungen auf staatlich versicherte Banken und das Finanzsystem insgesamt führen. Das GAO verwies außerdem darauf, dass die potenziell katastrophalen Auswirkungen eines Ausfalls einer dieser Banken wahrscheinlich zu einem Eingreifen des Staates führen würden.[905] Aus diesem Grund wurde dem Gesetzgeber empfohlen, die Verfügbarkeit von Informationen, insbesondere in Hinblick auf das Counterparty-Exposure zu stärken sowie einheitliche Eigenkapitalstandards zu entwickeln.[906] Anlass für letztere Forderung hatte der Umstand dargestellt, dass zehn der 13 OTC-Derivatehändler, für welche Informationen zur Verfügung gestanden hatten, ein Netto-Exposure von über 100% ihres Eigenkapitals durch OTC-Derivate aufgewiesen hatten.[907] Im Mai 1998 äußerte die Vorsitzende der CFTC, Brooksley Born, nur wenige Monate vor dem Fall *LTCM*s, ihre Absicht, den OTC-Markt transparenter gestalten zu wollen, indem die Offenlegung von Informationen, die Dokumentation und die Betrugskontrolle gestärkt werden sollten.[908] Diesem Vorstoß wurde noch am

[900] Zins-Swaps („interest rate swaps“) erlauben den beteiligten Parteien den Austausch eines zukünftigen Zinszahlungsstroms. In der Regel wird hier ein variabler Zins gegen einen fixen Zinssatz und umgekehrt getauscht („to swap“).
[901] Stout (2011) – Derivatives and the 2008 Credit Crisis, S. 19.
[902] Vgl. Acharya (2009) – Derivatives, Short Selling, and Transparency, S. 230; Acharya, Engle, Figlewski, Lynch & Subrahmanyam (2009) – Centralized Clearing for Credit Derivatives, S. 251; Acharya, Wachtel & Walter (2009) – International Alignment of Financial Sector Regulation, S. 366.
[903] Levine (2012) – The Governance of Financial Regulation, S. 46; Tett (2009) – Fool's Gold, S. 49.
[904] Levine (2012) – The Governance of Financial Regulation, S. 46.
[905] GAO (1994) – Financial Derivatives, S. 6-8.
[906] GAO (1994) – Financial Derivatives, S. 15.
[907] GAO (1994) – Financial Derivatives, S. 53.
[908] CFTC (1998) – Concept Release vom 6. Mai 1998.

selben Tag von einer gemeinsamen Bekanntmachung durch den Finanzminister Robert Rubin, den FED-Vorsitzenden Alan Greenspan und den SEC-Vorsitzenden Arthur Levitt begegnet:

> *„We have grave concerns about this action and its possible consequences. […] We seriously question the scope of the CFTC's jurisdiction in this area, and we are very concerned about reports that the CFTC's action may increase the legal uncertainty concerning certain types of OTC derivatives."*[909]

Wie Levine (2012) betont, forderte die CFTC keine drakonische Regulierung des OTC-Marktes, sondern lediglich die Förderung von Transparenz in einem Markt, der Finanzinstrumente mit einem Nennwert von mehreren Hundert Billionen Dollar umfasste.[910] Nach einem Treffen der Top-Regulatoren soll Rubin die CFTC-Vorsitzende Born mit den Worten angesprochen haben: „You're not going to do anything, right?"[911] Die Debatte hatte Born, die schon zuvor als Außenseiterin unter den obersten Regulatoren bzw. Regierungsbehörden wahrgenommen worden war, stark isoliert, sodass sie Mitte 1999 von ihrem Posten als Vorsitzende der CFTC zurücktrat.[912] Rubin, Greenspan und Levitt hingegen forderten eine Aussetzung der Kompetenz der CFTC, den OTC-Markt regulieren zu können. Im Oktober 1998 – einen Monat nach dem Kollaps des Hedgefonds *LTCM*, der Derivate mit einem Nennwert von $1,4 Billionen, davon $750 Milliarden in OTC-Derivaten, [913] angesammelt hatte – wurde der CFTC die Kompetenz zur Regulierung des OTC-Marktes entzogen. Dies nachdem Greenspan die FED-orchestrierte Rettung von *LTCM* bei einer Kongressanhörung mit Hinweis auf die ernsthaften Auswirkungen auf viele Volkswirtschaften einschließlich der Vereinigten Staaten im Falle eines Zahlungsausfalls gerechtfertigt hatte.[914]

Die President's Working Group on Financial Markets – die sich aus dem Finanzminister und den Vorständen der FED, der SEC und der CFTC zusammensetzte – hatte im Anschluss an den Beinahe-Kollaps von *LTCM* in ihrem Bericht im April 1999 die Notwendigkeit einer verbesserten Informationsbereitstellung durch Finanzinstitute einschließlich der Veröffentlichung ihres Exposures hervorgehoben. Unter anderem findet sich folgende Textpassage: „Regulators need expanded risk assessment authority for the unregulated affiliates of broker-dealers and futures commission merchants."[915] Außerdem wies der Bericht auf die Wichtigkeit der Überwachung des Kredit-Exposures im Rahmen des Kreditrisikomanagements hin, für welches „on-going financial reporting requirements,

---

[909] US Department of the Treasury (1998) – Pressemitteilung vom 7. Mai 1998.
[910] Levine (2012) – The Governance of Financial Regulation, S. 48. Der OTC-Markt umfasste zu diesem Zeitpunkt jedoch nicht mehrere Hundert Billionen Dollar, sondern rund $90 Billionen (BIS (2000) – The Global OTC Derivatives Market at End-December 1999), sollte aber in den folgenden Jahren tatsächlich auf die von Levine genannte Summe ansteigen.
[911] Sherman (2009) – History of Financial Deregulation, S. 11.
[912] Sherman (2009) – History of Financial Deregulation, S. 11. Vgl. außerdem Hirsh (2010) – Capital Offense.
[913] GAO (1999) – Long-Term Capital Management, S. 7.
[914] Greenspan (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998:
[915] Working Group on Financial Markets (1999) – Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of LTCM, S. viii-ix.

as well as daily mark-to-market valuation of exposures“ nötig wären.[916]

Dieselbe President’s Working Group on Financial Markets – infolge des Rücktritts von Born war die CFTC nun durch William Rainer vertreten – empfahl jedoch den OTC-Markt von jeglicher regulatorischen Aufsicht zu befreien.[917] Der Commodity Futures Modernization Act (CFMA) von 2000 kam schließlich der Empfehlung letzteren Berichts nach und nahm den OTC-Markt vollständig von jeglicher Regulierung aus. Dies erlaubte es Finanzinstituten, ohne die Kenntnis von Regulatoren ein hohes Exposure mit Hilfe von Kreditderivaten aufzubauen. Während beim Handel über Wertpapierbörsen in der Regel eine tägliche Preisfestsetzung stattfindet (marked-to-market) und eingegangene Positionen mit einem gewissen Kapital unterlegt werden müssen (Margin), trifft dies nicht auf den OTC-Handel zu. Der durch den CFMA weiterhin unregulierte – bzw. unbekannte – Markt erlaubte es Finanzinstituten somit, ein exzessives Leverage aufzubauen.[918] Von Ende 1999 wuchs der OTC-Markt von $88,2 Billionen[919] auf $683,7 Billionen bis Mitte des Jahres 2008[920] mit einer kumulierten durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 37% an. Die Möglichkeit, einen hohen Anteil an Vermögenswerten jenseits der Bilanz zu parken, führte einerseits zu noch größeren Finanzinstituten, deren tatsächliches Leverage nicht ersichtlich war. Oft war der Wert der „off-balance sheet“-Vermögenswerte ähnlich hoch wie jener auf der Bilanz.[921] Andererseits hatte dies ein ungeahntes gegenseitiges Exposure von Finanzinstituten zur Folge, das es schwierig gestaltete, einen der führenden Derivatehändler abzuwickeln, ohne eine Kettenreaktion befürchten zu müssen. Der CFMA hatte somit eine weitere Dimension von TBTF – „Too-Complex-to-Fail“ – wesentlich verstärkt und nach SEC-Vorsitzendem Christopher Cox ein „regulatory black hole“ geschaffen.[922] Tatsächlich sollten während der Finanzkrise insbesondere jene Finanzunternehmen staatliche Bailouts genießen, deren Insolvenz weitreichende Auswirkungen auf deren Gegenparteien gehabt hätten. Hinsichtlich der staatlichen Rettung von *AIG* hatten die Federal Reserve und das Finanzministerium befunden, dass *AIG* als wichtiger Verkäufer von CDSs ihre Gegenparteien großen Verlusten ausgesetzt und hierdurch das Funktionieren des Zahlungs- sowie Settlementsystems in Gefahr gebracht hätte. *AIG*s Rettung war somit durch ihre systemische Bedeutung infolge ihrer Vernetzung und Größe gerechtfertigt worden.[923] Nach Geithner (2010) hätte *AIG*s Insolvenz zum Ausfall von über hundert Milliarden an Schulden und mehreren Billionen an Derivaten geführt.[924] Bernanke (2008) gab als Grund für die staatliche Rettung *AIG*s die „size and

[916] Working Group on Financial Markets (1999) – Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of LTCM, S. 10.
[917] Working Group on Financial Markets (1999) – OTC Derivatives Markets, insbes. S. 26-27.
[918] Vgl. Born (2001) – Responses to Derivative Crises, S. 636.
[919] BIS (2000) – The Global OTC Derivatives Market at End-December 1999.
[920] BIS (2008) – OTC Derivatives Market Activity in the First half of 2008, S. 1.
[921] Acharya, Wachtel & Walter (2009) – International Alignment of Financial Sector Regulation, S. 366.
[922] Christopher Cox, zitiert nach O'Harrow & Dennis (2008) – Downgrades and Downfall.
[923] COP (2010) – The AIG Rescue, S. 107.
[924] COP (2010) – The AIG Rescue, S. 107.

composition of *AIG*s obligations“ an, infolge derer eine reguläre Insolvenz das globale Finanzsystem in Gefahr gebracht hätte.[925] Tatsächlich floss ein Großteil der staatlichen *AIG*-Rettungsgelder während der Weltfinanzkrise direkt an deren Gegenparteien aus Derivatgeschäften.[926] Auch die Rettung der Investmentbank *Bear Stearns* war auf deren Komplexität zurückzuführen. Zum Zeitpunkt ihres beinahen Scheiterns hatte *Bear Stearns* 150.000 Trades ausständig, war in 5.000 Geschäftsbeziehungen gestanden und hielt 750.000 Derivativkontrakte mit einem Nennwert von $14,2 Billionen.[927] Aus diesem Grund strich Geithner bei einer Aussage vor dem US-Kongress *Bear Stearns*‘ Komplexität zur Rechtfertigung des Bailouts heraus:

> *„Bear's involvement in the complex and intricate web of relationships that characterize our financial system, at a point in time when markets were especially vulnerable, was such that a sudden failure [of Bear] would likely lead to a chaotic unwinding of positions in already damaged markets. Moreover, a failure by Bear to meet its obligations would have cast a cloud of doubt on the financial position of other institutions whose business models bore some superficial similarity to Bear's, without due regard for the fundamental soundness of those firms."*[928]

Die Rolle der Komplexität und Vernetzung in Hinblick auf TBTF-Maßnahmen wurde auch durch die Vorsitzende der FDIC, Sheila Bair, hervorgehoben, die die unterschiedliche Reaktion auf Probleme der beiden Banken *Washington Mutual* und *Wachovia* deren divergierendem Grad an Komplexität zuschreibt. Bair (2010) weist in diesem Zusammenhang auf die unterschiedliche Abwicklungsmethode von *Washington Mutual* (*WaMu*) und *Wachovia* im Zuge der Weltfinanzkrise hin. *Wachovia* hatte mit $782 Milliarden eine mehr als doppelt so hohe Bilanzsumme wie *Wachovia* mit $307 Milliarden aufgewiesen. Die beiden Banken glichen sich jedoch in der Qualität ihrer Vermögenswerte und ihrer Liquiditätsschwierigkeiten. Im Gegensatz zu *Wachovia* hatte sich *WaMu* jedoch auf das Hypothekengeschäft konzentriert und hielt Derivatepositionen lediglich zu Absicherungszwecken. Darüber hinaus verfügte *WaMu* über keine ausländischen Einlagen und keine nennenswerten Tochtergesellschaften. Diesem relativ einfachen organisatorischen und gesetzlichen Aufbau schreibt Bair die Möglichkeit zu, das Institut schließen zu können, ohne nennenswerte adverse Effekte auf andere Institutionen befürchten zu müssen. Im Gegensatz dazu gaben sowohl Größe, Struktur und Vernetzung von *Wachovia* dazu Anlass, das Institut infolge potenzieller systemischer Auswirkungen nicht zu schließen. Infolge der systemischen Relevanz sollte *Citigroup* deswegen bei der Übernahme von *Wachovia* durch Garantien unterstützt werden.[929]

---

[925] Bernanke (2008) – Aussage vor dem Kongress am 23. September 2008, S. 2.
[926] COP (2010) – The AIG Rescue, S. 86-105.
[927] Brunnermeier (2008) – Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, S. 88; Cecchetti (2009) – The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis, S. 69; Wessel (2009) – In Fed We Trust, S. 159.
[928] Geithner (2008) – Actions by the New York Fed in Response to Liquidity Pressures in Financial Markets.
[929] Bair (2010) – Systemically Important Institutions and the Issue of "Too Big to Fail".

6.1.4 TBTF UND DIE FEDERAL RESERVE ALS LENDER-OF-LAST-RESORT

Neben der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) kommt der Federal Reserve in Hinblick auf Bailouts von großen Banken eine zentrale Rolle zu. Nach Sprague (2000) trat die Federal Reserve regelmäßig als eifriger Befürworter von Bailouts durch die FDIC ein und spielte in diesem Zusammenhang als Lender-of-Last-Resort (LoLR) oft selbst eine tragende Rolle. Die Rolle von Zentralbanken als Lender-of-Last-Resort reicht weit zurück. Der Terminus selbst geht auf Sir Francis Barings Abhandlung der Bank of England von 1797 zurück, in welcher er diese als „dernier resort" bezeichnete, von welcher Banken Liquidität während Krisenzeiten erhalten konnten.[930] Diesem Werk folge im Jahr 1802 *„An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain"* von Henry Thornton,[931] das zusammen mit Walter Bagehots maßgeblichem Werk *„Lombard Street: A Description of the Money Market"*[932] von 1873 den Korpus der klassischen Theorie zur Funktion von Zentralbanken als Lender-of-Last-Resort darstellt. Bagehot forderte von Zentralbanken, in Zeiten von Panik großzügig und freizügig („freely, boldly, and so that the public may feel you mean to go on lending"[933]) Geld zu verleihen, solange die Sicherheiten gut sind: „They [Zentralbanken] must lend to merchants, to minor bankers, to `this man and that man,' whenever the security is good."[934] Im Falle von schlechten Banken, also jenen, die über keine ausreichenden Sicherheiten verfügen, ist jedoch folgende Forderung zu lesen:

> *„If the banks are bad, they will certainly continue bad and will probably become worse if the Government encourages them. The cardinal maxim is, that any aid to a present bad Bank is the surest of preventing the establishment of a future good Bank."*[935]

Zusammengefasst zielte Bagehots Handelsempfehlung in Hinblick auf die Rolle von Zentralbanken als Lender-of-Last-Resort darauf ab, dass Zentralbanken in Zeiten von Liquiditätsnot – meist während Krisen – gegen entsprechende Sicherheiten zu einem Strafzinssatz Liquidität zur Verfügung stellen sollten.

Die Analyse der beiden klassischen Texte zur LoLR-Funktion von Humphrey (1989) fasst die Hauptaussagen der Theorien von Thornton und Bagehot in Hinblick auf die gewünschte Ausprägung der LoLR-Funktion von Zentralbanken folgendermaßen zusammen: Beide forderten den Schutz der Geldmenge durch die Stützung des Finanzsystems, nicht aber einzelner Finanzinstitutionen, in einer

[930] Humphrey (1989) – Lender of Last Resort, S. 8.
[931] Thornton (1802) – An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain.
[932] Bagehot (1873) – Lombard Street.
[933] Bagehot (1873) – Lombard Street, S. 63.
[934] Bagehot (1873) – Lombard Street, S. 51.
[935] Bagehot (1873) – Lombard Street, S. 104.

konsistenten, vorab bekanntgegebenen Weise, um Unsicherheit zu vermeiden. Darüber hinaus wird von beiden Autoren gefordert, dass insolvente Institute nicht aufgefangen werden und Liquidität ausschließlich kreditwürdigen, solventen Instituten gegen ausreichende Sicherheiten und zu Strafzinssätzen zur Verfügung gestellt wird. Die Befolgung dieser Grundsätze würde die mit der LoLR-Funktion einhergehenden Gefahren von Moral Hazard reduzieren und den Anreiz gering halten, dass Banken das Risiko infolge des Wissens um LoLR-Hilfen ausbauen.[936]

Grundsätzlich wurde Thorntons und Bagehots Empfehlungen von der Federal Reserve bis in die 1970er Jahre gefolgt. Noch 1971 wurde die Bagehot-Thornton-Methode in einem internen Federal-Reserve-Report bestätigt:

> *„The system should not act to prevent losses and impairment of capital of particular financial institutions ... [Rather] the System should intervene ... only when liquidity pressures threaten to engulf whole classes of financial institutions whose structures are sound and whose operational impairment would be seriously disruptive to the economy."*[937]

Die traditionelle Auffassung der LoLR-Funktionen sah also keine Hilfskredite an einzelne Banken vor, insbesondere nicht an insolvente oder scheiternde Banken. Diese Herangehensweise erscheint vor dem Hintergrund logisch, dass Hilfskredite an insolvente, sich im Prozess des Scheiterns befindliche Banken eine Substitution von Eigenkapital darstellen würden und außerdem zu Verlusten für die Zentralbank führen könnten.[938]

Seit den 1970er Jahren wurde die Gewährung von Diskontfensterkrediten durch die Federal Reserve sowie FDIC-Kredite an einzelne Banken zunehmend vorherrschend, um diese vor dem Bankrott zu schützen.[939] Derartige Notkredite waren meist dem Bemühen der Federal Reserve zuzuschreiben, das Finanzsystem vor Schocks zu schützen.[940] Daraus resultiert das Stützen insolventer Banken auf Grundlage ihrer Größe und damit eine TBTF-Policy.[941] Das Bemühen von Zentralbanken, das Finanzsystem vor Schocks zu bewahren, wurde von Thornton und Bagehot explizit abgelehnt. Vielmehr sollte durch den Lender-of-Last-Resort das Übergreifen eines ein einzelnes Institut betreffenden Schocks auf das restliche Bankensystem verhindert werden.[942]

Im Anschluss an die Rettung von *Continental Illinois* im Jahr 1984 wurde die Nutzung des

[936] Humphrey (1989) – Lender of Last Resort, S. 16.
[937] Unveränderte übernommenes Zitat nach Kaufman & Wallison (2001) – The New Safety Net, S. 30.
[938] Hackley (1973) – Lending Functions of the Federal Reserve Banks, S. 194.
[939] Vgl. hierzu das Kapitel 6.1.2.2 (TOO-BIG-TO-FAIL: 1970-1984) sowie Meltzer (1985) – Financial Failures and Financial Policies.
[940] Vgl. u.a. Sprague (2000) – Bailout.
[941] Vgl. Hetzel (1991) – Too Big to Fail, S. 3.
[942] Humphrey (2010) – Lender of Last Resort, S. 341.

Diskontfensters zur Stützung von großen Banken durch die Task Group on Regulation of Financial Services aber explizit empfohlen:

> *„Operation of the FRB's discount window is a vital element in the public `safety net´ supporting stability of the banking system. Particularly in the event of difficulties affecting a large financial institution, the FRB must remain available to provide potentially extremely large amounts of liquidity on extremely short notice, and it is the only government agency that is in a position to provide this type of support to the financial system."*[943]

Die Verwendung des Diskontfensters, um einzelnen Banken Kredite zu gewähren, hat nach Schwartz (1992) zu einem zunehmenden Verschwimmen von Liquidität und Solvenz geführt. Schwartz zitiert eine Studie der Federal Reserve, die auf Anfrage des House Banking Committee erstellt worden war, die belegt, dass von 530 Banken, die im Zeitraum von 1985 bis 1991 innerhalb von drei Jahren seit Inanspruchnahme von Diskontfensterkrediten scheiterten, 437 das schlechteste CAMEL-Rating[944] von 5 aufgewiesen hatten. [945] Auch Goodhart (1985) argumentiert, dass die Einschätzung, bei Diskontfensterkrediten zwischen illiquiden und insolventen Instituten unterscheiden zu können, einen Irrglauben darstellt, da Institute, die auf Liquidität durch das Diskontfenster angewiesen sind, meist schon unter Solvenzproblemen leiden. Außerdem streicht Goodhart die Schwierigkeit für Zentralbanken heraus, die Vermögenswerte – und deshalb die Solvenz – eines bestimmten Instituts unter Zeitdruck zu bewerten. Dies macht es erforderlich, Notkredite im Wissen um Probleme des Instituts zu vergeben, ohne jedoch Gewissheit darüber zu verfügen, ob diese liquditäts- oder solvenzbedingt sind.[946]

Meltzer (2009) bringt das Dilemma, mit dem sich Zentralbanker bei der Gefahr einer Bankinsolvenz konfrontiert sehen, auf den Punkt.

> *„One option is to let the bank fail but lend freely to the market at a penalty rate to protect solvent banks from a possible run. This is the Bagehot rule. Let the stockholders bear the loss and replace the management, but allow the bank to continue operating. The other option is to bail out the failing bank. The second course always gains from fear that the crisis will spread and become a large panic with many failures. Faced with the choice under these conditions, few regulators chose the first course."*[947]

---

[943] Task Group on Regulation of Financial Services (1984) – Blueprint for Reform, S. 49.
[944] Das Akronym „CAMEL" steht für Capital Adequacy, Assets, Management Capability, Earnings und Liquidty und dient der Klassifizierung von Banken in fünf Stufen (1-5). 1997 wurde das Akronym um ein S (CAMELS) für Sensitivity, die den Einfluss des Marktrisiko auf Banken bezeichnet, erweitert. Vgl. hierzu http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/1999/june/using-camels-ratings-to-monitor-bank-conditions/ (18.12.13).
[945] Schwartz (1989) – The Misuse of the Fed's Discount Window, S. 58-59.
[946] Charles A. Goodhart – Evolution of Central Banks. London School of Economics and Political Science, London 1985, S. 35, zitiert nach Bordo (1985) – The Lender of Last Resort, S. 21.
[947] Meltzer (2009) – A History of the Federal Reserve 1970-1986, S. 1174.

Hinsichtlich der Lender-of-Last-Resort-Rolle von Zentralbanken ergab sich darüber hinaus ein weiteres Problem: Seit den 1970er Jahren und verstärkt seit 1980 hatte sich die Art der Vermögenswerte von Banken extrem verändert. In diesem Zusammenhang kam es zu einem dramatischen Rückgang der von Banken gehaltenen liquiden Mittel, indem diese durch höher rentierende Anlagewerte ersetzt wurden.[948] In Großbritannien beispielsweise reduzierte sich der von Banken gehaltene Anteil liquider Anlagewerte von etwa 30% der Bilanzsumme in den 1950er Jahren auf ungefähr 1,5% bis unmittelbar vor der Weltfinanzkrise.[949] In den letzten Jahrzehnten veränderte sich daher das Geschäftsmodell von Banken immer stärker dahingehend, von Liquiditätstransformation zu profitieren. In diesem Zusammenhang wurde der Anteil hochliquider Papiere der öffentlichen Hand zugunsten weniger liquider Anlageformen des Privatsektors sukzessive abgebaut, die eine höhere Rendite aufwiesen.[950] Ein Problem ergab sich dahingehend, dass Kredite von Zentralbanken im Rahmen ihrer Rolle als Lender-of-Last-Resort traditionell lediglich gegen Sicherheiten in Form von Staatsanleihen und ähnlich liquiden Wertpapieren mit geringem Kreditrisiko vergeben worden waren. Der stark rückläufige Anteil solcher Papiere machte jedoch die Ausweitung des Spektrums der Vermögenswerte notwendig, um weiterhin Diskontfensterkredite vergeben zu können. Aus diesem Grunde weitete die Federal Reserve das Spektrum der Vermögenswerte auf Wertpapiere des privaten Sektors aus, die als Sicherheit für LoLR-Kredite fungieren können. In dieser Hinsicht kann von einem „Liquidity Put“ gesprochen werden, der es Banken ermöglicht, von der durch Liquiditätstransformation entspringenden Gefahr zu profitieren, während die negativen Konsequenzen von Zentralbanken getragen werden müssen.[951]

De facto wurde durch die veränderte Aktivseite in Kombination mit der zunehmenden Bereitschaft der Federal Reserve, das Diskontfenster für einzelne Institute zu öffnen, das Liquiditätsrisiko von Banken – traditionell und historisch ein charakterisierendes Merkmal einer jeden Bank, das letztlich, unter anderem, deren Existenz begründet – an die Zentralbank ausgelagert. Diamond & Rajan (2001) argumentieren in diesem Kontext, dass Banken durch ihre fragile Kapitalstruktur infolge des Liquiditätsrisikos, das diese der Gefahr eines Bank-Runs aussetzt, eine Leistungsbereitschaft signalisieren. Diamond & Rajan sehen die Fragilität von Banken daher als erstrebenswert, die aber durch Lender-of-Last-Resort-Policies – als auch Einlagensicherung – weitgehend ausgeschaltet wird.[952] Die sukzessive Aushöhlung der Lender-of-Last-Resort-Funktion durch deren Ausweitung förderte daher

[948] Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S. 12
[949] Goodhart (2008) – Liquidity Risk Management, S. 40.
[950] Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S. 67-68.
[951] Vgl. Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S. 66-69; Goodhart (2008) – Liquidity Risk Management, S. 40.
[952] Diamond & Rajan (2001) – Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility; Diamond & Rajan (2001) – Banks and Liquidity.

Moral Hazard, indem es Banken und anderen Finanzinstituten ermöglicht wurde, weniger Liquidität und Reserven zu halten, als sie dies ohne potenzielle Lender-of-Last-Resort-Hilfen tun würden.[953]

Die Aushöhlung Bagehot'scher und Thornton'scher Grundsätze für Liquiditätshilfen durch den Lender-of-Last-Resort, die bis zur Weltfinanzkrise lediglich auf einzelne Fälle großer Banken im Rahmen von Too-Big-to-Fail-Hilfen begrenzt war, ist durch die Finanzkrise 2007-2009 stark erweitert worden. Traditionell hatten Zentralbanken als Bank für Banken fungiert. Das heißt, benötigte eine Bank Hilfe von einer Zentralbank in Form eines Kredites, so wurden die Sicherheiten der betreffenden Bank sowie deren Kreditwürdigkeit geprüft, und auf Grundlage dessen wurde die Vergabe des Kredites entweder gewährt oder abgelehnt. Goodhart konstatiert in diesem Zusammenhang jedoch: „To the regret of many, that model is on its deathbed."[954] Auch Humphrey (2010) stellt fest: „[T]he Federal Reserve […] has honored the classical doctrine more in breach than in observance."[955]

Nicht zuletzt hatte der FDICIA durch Paragraf 13(3) die Möglichkeit, Diskontfenster-Kredite an Nicht-Banken zu vergeben, signifikant ausgeweitet (siehe hierzu Kapitel 6.1.3.5). Dass die Federal Reserve weit von der klassischen Theorie in Hinblick auf den Lender-of-Last-Resort abgekommen war, machen die Handlungen derselben während der Weltfinanzkrise deutlich. Erstmals seit den 1930er Jahren wurde von Paragraf 13(3) im Zuge der Rettung von *Bear Stearns* Gebrauch gemacht. In diesem Zusammenhang hatte die Federal Reserve Bank of New York am 14. März 2008 einen Hilfskredit in Höhe von $12,9 Milliarden gewährt, der den Konkurs von *Bear Stearns* verhinderte.[956] Am 16. März bewilligte die Federal Reserve einen 10-jährigen Kredit zum Diskontzinssatz in Höhe von $30 Milliarden an die Zweckgesellschaft „Maiden Lane", die wiederum einen Teil des Hypothekenportfolios von *Bear Stearns* kaufte und so die Übernahme durch *J.P.Morgan* ermöglichen sollte.[957] Während der Verhandlungen der Federal Reserve mit *J.P.Morgan* hatte letztere eine Übernahme von *Bear Stearns* von der Bedingung abhängig gemacht, dass ebendieser Teil des *Bear-Stearns*-Hypothekenportfolios von der Bilanz entfernt

[953] Friedman & Schwartz (1987) – Has the Government Any Role in Money, S. 307.
[954] Goodhart (2009) – Liquidity Management, S. 162.
[955] Humphrey (2010) – Lender of Last Resort, S. 353.
[956] GAO (2011) –Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, S. 23.
[957] Die "first loss absorption"-Klausel, wonach *J.P.Morgan* für die erste Milliarde an Verlusten aufkommen würde, wurde erst später eingeführt. Anlass hierfür hatte eine schlampige Ausarbeitung der rechtlichen Details auf Seiten von *J.P.Morgan* gegeben, die dazu führte, dass *J.P.Morgan Bear Stearns*' Verbindlichkeiten garantierte bis Aktionäre über die Übernahme abstimmten. Somit würde *J.P.Morgan* für *Bear Stearns* potenziell für einen langen Zeitraum haften, ohne dieselbe zu besitzen. Da *Bear-Stearns*-Aktionäre den Übernahmepreis von $2 Dollar als zu gering empfanden und sich die Übernahme dadurch lange hätte hinauszögern können, wurde der Übernahmepreis auf $10 erhöht. Vor dem Hintergrund der Besserstellung der *Bear-Sterns*-Aktionäre forderte die Federal Reserve ebenfalls bessere Konditionen, was durch die eben erwähnte Verfügung der Übernahme der ersten Verluste in Höhe von einer Milliarde Dollar auf den Maiden-Lane-Asset-Pool durch *J.P.Morgan* gewährleistet wurde (Wessel (2009) – In Fed We Trust, S. 172).

würde.[958] Entgegen den Standardkonditionen bezüglich Diskontfensterkredite handelte es sich hierbei um einen Non-Recourse-Kredit. Das heißt, dass die Federal Reserve keinen Anspruch auf die restlichen Vermögenswerte von *Bear Stearns* haben sollte, falls sich die Sicherheiten als nicht genügend herausstellen sollten. Somit hätte die Federal Reserve alle allfälligen Verluste der durch Maiden Lane gekauften Hypothekenkredite zu tragen gehabt – potenziell $29 Milliarden. Tatsächlich übernahm jedoch das US-Finanzministerium das Risiko eines Verlustes, indem der Federal Reserve erlaubt wurde, Verluste in Verbindung mit „*Maiden Lane*" mit Transferzahlungen an das Ministerium gegenzurechnen.[959] Cecchetti (2009) weist infolge der ungewöhnlichen Art des Kredites darauf hin, dass es sich hierbei nicht um eine geldpolitische Aktion handelte, sondern die Federal Reserve vielmehr als fiskalpolitischer Gehilfe des US-Finanzministeriums auftrat. Eine derartige Instrumentalisierung der Zentralbank würde darüber hinaus die Unabhängigkeit derselben kompromittieren.[960] Reinhart (2008) nennt die Handlungen der Federal Reserve im Zusammenhang mit *Bear Stearns* aus diesem Grund „bailout".[961]

Dies alles muss vor dem Hintergrund gesehen werden, dass die Liquiditätskrise 2007/08 die Folge dessen war, dass Finanzinstitute die Solvenz anderer Finanzinstitute nicht mehr evaluieren konnten – unter anderem infolge von ausgeprägtem Leverage und Off-Balance-Sheet-Exposure. Dementsprechend hatte auch die Federal Reserve keine Möglichkeit, die Bonität der gekauften bzw. als Sicherheit entgegengenommenen Wertpapiere zu evaluieren – obgleich vieles dafür sprach, dass diese alles andere als geeignet für Diskontfensterkredite waren. Somit war ex ante eine Solvenzkrise zumindest nicht auszuschließen gewesen. Nichtsdestotrotz handelte die Federal Reserve wie im Falle einer Liquiditätskrise, indem großzügige Notkredite an potenziell insolvente Institute vergeben wurden.[962]

Am 11. März 2008, ebenfalls unter Berufung auf die durch Paragraf 13(3) geschaffenen „emergency lending powers", wurde das Diskontfenster durch die „*Term Securities Lending Facility*" (TSLF) auf sämtliche Primary Dealers ausgeweitet, die als wichtige Wertpapierhändler für Staatspapiere fungieren. Die TSLF weitete somit das Diskontfenster auf Wertpapierhäuser wie *Morgan Stanley*, *Merrill Lynch* und *Goldman Sachs* aus.[963] Die TSLF erlaubte es Primary Dealers, minderqualitative Wertpapiere bis zu einer

[958] GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, S. 24.
[959] Cecchetti (2009) – The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis, S. 69-70.
[960] Cecchetti (2009) – The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis, S. 70.
[961] Reinhart (2008) – Fallout from a Bailout, S. A25.
[962] Vgl. Carney (2008) – Interview with Anna Schwartz.
[963] Bei „Primary Dealers" handelt es sich um große Wertpapierhäuser, die US-Staatspapiere direkt mit der Federal Reserve Bank of New York handeln (Adrian, Burke & McAndrews (2009) – The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility, S. 1). Für eine Liste der Primary Dealers zum Stichtag des 11. März 2008 siehe http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2007/an071130.html (18.12.13).

Höhe von $200 Milliarden und anfangs für einen Zeitraum von bis zu 28 Tagen gegen US-Staatsanleihen auszutauschen. Diese Maßnahme sollte es Primary Dealers erlauben, Sicherheiten, die vom Markt nicht mehr als solche wahrgenommen wurden – unter anderem schwierig zu bewertende Mortgage-Backed Securities, für die der Markt nahezu vollständig zum Erliegen gekommen war –, gegen sichere Staatsanleihen auszutauschen, um ihre Refinanzierung zu gewährleisten.[964] Das höchste Kreditvolumen unter der TSLF wurde mit $236 Milliarden erreicht.[965]

Am 16. März 2008 wurde mit der „*Primary Dealer Credit Facility*" (PDCF) ein der TSLF ähnliches Programm bekanntgegeben, das Primary Dealers vorbehalten war und diesen Diskontkredite vorerst über Nacht zur Verfügung stellte. In diesem Zuge wurde der Diskontierungssatz auf 3,25% reduziert, womit die Differenz desselben zur angepeilten Federal Funds Rate[966] auf 25 Basispunkte reduziert wurde. [967] Nach Daten des Nachrichtendienstes *Bloomberg* wiesen Federal-Reserve-Kredite im Dezember 2008 lediglich einen Zinssatz von 0,01% auf.[968] Historisch hatte diese Differenz, um den von Thornton (1802) und Bagehot (1873) geforderten Strafzins zu erfüllen, 100 Basispunkte betragen. Außerdem wurde der maximale Zeitraum für Diskontfensterkredite von 30 auf 90 Tage erhöht.[969] Zusätzlich zur erneuten Ausweitung des Diskontfensters auf Nicht-Banken durch die TSLF und die PDCF wurden am 14. September 2008 die möglichen Sicherheiten, die für Kredite im Rahmen der TSLF und der PDCF hinterlegt werden konnten, signifikant ausgeweitet, die bis zu diesem Zeitpunkt mindestens über „investment grade"[970] verfügen mussten.[971] Die Höchstsumme an Krediten, die unter der PDCF in Anspruch genommen worden war, betrug $130 Milliarden.[972]

Am 7. Oktober 2008 wurde die „*Commercial Paper Funding Facility*" (CPFF) bekanntgegeben, die mit 27. Oktober in Kraft trat. Anlass hierfür hatten Schwierigkeiten im Geldmarkt gegeben, insbesondere als am 16. September 2008 – einen Tag nach der *Lehman*-Pleite – Anteile des „Reserve Primary Fund", einer der ältesten Geldmarktfonds der Vereinigten Staaten, der Commercial Paper im Umfang von $785 Millionen von *Lehman Brothers* gehalten hatte, unterhalb des Wertes von einem Dollar fielen („breaking the buck"). Dies hatte eine Flucht von höher-rentablen Geldmarktfonds zu sicheren

[964] Siehe hierzu ausführlicher Fleming, Hrung & Keane (2009) – The Term Securities Lending Facility.
[965] GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, eine Seite vor Seite i (ohne Seitenangabe).
[966] Siehe hierzu Fußnote 693.
[967] Für die Ankündigung der „Primary Dealer Credit Facility" siehe FED (2008) – Pressemitteilung vom 14. September 2008.
[968] Ivry, Keoun & Kuntz (2011) – Secret Fed Loans Gave Banks $13 Billion Undisclosed to Congress.
[969] FED (2008) – Pressemitteilung vom 14. September 2008.
[970] Bei Ratingagenturen wird grob zwischen „investment grade" und „speculative bzw. sub-investment grade" unterschieden.
[971] FED (2008) – Pressemitteilung vom 14. September 2008.
[972] GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, eine Seite vor Seite i (ohne Seitenangabe).

Geldmarktfonds ausgelöst, die lediglich in US-Staatspapiere investierten. Die Folge davon waren signifikante Refinanzierungsschwierigkeiten von Geldmarktfonds, denen der CPFF zu begegnen versuchte. Dieser garantierte den Emittenten von Commercial Paper die nötige Liquidität, um deren kurzfristige Verbindlichkeiten erneuern zu können und stellte deswegen in weiterer Folge einen Schutz für Emittenten als auch Investoren dar.[973] Die Summe an ausstehenden Krediten unter der CPFF erreichte mit 348 Milliarden ihren Höhepunkt.[974] Um die kurzfristige Refinanzierung von Commercial-Paper-Emittenten zu gewährleisten, wurden – ebenfalls unter Anwendung von Paragraf 13(3) – zwei weitere Programme gestartet, die ähnliche Ziele wie die CPFF verfolgten. Die „*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*" stellte Kredite für Einlageninstitute und deren Tochterunternehmen für den Kauf geeigneter Asset-Backed Commercial Papers von Geldmarktfonds zur Verfügung, und die „*Money Market Investor Funding Facility*", die am 21. Oktober 2008 bekanntgegeben, aber nie in Anspruch genommen wurde, sollte weitere Liquiditätshilfen für Geldmarktfonds gewährleisten.[975]

Die oben genannten Fazilitäten stellen lediglich jene Programme der Federal Reserve dar, die selbst für deren Verhältnisse als starke Abweichungen zur LoLR-Aufgabe anzusehen sind, und wurden komplementiert durch „gewöhnliche" bzw. bereits bekannte Ausweitungen der LoLR-Funktion, in deren Rahmen an einzelne Einlageninstitute Notkredite vergeben wurden. In diesem Zusammenhang ist die „*Term Auction Facility*" zu nennen, die zum Höhepunkt ihrer Inanspruchnahme knapp $500 Milliarden an ein- und drei-monatigen Diskontkrediten vergeben hatte.[976]

Wie Berger, Black, Bouwman & Dlugosz (2013) anmerken, war das Ausmaß der in das Finanzsystem injizierten Liquidität „extraordinary from a historical perspective." Die Autoren berechnen, dass zwischen 2003 und 2006 die durchschnittliche ausstehende Kreditsumme im Rahmen von Diskontfensterhilfen $170 Millionen betragen hatte. Von August 2007 bis Dezember 2009 betrug diese $30,8 Milliarden. Die Inanspruchnahme von Krediten durch das Diskontfenster deutet außerdem darauf hin, dass die Ausweitung desselben vornehmlich großen Banken zugutekam. Während nur etwa 20% der kleineren Banken während der Weltfinanzkrise Diskontfensterfazilitäten in Anspruch genommen

[973] Ausführlicher zur „Commercial Paper Funding Facility" sowie zu deren Hintergründen und der Rolle des Geldmarktes im Allgemeinen siehe Adrian, Kimbrough & Marchioni (2011) – The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility.
[974] GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, eine Seite vor Seite i (ohne Seitenangabe).
[975] Für einen Überblick über alle im Rahmen der Weltfinanzkrise eingeführten Kreditfazilitäten siehe GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance sowie Adrian & Shin (2010) – The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09.
[976] GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance, eine Seite vor Seite i (ohne Seitenangabe).

hatten, war der Anteil großer Banken mit 60% signifikant höher. [977] Einer Berechnung *Bloombergs* zufolge entfielen 63% der durchschnittlich ausstehenden Kreditsumme der Federal Reserve während der Weltfinanzkrise auf die sechs größten US-Banken – *J.P.Morgan*, *Bank of America*, *Citigroup*, *Wells Fargo*, *Goldman Sachs* und *Morgan Stanley*.[978]

Die starke und nicht-traditionelle Ausweitung der LoLR-Funktion der Federal Reserve ist somit klar als Ausprägung der TBTF-Doktrin zu identifizieren. Dennoch wurden diese Hilfsmaßnahmen von Regulatoren und Entscheidungsträgern als nicht genügend angesehen. Aus diesem Grund dehnte die FDIC unter Berufung auf die Systemic-Risk-Exception-Klausel – Paragraf 13(c) – den staatlichen Einlagenschutz maßgeblich aus. Durch das „*Temporary Liquidity Guarantee Program – Debt Guarantee Program*" (TLGP-DGP) wurde bis zu diesem Zeitpunkt nicht versichertes Fremdkapital (Commercial Paper, Federal Funds, Solawechsel etc.) durch die FDIC geschützt, während das „*Temporary Liquidity Guarantee Program – Transaction Account Guarantee Program*" (TLGP-TAGP) die Höchstsumme des staatlichen Einlagenschutzes auf nicht-verzinste Einlagen aufhob und somit unbegrenzten staatlichen Versicherungsschutz gewährte.[979] Die gesetzliche Grundlage für eine Systemic-Risk-Exception für den gesamten Bankensektor ist umstritten.[980] In diesem Zusammenhang darf nicht vergessen werden, dass die Ausweitung des FDIC-Schutzes nicht nur bestehendes Fremdkapital einschließlich Einlagen betraf, sondern es Finanzinstitutionen außerdem erlaubte, neue, unter die weitreichenden Garantien fallende Schuldverschreibungen zu begeben. Dies hatte es Banken ermöglicht, Kapital zu signifikant günstigeren Konditionen aufzubringen oder neue Verbindlichkeiten überhaupt erst zu emittieren.[981] Wiederum waren es hauptsächlich große Institute, die von der Ausweitung des FDIC-Schutzes profitierten. Etwa 6.500 vornehmlich kleinere Finanzinstitutionen machten von der Möglichkeit eines Opt-Outs Gebrauch.[982] Am 30. September 2008 waren $307 Milliarden an Fremdkapital ausstehend, die durch das TLGP-DGP garantiert waren. 82% dieser Summe waren sechs großen Finanzinstitutionen zuzurechnen: *General Electric Capital*, *Citigroup*, *Bank of America*, *J.P.Morgan*, *Morgan Stanley* und *Goldman Sachs*.[983]

Komplementierend dazu war am 3. Oktober 2008 der Emergency Economic Stabilization Act erlassen worden, der die Schaffung des „*Troubled Asset Relief Program"* (TARP) veranlasste, das am 14. Oktober

[977] Berger, Black, Bouwman & Dlugosz (2013) – The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs, S. 2.
[978] Ivry, Keoun & Kuntz (2011) – Secret Fed Loans Gave Banks $13 Billion Undisclosed to Congress.
[979] GAO (2010) – Regulators' Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard, S. 17-21.
[980] GAO (2010) – Regulators' Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard, S. 18.
[981] COP (2009) – Guarantee and Contingent Payments in TARP and Related Programs, S. 64.
[982] Kleinere Banken finanzieren sich in der Regel nicht über die Kapitalmärkte. Siehe hierzu COP (2009) – Guarantee and Contingent Payments in TARP and Related Programs, S. 30 einschl. Fußnote 156.
[983] COP (2009) – Guarantee and Contingent Payments in TARP and Related Programs, S. 30; Herb (2009) – Turning Off the TLGP Tap.

2008 verkündet wurde. Das „*Troubled Asset Relief Program*“ ermächtigte das US-Finanzministerium zum Kauf von faulen Wertpapieren wie Mortgage-Backed Securities und anderen Instrumenten, die vom US-Finanzminister und dem Vorsitzenden der Federal Reserve als genügend klassifiziert wurden, in einem Gesamtwert von $700 Milliarden.[984] Darüber hinaus erlaubte das „*Troubled Asset Relief Program*“, Kapitalinjektionen in Finanzinstitute durchzuführen. Unter anderem wurden unter TARP $125 Milliarden an Vorzugsaktien der neun größten US-Finanzinstitute – unter anderem *Citigroup* und *Bank of America*, die als systemisch bedeutsam eingestuft wurden – gekauft.[985]

Die Ausweitung des FDIC-Versicherungsschutzes, das „*Troubled Asset Relief Program*“ sowie die unterschiedlichen Diskontfensterfazilitäten der Federal Reserve wurden hierbei als Teile eines einzigen, koordinierten Programms zum Schutz und zur Stabilisierung des Finanzsektors dargestellt[986] und kamen einem Bailout des gesamten Finanzsektors gleich. Zusammengefasst lässt sich feststellen, dass die Weltfinanzkrise zu einer ungeahnten Ausweitung der LoLR-Funktion der Federal Reserve und anderer, verwandter Hilfsmaßnahmen geführt hatte. Hierdurch wurde die in den 1970er Jahren aufkommende, nicht mit der klassischen LoLR-Rolle zu vereinbarende Praxis weitergeführt, an einzelne, in Schwierigkeiten befindliche Finanzinstitute Notkredite zu vergeben und so deren Bankrott zu verhindern. Im Zuge der Weltfinanzkrise waren aber sowohl das Spektrum an Finanzinstituten, an welches Diskontkredite vergeben wurden, als auch die Summe der Diskontfensterhilfen dramatisch ausgeweitet worden. Diskontkredite wurden so neben Einlageninstituten an Investmentbanken und andere Wertpapierhäuser vergeben. Außerdem erreichten Diskontfensterkredite während der Finanzkrise ein nie dagewesenes Ausmaß.

Als weitaus gravierender stellten sich jedoch die Ausweitung der akzeptierten Sicherheiten und die Abkehr von Strafzinssätzen dar. Im Falle von *Bear Stearns* wurden auf Grundlage der durch Paragraf 13(3) geschaffenen Möglichkeit, an Nicht-Banken Hilfskredite zu vergeben, faule Mortgage-Backed Securities als Sicherheit genommen. Zusätzlich schuf die FED eine große Anzahl an Kreditfazilitäten, in deren Rahmen eine Vielzahl an qualitativ minderwertigen Sicherheiten entgegengenommen wurde. Die als Sicherheiten akzeptierten Wertpapiere umfassten schwer zu bewertende Wertpapiere wie Asset-Backed Commercial Paper, Mortgage-Backed Securities, Konsum- und Geschäftskredite sowie Kredite der Government-Sponsored Enterprises.[987] Schließlich garantierte die FED Verbindlichkeiten der *Citigroup* und vergab Kredite an die *American Insurance Group*, die beide insolvent, aber gleichzeitig

[984] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 5.
[985] GAO (2010) – Financial Assistance, S. 55.
[986] COP (2009) – Guarantee and Contingent Payments in TARP and Related Programs, S. 63. Vgl. Hierzu auch FED, US Treasury & FDIC (2008) – Pressemitteilung vom 14. Oktober 2008.
[987] Siehe hierzu im folgenden Kapitel.

Too-Big-to-Fail waren.[988] Darüber hinaus waren die durch die verschiedenen Programme zur Verfügung gestellten Notkredite nicht – oder unzureichend – mit Strafzinssätzen versehen. Nach *Bloomberg* (2011) kamen die Federal-Reserve-Hilfskredite an die 190 Banken, für welche Informationen zur Verfügung gestanden hatten, einer Subvention in Höhe von $13 Milliarden gleich. Diese Berechnung basiert auf der Annahme, dass die Hilfskredite zur jeweiligen Net Interest Margin (NIM) angelegt werden konnten, und dürfte somit sehr akkurat sein. Die FED-Subvention der sechs größten Banken betrug $4,8 Milliarden, was 23% ihres Nettoeinkommens während des Zeitraums ihrer Inanspruchnahme von Diskontkrediten entsprach.[989]

[988] Humphrey (2010) – Lender of Last Resort, S. 355.
[989] Ivry, Keoun & Kuntz (2011) – Secret Fed Loans Gave Banks $13 Billion Undisclosed to Congress.

TEIL 3
RATIONALE IRRATIONALITÄT

7 DER IMMOBILIENBOOM

7.1 EINLEITUNG

Von rund 1980 bis zur Jahrtausendwende hatte sich das Finanzsystem durch eine Vielzahl an Faktoren aufgebläht. Nicht zuletzt ist dies den kontinuierlichen Stützaktionen durch den Staat zuzuschreiben, die eine Blase des Finanzsektors zu verantworten hatten. Mit der Jahrtausendwende kam die Blase in eine neue und beschleunigte Phase. Die letzte Phase des Booms nach Minsky-Kindleberger – Euphorie – basierte auf dem Immobilienmarkt, der sich über einen längeren Zeitraum aufgebläht hatte und sich zeitgleich mit dem überproportionalem Wachstum des Finanzsektors gemessen an der Gesamtwirtschaft – Financialisation – zu einem Problem entwickelt hatte. Paradoxerweise deutet vieles darauf hin, dass die Immobilienblase von staatlicher Seite aktiv herbeigeführt worden war, um die zunehmende Ungleichheit in der Bevölkerung zu „bekämpfen“, die zumindest teilweise auf die systematische Stützung des Bankensektors zurückzuführen ist. Diese Stützung des Finanzsektors durch eine Vielzahl an direkten und indirekten Subventionen hatte den Finanzsektor, und insbesondere die Großbanken, überproportional anwachsen lassen und so zu einer Fehlallokation von Ressourcen geführt, die negative Auswirkungen auf andere Sektoren hatte. Die staatlich subventionierte Blase auf dem Immobilienmarkt hatte Banken, insbesondere TBTF-Banken, wiederum mit einem zunehmend großen Markt für riskante Wertpapiere versorgt, mit denen das Risikolevel dieser Banken dramatisch erhöht werden konnte.

7.2 UNGLEICHHEIT

Norton & Ariely (2011) befragten US-Bürger nach der idealen Verteilung des Vermögens. Die Umfrage ergab, dass die reichsten 20% etwas mehr als 30% besitzen sollten, das nächste Quintil[990] etwas über 20%, das dritte Quintil circa 20%, das zweitletzte Quintil etwas über 10% und das letzte Quintil circa 10% des Gesamtvermögens. Auf die Frage, wie Wohlstand tatsächlich verteilt ist, ergab sich ein weniger idealistisches Bild. Es wurde geschätzt, dass das oberste Quintil etwa 60%, das nächste Quintil etwa 20%, das mittlere Quintil rund 10% und die verbleibenden beiden Quintile zusammen etwa 10% des Gesamtvermögens besitzen würden. Die tatsächliche Verteilung des US-Vermögens stellt sich jedoch wie folgt heraus: Das oberste Quintil besitzt knapp 85% des Gesamtvermögens und das nächste Quintil

[990] Ein Quintil umfasst zwanzig Prozent.

etwa 10%. Das mittlere Quintil kommt auf etwas weniger als 5%, und die untersten beiden Quintile besitzen nahezu nichts.[991]

Rajan (2010) argumentierte in *Fault Lines* als einer der Ersten, die Immobilienblase, die 2007 in die Weltfinanzkrise münden sollte, sei unter anderem auf das Problem wachsender Ungleichheit seit den 1980er Jahren zurückzuführen. Darüber hinaus sieht Rajan Parallelen zur Weltwirtschaftskrise 1929-1933, vor der ein vergleichbares Ungleichgewicht zwischen Arm und Reich zu beobachten war. Anstelle wachsende Ungleichheit unter anderem mit der Verbesserung der Ausbildung zu bekämpfen, beschritten Politiker den Weg des geringsten Widerstands, indem die Kreditvergabe gefördert wurde. Denn im Gegensatz zur Verbesserung des Bildungswesens, dessen positive Effekte mitunter erst Jahrzehnte später zu spüren sind, versprach die Ausweitung von Krediten einen unmittelbaren Effekt.[992] Ähnlich argumentiert Stiglitz (2012) in seinem nur dieser Thematik gewidmeten Buch „*The Price of Inequality*".[993] Auch Kumhof & Rancière (2010) untersuchen die beiden großen Wirtschaftskrisen der USA – die Weltwirtschaftskrise und die Weltfinanzkrise – und stellen signifikante Parallelen fest. Beiden Krisen ging ein wachsender Unterschied sowohl hinsichtlich Einkommen als auch Vermögen innerhalb der Bevölkerung voraus. Die Autoren entwickeln die Idee, dass aufgrund steigender Einkommen der oberen Einkommensschicht und sinkender Einkommen der Mittel- und Unterschicht der Verschuldungsgrad der mittleren und unteren Einkommensschicht zunahm, um das gegenwärtige Konsumlevel halten zu können. Bereitgestellt wurde das Kapital für die Kredite an die Niedrigverdiener durch das wachsende Überschusskapital der Topverdiener. Diese Entwicklungen führten schlussendlich zum Platzen der Blase, als das Schulden-Einkommen-Verhältnis als nicht mehr nachhaltig empfunden wurde. Besonders interessant ist, dass vor beiden Krisen die Sparrate der oberen Einkommensschicht wuchs, während der Verschuldungsgrad der mittleren und unteren Einkommensschicht anstieg. Dies führte einerseits zu einem Verschleppen des Platzens der Blase, da Konsumungleichheit langsamer wuchs als die Einkommens- und Vermögensungleichheit, und erklärt andererseits die immer größer werdende Bedeutung des Finanzsektors während dieses Zeitraums, da beide Gruppen durch ihr Spar- und Kreditverhalten einen vermehrten Bedarf an Finanzintermediation hervorriefen.[994] Diese Erklärung wird durch den Umstand untermauert, dass Mitte der 2000er Jahre die unteren 80% der Bevölkerung rund 110% ihres Einkommens konsumierten.[995]

Steigende Ungleichheit für den Zeitraum vor der Weltwirtschaftskrise wird durch die sogenannte Kuznets-Kurve erklärt, die das Verhältnis wirtschaftlicher Entwicklung einer Volkswirtschaft zur

[991] Norton & Ariely (2011) – Building a Better America.
[992] Rajan (2010) – Fault Lines, S. 31-32.
[993] Stiglitz (2012) – The Price of Inequality.
[994] Kumhof & Rancière (2010) – Inequality, Leverage and Crises.
[995] Stiglitz (2012) – The Price of Inequality, S. 13.

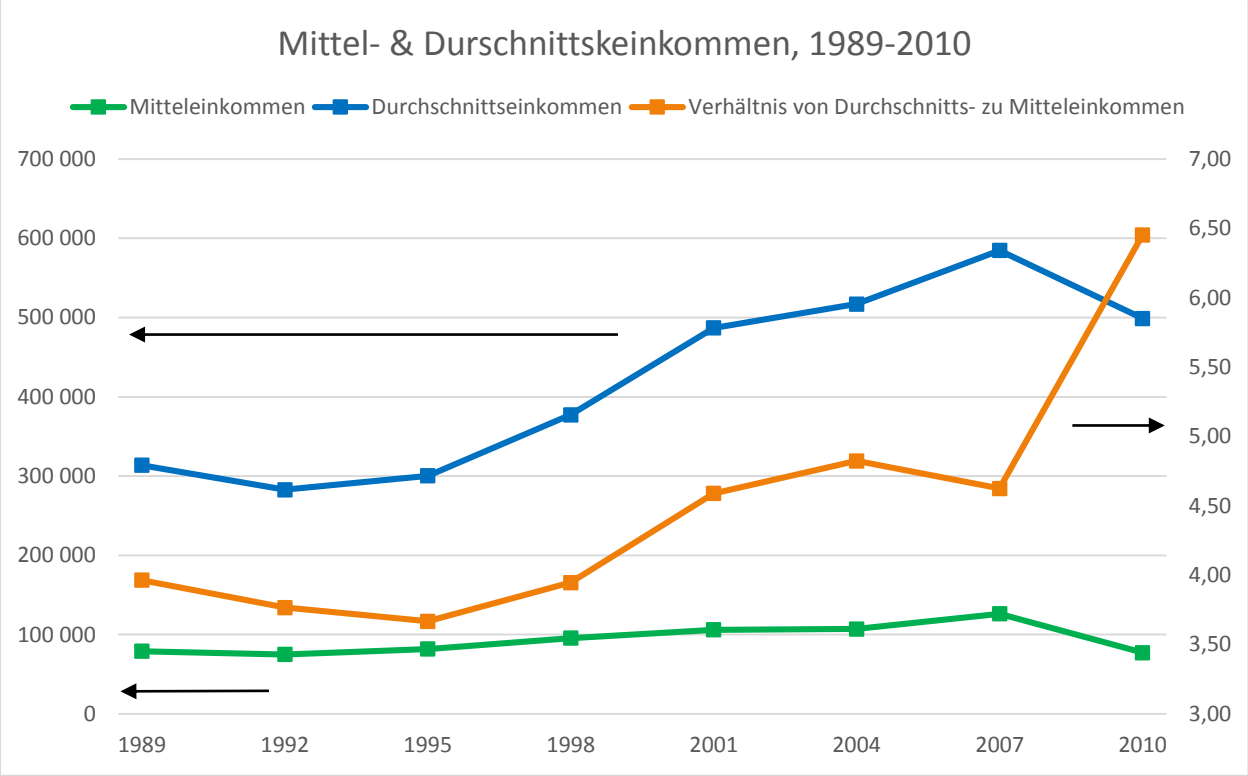
Einkommensungleichheit ihrer Arbeiter grafisch darstellt. Ausgangspunkt ist ein vorindustrielles Wirtschaftssystem, das landwirtschaftlich geprägt ist und in welchem sehr ähnliche Einkommen vorherrschen, bis die einsetzende Industrialisierung zu einer zunehmenden Ungleichheit führt. Während dieses Zeitraums wanderten ländliche Arbeiter in die Fabriken der Städte ab, in welchen infolge höherer Produktivität höhere Löhne bezahlt werden können. Durch die höhere Produktivität in den Städten gleichen sich die Lohnniveaus ländlicher und städtischer Arbeiter nicht unmittelbar an, sondern entwickelen sich über einen gewissen Zeitraum auseinander. Die daraus resultierenden Einkommensunterschiede innerhalb der Bevölkerung (ländlich-städtisch) bestehen nach Kuznets so lange, bis ein städtisches Überangebot an Arbeitern und ein korrespondierendes Unterangebot auf dem Land existieren, welche die Löhne in den Städten sinken und auf dem Land steigen lassen. Diese Entwicklung kehrt also die Entwicklung um und lässt die Einkommen auf dem Land und in der Stadt wieder konvergieren.[996] Lange Zeit wurde dieser plausible Ansatz Kuznets' zur Erklärung der US-Entwicklung herangezogen. Beginnend in den 1970er Jahren setzte jedoch eine Entwicklung ein, die mit Kuznets' Theorie schwer in Einklang zu bringen ist: Die Annäherung der Löhne drehte sich um, und Ungleichheit begann wieder drastisch anzusteigen.

Abbildung 13 zeigt die Entwicklung der US-Durchschnittseinkommen von 1989 bis 2010, gemessen auf zwei verschiedene Arten. Das Durchschnittseinkommen (arithmetisches Mittel) gibt das durchschnittliche Einkommen pro Verdienendem wieder, indem das Gesamteinkommen durch die Anzahl der Verdienenden geteilt wird. Das Medianeinkommen hingegen ist jenes Einkommen, das genau in der Mitte aller Einkommen liegt, sodass eine Hälfte der Einkommen höher und die andere Hälfte niedriger ausfällt als das Medianeinkommen. Wie *Abbildung 13* zu entnehmen ist, verdoppelte sich das Durchschnittseinkommen im Zeitraum 1989-2010, während das Mitteleinkommen nahezu unverändert blieb. Die Erklärung für das steigende Verhältnis von Durchschnitts- und Medianeinkommen ist, dass ein immer größerer Teil des Einkommens in der oberen Hälfte des Einkommensspektrums verdient wird und somit ein überproportionaler Anteil der durchschnittlichen Einkommenssteigerung der gutverdienenden Bevölkerung zufließt. Um die stärkere Aussagekraft des Mitteleinkommens im Vergleich zum Durchschnittseinkommen zu verdeutlichen, ist ein Beispiel hilfreich. Das Durchschnittseinkommen von fünf Personen mit einem Einkommen von €50.000, €60.000, €70.000, €80.000 und €10.000.000 beträgt €2.052.000. Das Mitteleinkommen von €70.000 steht aber im krassen Gegensatz zum Durchschnittseinkommen und vermittelt in vielen Fällen ein akkurateres Bild

[996] Kuznets (1955) – Economic Growth and Income Inequality; Kuznets (1963) – Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations.

der Einkommensverteilung.

Abbildung 13: Durchschnitts- & Medianeinkommen, 1989-2010

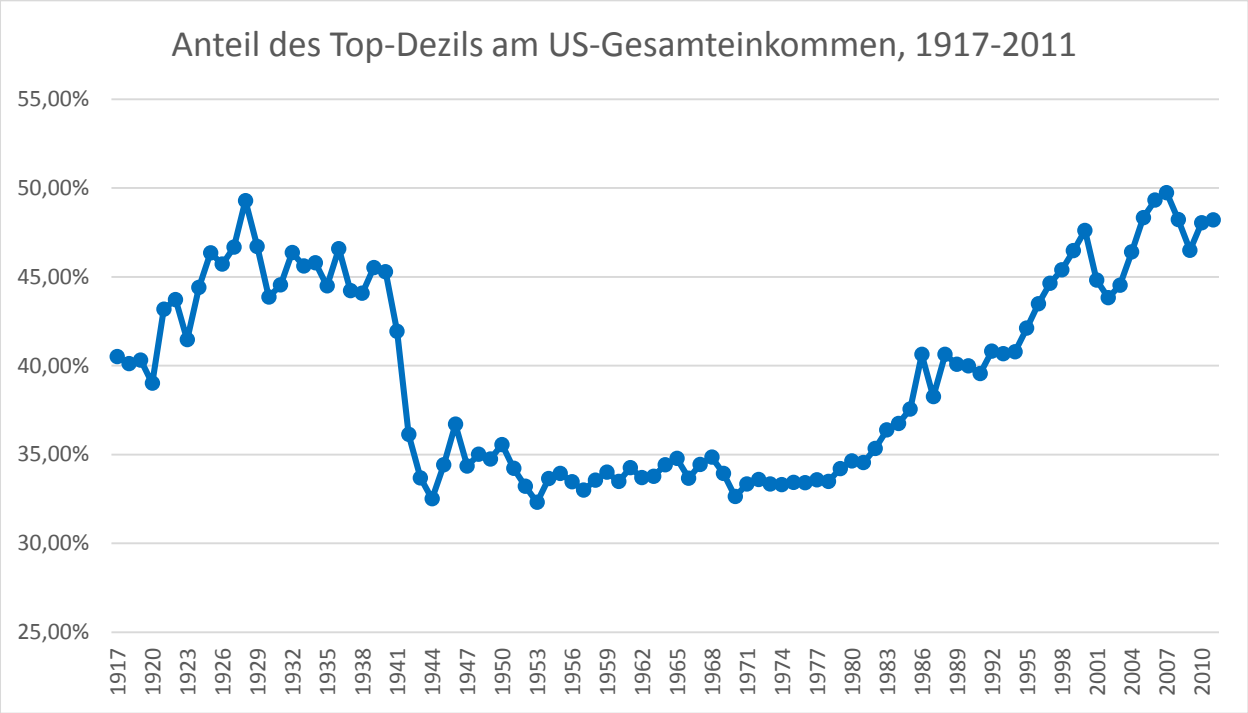


Daten: Federal Reserve Board – Survey of Consumer Finances Chartbook 2010, 19. Juli 2012.

Abbildung 14 zeigt den Anteil der bestverdienenden 10% am Gesamteinkommen einschließlich Kapitalerträgen in den USA. Seit Ende des Zweiten Weltkriegs hatte der Anteil des Top-Dezils am Gesamteinkommen etwa zwischen 32 und 35% betragen. Seit den 1980er Jahren begann der Anteil jedoch stark zu steigen und erreichte bis Ausbruch der Weltfinanzkrise ein Niveau, das vor der Weltwirtschaftskrise vorgeherrscht hatte, als 50% des Einkommens an die bestverdienenden 10% flossen.[997]

[997] Vgl. Atkinson, Piketty & Saez (2011) – Top Incomes in the Long Run of History und die von Atkinson & Piketty betriebene Website „The World Top Incomes Database" unter http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu.

Abbildung 14: Anteil des Top-Dezils am US-Gesamteinkommen, 1917-2011



Daten: Tony Atkinson & Thomas Piketty – The World Top Incomes Database, online verfügbar unter (http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu)

Ein gewisses Maß an „Ungleichheit" ist kapitalistischen Systemen inhärent und begrüßenswert. Letztlich stellt die Möglichkeit von persönlichen Profiten einen wichtigen Anreiz für Unternehmertum dar, das mit Risiko verbunden ist und für wirtschaftliche Stimulation sorgt. Gleichzeitig war die Mobilität zwischen den Einkommensklassen aber selten ausgeprägter.[998] In anderen Worten ist die Chance, gesellschaftlich auf- oder abzusteigen, sehr gering. Dies steht im krassen Gegensatz zu einem meritokratischen System, in welchem die Stärken des Einzelnen ausschlaggebend für dessen Verdienst sind.[999]

Neben anderen Faktoren – unter anderem dem mangelhaften Bildungssystem, wie oben beschrieben – ist dieser Anstieg der Ungleichheit dem Umstand zuzuschreiben, dass dem Finanzsektor in der Regel Priorität zugeschrieben und dieser systematisch durch den Staat gestützt wurde.[1000] Einige Studien legen nahe, dass die steigende Ungleichheit seit den späten 1970er Jahren tatsächlich auf die Renten zurückzuführen ist, die es dem Finanzsektor dadurch gelang, für sich zu sichern. Dies hatte zu einem vergleichsmäßig hohen Anteil an Einkommen im Finanzsektor geführt, der nicht im Einklang mit dessen

[998] Vgl. Stiglitz (2012) – The Price of Inequality, S. 17-20.
[999] Vgl. hierzu und insgesamt zur Thematik der Ungleichheit Stiglitz (2012) – The Price of Inequality.
[1000] Andere Faktoren, die in diesem Zusammenhang oft genannt werden, sind die zunehmende Globalisierung und die Schwächung von Gewerkschaften. Vgl. Stiglitz (2012) – The Price of Inequality.

Wertschöpfung stand.[1001] Die kontinuierlichen und wiederholten planwirtschaftsähnlichen Stützmaßnahmen des Finanzsektors durch den Staat, die Notenbank und Regulatoren seit den 1980er Jahren lassen eine solche Erklärung plausibel erscheinen, nicht zuletzt da Philippon & Reshef (2009) die Existenz von signifikanten ökonomischen Renten im Finanzsektor bestätigen (siehe hierzu *Abbildung 22* im Kapitel 8.1).[1002] Ein UN-Report legt darüber hinaus nahe, dass zwischen 1990 und 2000 das Wachstum des Finanzsektors („Financialisation") etwa 50% zum Fall von Einkommen für Arbeiter beitrug.[1003] Außerdem zeigt eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsverkehr, dass das Wachstum des Finanzsektors nur bis zu einem gewissen Punkt zur wirtschaftlichen Aktivität beiträgt, darüber hinaus aber die wirtschaftliche Produktivität behindert.[1004] In diesem Zusammenhang weist Orhangazi (2007) nach, dass Financialisation (die Dominanz des Finanzsektors gegenüber der Gesamtwirtschaft) zu einer Abnahme von Investitionen führt.[1005] Philippon & Reshef (2007) belegen außerdem einen „brain drain" aus dem Nicht-Finanzsektor in den Finanzsektor. In diesem Kontext zeigen die Autoren, dass die hohen Einkommen, die der Finanzsektor seit den frühen 1980er infolge von Renten zu bezahlen anfing, einen überproportionalen Anteil an hochqualifizierten Arbeitnehmern anzuziehen begann.[1006]

In Hinblick auf den Finanzsektor während der letzten drei Jahrzehnte ergibt sich somit das Bild, dass es diesem gelang, einen unverhältnismäßig hohen Anteil an Ressourcen für nicht produktive Zwecke zu entziehen und so die Problematik der Ungleichheit verstärkt wurde. Steigende Ungleichheit, insbesondere wenn diese auf Renten und nicht persönlichen Verdienst zurückzuführen ist, ist problematisch und potenziell gefährlich für das Funktionieren eines Wirtschaftssystems. Aus diesem Grund suchten Politiker (mit Zeithorizonten, die jener von Legislaturperioden gleichen) nach anderen, besseren – weil schneller spürbaren – Optionen. Da die wichtigste Funktion von Einkommen die Kaufkraft ist, und diese einen direkten, unmittelbaren und in weiterer Folge spürbaren Vergleich erlaubt, setzte die Politik während der letzten 30 Jahren an eben dieser an, ohne auf die ursächliche Problematik einzugehen. Seit den 1980er und insbesondere seit den 1990er Jahren wurde so das Wohneigentum politisch gezielt gefördert. Der rasante Preisanstieg von Immobilien erlaubte es Eigenheimbesitzern, gegen den Wert ihres Hauses Hypotheken aufzunehmen, um so deren Konsumausgaben zu erhöhen. Im Zeitraum von 2002 bis 2005 erhöhten solche „home-equity withdrawals" den Konsum um 3% p.a. –

[1001] Philippon & Reshef (2009) – Wages and Human Capital in the US Financial Industry; Rosnick & Baker (2012) – Missing the Story.
[1002] Philippon & Reshef (2009) – Wages and Human Capital in the US Financial Industry.
[1003] International Labour Organization (2013) – Global Wage Report 2012/13, S. 51-52.
[1004] Cecchetti & Kharroubi (2012) – Reassessing the Impact of Finance on Growth.
[1005] Orhangazi (2007) – Financialisation and Capital Accumulation.
[1006] Philippon & Reshef (2007) – Skill Biased Financial Development.

insgesamt um etwa $300 Milliarden.[1007] Die daraus resultierende Blase am Immobilienmarkt wurde durch die Niedrigzinspolitik unmittelbar vor der Weltfinanzkrise genährt und verstärkt. Gleichzeitig hatte der geldpolitische Kurs die realen Renditen von sicheren Anlagen ins Negative abgleiten lassen, was die Nachfrage nach „sicheren" und höher rentierenden Investitionen im Immobiliensektor förderte.

7.3 DIE ROLLE DES STAATES IN DER SUBPRIMEKRISE

Einen zentralen Stellenwert hinsichtlich der Finanzkrise 2007-2009, deren Epizentrum das Platzen der Subprime-Immobilienblase darstellte, nimmt naturgemäß die Entwicklung des Immobiliensektors ein. Unterschiedliche politische Initiativen und Gesetze in Zusammenhang mit dem Immobiliensektor werden von vielen als maßgebliche Faktoren oder zumindest Teilfaktoren für die Immobilienblase und deren Platzen 2007 gesehen.[1008] Im Zentrum dieser Kritik steht die systematische Förderung von sukzessiv riskanteren Hypothekenkrediten, um den Bevölkerungsanteil mit Eigenheim zu steigern. Insbesondere kritisch zu hinterfragen ist in diesem Zusammenhang die nicht nachhaltige Struktur dieser Förderung, die oft darauf abzielte, den Kauf bzw. Bau eines Eigenheims durch anfänglich attraktive Finanzierungskonditionen zu fördern, ohne jedoch die mittel- und langfristigen Folgen in Betracht zu ziehen. Denn oft schlossen diese Strategien die Vergabe von Hypothekenkrediten ein, deren Rückzahlung von vornherein als unwahrscheinlich hätte gelten müssen. Die Maßnahmen, die von staatlicher Seite etwa seit den 1980er Jahren und vermehrt seit den 1990er ergriffen wurden, legen deshalb nahe, dass gezielt eine Blase des Immobiliensektors herbeizurufen versucht oder zumindest in Kauf genommen wurde. Die folgenden Seiten legen diese Entwicklung dar und zeigen insbesondere die Rolle der sogenannten Government-Sponsored Enterprises (GSEs) – *Fannie Mae* und *Freddie Mac* – auf, die wiederholt und ausgiebig von politischen Entscheidungsträgern dazu instrumentalisiert wurden, Kredite billig zur Verfügung zu stellen. Das gezielte Schüren einer Immobilienkreditblase wurde durch zahlreiche andere Initiativen von unterschiedlichen Präsidenten gefördert und kulminierte schließlich im Platzen der Blase 2007.

[1007] Guttmann & Plihon (2010) – Consumer Debt and Financial Fragility, S. 274.
[1008] Vgl. Gramlich (2007) – Subprime Mortgages.

7.3.1 GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES

The shapers of the American mortgage finance system
hoped to achieve the security of government ownership,
the integrity of local banking and the ingenuity of Wall Street.
Instead they got the ingenuity of government,
the security of local banking and the integrity of Wall Street.[1009]

David Frum, Kolumnist und ehemaliger Redenschreiber von George W. Bush

7.3.1.1 DIE ENTWICKLUNG DER GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES

Auch die Wurzeln der Government-Sponsored Enterprises (GSEs) reichen in die New-Deal-Ära. 1938 schuf der Kongress die *Federal National Mortgage Association*, deren Kurzbezeichnung FNMA die Verballhornung *Fannie Mae* veranlasste,[1010] um einen liquiden Sekundärmarkt für Hypotheken zu schaffen und dadurch die Vergabe derselben zu fördern. Anfangs begrenzte sich *Fannie Maes* Tätigkeit darauf, Hypotheken auf dem Sekundärmarkt aufzukaufen, die durch die Federal Housing Administration (FHA) versichert waren, nach dem Zweiten Weltkrieg wurde *Fannie Maes* Mandat auf den Kauf von Hypotheken ausgebaut, die von der Veterans Administration (VA) garantiert waren.
Um ihr politisches Mandat zu verfolgen, emittierte *Fannie Mae* Schuldverschreibungen und kaufte dafür Hypotheken auf dem Sekundärmarkt, das heißt von anderen Finanzinstitutionen – u.a. Geschäftsbanken, Hypothekenbanken oder Investmentbanken –, die gewissen Richtlinien und Qualitätsanforderungen entsprachen. Durch den Ankauf von Hypotheken durch *Fannie Mae* wurden dem Finanzsektor liquide Mittel bereitgestellt, um weitere Hypotheken vergeben zu können.

Unter dem Eindruck zunehmender Staatsverschuldung durch den Vietnamkrieg wurde *Fannie Mae* 1968 privatisiert, um deren Verschuldung, die bis zum selben Jahr auf etwa $7 Milliarden angewachsen war, nicht in die Staatsverschuldung einrechnen zu müssen.[1011] Darüber hinaus wären nach einer Änderung der Bilanzierungsvorschriften die Hypothekenkäufe durch *Fannie Mae* den Staatsausgaben zugerechnet worden, was wiederum zu einem Rekorddefizit geführt hätte.[1012] Gleichzeitig mit der Privatisierung von *Fannie Mae* wurde die Government National Mortgage Association (GNMA bzw.

[1009] David Frum in der *National Post* am 11. Juli 2008, zitiert nach Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 13.
[1010] Die Verballhornung *Fannie Mae* wurde von Anleihenhändlern, die deren Schuldverschreibungen handelten, geprägt (Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 14), im Jänner 1997 wurde der Name „*Fannie Mae*" jedoch als offizielle Firmenbezeichnung übernommen (Kobayashi & Orui (2010) – GSE Crisis and Its Implications, S. 372).
[1011] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 38.
[1012] Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 15.

Ginnie Mae) gegründet, die die bisherigen Aufgaben von *Fannie Mae* übernehmen sollte (FHA- und VA-Hypotheken). 1970 wurde schließlich auf Drängen der Sparinstitute die Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC bzw. *Freddie Mac*) gegründet. Die Sparinstitute hatten *Fannie Mae* weitgehend gemieden, weil diese als eine Behörde zum Kauf von Hypotheken, die von Hypothekenbanken vergeben worden waren, wahrgenommen wurde. Infolgedessen lobbyierten die Sparinstitute für eine „eigene" staatliche Behörde zum Aufkauf ihrer Hypothekenpapiere.[1013] Während *Ginnie Mae* unter expliziter staatlicher Obhut bleiben sollte, wurde *Freddie Mac* im Jahr 1989 ebenfalls privatisiert und sollte neben *Fannie Mae* als zweite GSE die Entwicklung des US-Immobilienmarktes maßgeblich beeinflussen. Wie im nachfolgenden Kapital erörtert wird, bedeutete die Privatisierung von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* keineswegs die Umwandlung in privatwirtschaftliche Unternehmen. Vielmehr blieben diese, wie ihre Bezeichnung als „Government-Sponsored Enterprise" nahe legt, quasi-staatlicher Natur, deren Schulden wenngleich nicht explizit, so doch implizit von der Regierung garantiert wurden.

Schon zum Zeitpunkt der Privatisierung *Fannie Maes* war von Politikern versucht worden, die Quote der Hauseigentümer zu erhöhen. In diesem Zusammenhang war darüber diskutiert worden, Pensionsfonds dazu zu verpflichten, jährlich einen gewissen Anteil in Hypotheken anlegen zu müssen. Ein anderer Vorschlag hatte die Subventionierung der staatlichen Hypothekenbehörden durch die Federal Reserve vorgesehen.[1014] Die Entscheidung, die 1970 in diesem Hinblick getroffen wurde, sollte auf die zukünftige Verwendung der GSEs als Off-Balance-Sheet-Instrument für die staatliche Eigenheimförderung hinweisen. Der Emergency Home Finance Act von 1970 weitete die Befugnisse von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* auf den Kauf von herkömmlichen – und nicht durch staatliche Behörden garantierte bzw. vergebene – Hypotheken aus.[1015] Gleichzeitig befreite das Gesetz die GSEs von staatlichen, bundesstaatlichen und Gemeindesteuern.[1016] Einen weiteren wichtigen Punkt stellt die durch Gesetzesänderungen veranlasste Veränderung des Geschäftsmodells der beiden GSEs dar. Bis 1968 hatte das Geschäftsmodell von *Fannie Mae* darin bestanden, Hypotheken auf dem Sekundärmarkt zu kaufen und diese in die eigenen Bücher aufzunehmen. Somit wurde der Profit in Form des Unterschieds zwischen den Finanzierungskosten und der Zinserträge auf Hypotheken gemacht. Die Gesetze von 1968 und 1970 hatten die Möglichkeiten von *Fannie Mae*, *Freddie Mac* und *Ginnie Mae* aber signifikant erweitert, indem es diesen ermöglicht wurde, Hypotheken zu verbriefen.[1017]

Beim Verbriefungsprozess zu Mortgage-Backed Securities sammelt der Emittent (in diesem Fall eine der GSEs) in der Regel einige hundert Hypotheken und verkauft diese an eine Zweckgesellschaft (Special

[1013] Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 16 und S. 144, Fußnote 4.
[1014] Bartke (1972) – Home Financing at the Crossroads, S. 10-11.
[1015] Bartke (1972) – Home Financing at the Crossroads, S. 14.
[1016] Bartke (1972) – Home Financing at the Crossroads, S. 16.
[1017] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 39.

Purpose Vehicle, SPV), die eigens für diesen Zweck eingerichtet wird. Das SPV emittiert nun ein so genanntes forderungsbesichertes Wertpapier (Asset-Backed Security, ABS), das festverzinslich ist und bei welchem die von der SPV gehaltenen Wertpapiere als Sicherheit (collateral) dienen, an Investoren. Im Falle von Hypotheken werden diese ABSs Mortgage-Backed Securities (MBSs) genannt. Der hierdurch generierte Erlös kommt der SPV zugute und wird von dieser dafür verwendet, den Emittenten (GSE) für die zur Verfügung gestellten Wertpapiere zu entschädigen. In der Regel versicherte der Emittent (GSE) die MBS-Investoren gegen das den Hypotheken anhaftende Kreditrisiko, darüber hinaus wurde oft auch die zeitgerechte Bedienung der Hypotheken sowie das Risiko der Frührückzahlung garantiert. Für diese Garantien erhielten MBS-Investoren nicht die volle Höhe der Hypothekenzahlungen, da ein Teil für die Versicherung vom Emittenten zurückgehalten wurde. *Ginnie Mae* begab 1970 als erste der GSEs Mortgage-Backed Securities, 1971 folgte *Freddie Mac* und 1981 *Fannie Mae*.[1018]

7.3.1.2 DER HYBRID-STATUS DER GOVERNMENT-SPONSORED ENTERPRISES

> *[T]he GSEs play an extraordinarily successful double game. […] In effect, the GSEs tell Congress and the news media, `Don't worry, the government is not on the hook´— and then turn around and tell Wall Street, `Don't worry, the government really is on the hook.´*[1019]
>
> Richard S. Carnell, 2004

Frame & White (2004) fassen die Vorteile, die *Fannie Mae* und *Freddie Mac* infolge ihres privilegierten Sonderstatus als GSEs genossen, folgendermaßen zusammen: (1) *Fannie* und *Freddie* waren von der bundesstaatlichen und lokalen Ertragssteuer ausgenommen. (2) *Fannie* und *Freddie* verfügten jeweils über eine Kreditlinie in Höhe von $2,25 Milliarden vom US-Finanzministerium. (3) Die Schuldverschreibungen, die *Fannie* und *Freddie* für ihre Finanzierung begaben, hatten den Status von Staatspapieren mitsamt der damit einhergehenden Vorteile. Dies bedeutete unter anderem, dass *Fannie Mae* und *Freddie Mac* im Gegensatz zu privatwirtschaftlichen Konkurrenzunternehmen Papiere emittieren konnten, ohne dieselben zuvor von Ratingagenturen bewerten lassen zu müssen.[1020](4) *Fannie Mae* und *Freddie Mac* waren von der Registrierung bei der und der Entrichtung von Gebühren

[1018] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 39.
[1019] Richard S. Carnell – Improving the Regulation of Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks. Statement of Richards S. Carnell Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate. 10. Februar 2004, S. iii.
[1020] GAO (1996) – Benefits Derived from Federal Ties, S. 3.

an die SEC ausgenommen.[1021] (5) Für die Emission von GSE-Papieren konnte auf die Infrastruktur der Federal Reserve zurückgegriffen werden. In anderen Worten wurden GSE-Schuldverschreibungen mit demselben System wie US-Staatsanleihen emittiert.[1022] Außerdem galten für die GSEs besonders niedrige Eigenkapitalvorschriften. Der privilegierte Status der beiden GSEs *Fannie Mae* und *Freddie Mac* bestärkte viele Marktteilnehmer in ihrer Ansicht, dass *Fannie Mae* und *Freddie Mac* und deren Schuldverschreibungen über die implizite Garantie der US-Regierung verfügten: In anderen Worten waren auch *Fannie Mae* und *Freddie Mac* TBTF, zumindest in den Augen vieler Marktteilnehmer. Schon 1996 hatte ein Bericht des General Account Office den TBTF-Status der GSEs hervorgehoben:

> *„These privileges […] reinforce the market's perception that the government will not let the enterprises fail. […] [T]he most important advantage of the enterprises' government-sponsored status is the perception of financial market participants that the federal government is likely to act to ensure that the enterprises will meet their debt and MBS obligations."*[1023]

Der privilegierte Status der GSEs wurde durch den Umstand untermauert, dass fünf der 18 Direktoren direkt vom Präsident ernannt wurden, während die restlichen 13 von Aktionären gewählt wurden.[1024] Der schlagkräftigste Beweis für Marktteilnehmer dafür, dass die GSEs tatsächlich Too-Big-to-Fail waren, war aber der Umstand, dass *Fannie Mae* in der Vergangenheit tatsächlich so eingestuft worden war. Während der späten 1970er und frühen 1980er Jahre war *Fannie Mae* insolvent gewesen, infolge von „regulatory forbearance" wurde *Fannie* jedoch nicht in den Konkurs überführt.[1025] In diesem Zusammenhang hatte 1982 der Kongress *Fannie Mae* Steuererleichterungen eingeräumt, und das Department of Housing and Urban Affairs hatte deren Eigenkapitalvorschriften gelockert.[1026]
Der TBTF-Status infolge ihres Naheverhältnisses zur Regierung erlaubte es *Fannie Mae* und *Freddie Mac,* sich zu deutlich günstigeren Konditionen zu refinanzieren, als dies für private Unternehmen möglich war, und MBSs mit einer niedrigeren Verzinsung zu emittieren als Konkurrenzunternehmen. Die beiden GSEs finanzierten sich deshalb zu günstigeren Konditionen als AAA-bewertete Firmen, obgleich *Fannie* und *Freddie* ohne implizite staatliche Garantien und Vergünstigungen über weniger hohe Ratings verfügt hätten.[1027]

[1021] *Fannie Mae* registrierte sich im März 2003 freiwillig bei der SEC.
[1022] Frame & White (2004) – Fussing and Fuming Over Fannie and Freddie, S. 5. Vgl. außerdem GAO (1996) – Benefits Derived from Federal Ties.
[1023] GAO (1996) – Housing Enterprises, S. 18 u. 40.
[1024] GAO (1996) – Benefits Derived from Federal Ties, S. 17.
[1025] Frame & White (2004) – Fussing and Fuming Over Fannie and Freddie, S. 7.
[1026] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 40.
[1027] Vgl. Frame & White (2004) – Fussing and Fuming Over Fannie and Freddie, S. 7 für eine Überblick über die Publikationen zu den Finanzierungsvorteilen von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* infolge ihres Sonderstatus.

Eine Untersuchung des General Accounting Office schätzte den finanziellen Vorteil durch die wichtigsten Privilegien der beiden GSEs auf einer Vorsteuerbasis auf $2,246 Milliarden im Jahr 1995.[1028] Nach einer Studie des Congressional Budget Office hatten *Fannie Mae* und *Freddie Mac* im Zeitraum von 1990 bis 1995 eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite von 31,6% und 40,3%. Im Vergleich dazu wies der S&P-Financials-Index während desselben Zeitraums eine Eigenkapitalrendite von 24% auf.[1029] Der privilegierte Sonderstatus und die damit einhergehenden Kostenersparnisse erlaubten es den GSE außerdem, einen signifikanten Marktanteil zu gewinnen.

Den zahlreichen Privilegien, die *Fannie Mae* und *Freddie Mac* vom Kongress eingeräumt worden waren, stand deren Instrumentalisierung zu politischen Zwecken gegenüber. Hauptsächlich ist in diesem Zusammenhang ihre Rolle zur Ausweitung des Eigenheimanteils in der Bevölkerung zu nennen, die gegen Ende des 20. Jahrhunderts sukzessiv ausgeweitet wurde. Infolge ihrer Verwendung zur Erreichung vom Kongress gesetzter Ziele, insbesondere in Hinblick auf die Eigenheimmission, und als auf den ersten Blick private Firmen mit staatlichen Sonderprivilegien und der impliziten Garantie der US-Regierung, können *Fannie Mae* und *Freddie Mac* deshalb als Off-Balance-Sheet-Institutionen der US-Regierung angesehen werden, deren potenzielle Kosten für den US-Steuerzahler nicht ersichtlich waren. In dieser Hinsicht ist der Hybrid-Status von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* von besonderer Wichtigkeit. Durch den Umstand, dass sich die beiden GSEs in privatem Eigentum befanden, bauten diese ihr Risiko über die letzten beiden Jahrzehnte sukzessive aus. Einerseits, so hat es den Anschein, um ihren vom Kongress eingeräumten Sonderstatus nicht zu verlieren, und andererseits, weil der Ausbau ihres Risikos erhöhte Profite für Aktionäre als auch das Management versprach. Da das erhöhte Risiko nicht mit einer kostspieligeren Finanzierung einherging, ergab sich hinsichtlich *Fannie Mae* und *Freddie Mac* dasselbe Problem wie in Hinblick auf TBTF-Banken. Ein bedeutsamer Unterschied war jedoch, dass die Erhöhung des Risikos aktiv vom Kongress verlangt wurde – ein Wunsch, dem von Seiten der GSEs bereitwillig nachgekommen wurde.

[1028] Zum Vergleich betrug das Vorsteuerergebnis von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* im Jahr 1995 $4,581 Milliarden (GAO (1996) – Benefits Derived from Federal Ties, S. 5). Nach dieser Studie trugen implizite und explizite staatliche Subventionen mehr als die Hälfte dieses Gewinns von *Fannie* und *Freddie* bei. Eine Studie des Congressional Budget Office aus demselben Jahr findet signifikant höhere finanzielle Vorteile alleine auf der Grundlage der reduzierten Finanzierungskosten. Vgl. Phaup, Dunson & Eyles (1996) – Assessing the Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac, S. 15.

[1029] Phaup, Dunson & Eyles (1996) – Assessing the Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac, S. 7.

7.3.2 „AFFORDABLE HOUSING“

Moran (2009) sieht den ersten Schritt, der zur Immobilienblase führte, im Tax Reform Act von 1986, der die zunehmende Aufnahme von Krediten zum Bau bzw. Kauf eines Eigenheims initiierte, indem er die Zinszahlungen für Hypothekenkredite für private Zwecke als einzigen Konsumentenkredit steuerlich absetzbar machte.[1030]

Einige Jahre später, im Jahr 1991, begann der Kongress infolge der technischen Insolvenz *Fannie Maes* während der 1970er und 1980er Jahre über regulatorische Reformierungen nachzudenken. Kritische Stimmen hatten im Kielwasser der nur durch das Wegsehen von Regulatoren vermiedenen Insolvenz von *Fannie Mae* zugenommen. Der damalige *Fannie-Mae*-CEO, David Maxwell, hatte die Gefahr erkannt, die von einer tatsächlichen Privatisierung *Fannie Maes* ausgegangen wäre, die die weitreichenden Vorteile infolge ihres halbstaatlichen Status zunichtegemacht hätte. Maxwell hatte 1990 aus diesem Grund den gut vernetzen James Johnson zum stellvertretenden Geschäftsführer gemacht und diesem einen Posten im Aufsichtsrat eingeräumt.[1031] 1991 übernahm Johnson schließlich den Posten als *Fannie-Mae*-CEO und brachte als hoher ehemaliger Demokrat eine Vielzahl an politischen Verknüpfungen und Beziehungen in das Amt mit. Unter Johnson wurden Kreditkaufkriterien heruntergestuft und der Kauf von Hypothekenkrediten automatisiert, sodass Kreditvergabe-entscheidungen innerhalb von Minuten gefällt werden konnten. *Fannie Maes* aggressives Geschäftsgebaren kann als Wegbereiter für den Finanzsektor im Gesamten gesehen werden. Die unter Johnson vorgenommenen Änderungen des Geschäftsmodells wurden dementsprechend schnell von privaten Unternehmen übernommen.[1032] Johnson baute außerdem die Verflechtung mit dem Kongress sukzessive aus und gewährleistete so, dass *Fannies* De-facto-Regulator der Kongress blieb, nicht das zu diesem Zwecke 1992 eingerichtete Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), das dem Department of Housing and Urban Development (HUD) unterstand.[1033] So konnte Johnson sicherstellen, dass das regulative Umfeld weiterhin freundlich gesinnt blieb, indem Kongressabgeordnete mit großzügigen Parteispenden bedacht wurden. Angesichts der hohen Kosten infolge der S&L-Krise stand der privilegierte Status der GSEs auf dem Spiel, und Johnson räumte der Bewahrung des lukrativen Sonderstatus höchste Priorität ein: „[U]nder Johnson, Fannie’s primary goal changed to protecting—at all costs—the company’s government ties and the riches that sprang from

[1030] Moran (2009) – Wall Street Meets Main Street, S. 25. Vgl. auch Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 3 und
[1031] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 16-17.
[1032] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 4-5.
[1033] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 40; Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 11-12; Wallison & Calomiris (2008) – The Last Trillion-Dollar Commitment, S. 2.

them."[1034] Um die Gefahr einer unvorteilhaften Regulierung abzuwenden, machte Johnson vom Political Action Committee (PAC) Gebrauch, das das Unternehmen einige Jahre zuvor aufgestellt hatte. Durch dieses wurden – einzigartig für staatlich geschaffene Unternehmen – großzügige Partei- und Wahlkampf-spenden veranlasst.[1035] Im Zeitraum von 1989 bis 2009 hatte *Fannie Mae* rund $100 Millionen für Lobbyingzwecke und Wahlkampfspenden aufgewendet.[1036] Freilich kam dieses Geld von den Steuerzahlern, die *Fannie Maes* staatliche Subventionen indirekt finanzierten. Entgegen der oft geäußerten Beteuerung, dass die staatlichen Subventionen infolge des GSE-Sonderstatus unmittelbar und in voller Höhe den Hypothekennehmern zugutekommen würden, landete ein großer Teil davon – neben Kongressabgeordneten – bei Managern und Aktionären. 1995 hatte diese staatliche Subvention $7 Milliarden betragen, wovon $2,1 Milliarden dem Management und den Aktionären zuflossen.[1037]

Gleichzeitig mit der Diskussion über eine strengere Regulierung und mitunter über eine grundlegende Reformierung der GSEs, spielte *Fannie Mae* die richtigen Töne, um den Kongress von der Wichtigkeit des GSE-Status' zu überzeugen. 1991 startete Johnson ein $10-Milliarden-Programm für „affordable housing", womöglich um dem Kongress seine Unterstützung auch ohne gesetzliche Bestimmungen unter Beweis zu stellen, die zu diesem Zeitpunkt diskutiert worden waren. Mit der Errichtung des OFHEO 1992 wurde dann aber dennoch eine „affordable housing mission" in den Gesetzesakt aufgenommen.[1038] Diese verpflichtete die GSEs zum Aufkauf von Krediten, die an „undeserved borrowers", d.h. Mittel- und Niedrigverdiener, vergeben worden waren.

Präsident Clinton hatte den Vorstoß in billige Immobilienfinanzierung aktiv unterstützt. Zwei Jahre nach Amtsantritt hatte Clinton in einer Ansprache 1994 erklärt:

> *„More Americans should own their homes, for reasons that are economic and tangible, and reasons that are emotional and intangible, but go the heart of what it means to harbor, to nourish, to expand the American Dream."*[1039]

Wie *Abbildung 15* verdeutlicht begann der Anteil der Eigenheimbesitzer etwa mit dem Amtsantritt Clintons zu steigen und setzte seinen Aufwärtstrend unter Bush kontinuierlich fort. Angesichts der Tatsache, dass der Unterschied zwischen Arm und Reich in den USA im selben Zeitraum dramatisch zunahm, ist es naheliegend anzunehmen, dass ohne den Vorstoß der erleichterten Hypotheken-aufnahme und ohne das historisch niedrige Zinsniveau keine vergleichbare Steigerung des Eigenheim-anteils der Bevölkerung stattgefunden hätte oder dieser gar gesunken wäre. Zur Erhöhung des Anteils

[1034] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 18.
[1035] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 20.
[1036] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 12.
[1037] Brooks (2011) – Who Is James Johnson; Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 18.
[1038] Wallison & Calomiris (2008) – The Last Trillion-Dollar Commitment, S. 2.
[1039] Bill Clinton im November 1994, zitiert in Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 1.

der Bevölkerung mit Eigenheim hatte Clinton im Jahr 1994 die „*National Partners in Homeownership*"-Initiative ausgerufen und beauftragte das HUD zur Ausarbeitung einer Strategie, die die Eigenheimrate auf ein Allzeithoch bis Ende des Jahrtausends bringen würde. Die 1995 vorgestellte Strategie mit dem Namen „*The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream*" identifizierte vor allem die hohe Anzahlungserfordernis als Hindernis zur Erreichung von mehr Eigenheimen:

> *„For many potential homebuyers, the lack of cash available to accumulate the required downpayment and closing costs is the major impediment to purchasing a home. Other households do not have sufficient available income to make the monthly payments on mortgages financed at market interest rates for standard loan terms. Financing strategies, fueled by the creativity and resources of the private and public sectors, should address both of these financial barriers to homeownership."*[1040]

Die Essenz der Strategie strich die Erfordernis hervor, durch die gemeinsame Arbeit von Regierungsbehörden und privaten Unternehmen die Stolpersteine auf dem Weg zu mehr Wohneigentum in Form von ungenügendem Einkommen oder zu wenig Vermögen für eine Anzahlung aus dem Weg zu räumen, indem die der Kreditvergabe zugrundeliegenden Standards herabgesetzt werden sollten. Morgenson & Rosner (2011) weisen in diesem Zusammenhang auf einen irritierenden Aspekt der Strategie hin: Nach den Autoren war eine derart intensive Zusammenarbeit von Regulatoren und den Institutionen, die diese Regulatoren zu regulieren hatten, beispielslos.[1041]

1994 rief *Fannie Mae* das „*Trillion Dollar Commitment*" zur Ausweitung des Eigenheimbesitzes unter Mittel- und Niedrigverdienern aus, das bis 2000 erfüllt werden sollte und $10 Millionen Haushalte mit Immobilienkrediten versorgen sollte.[1042]

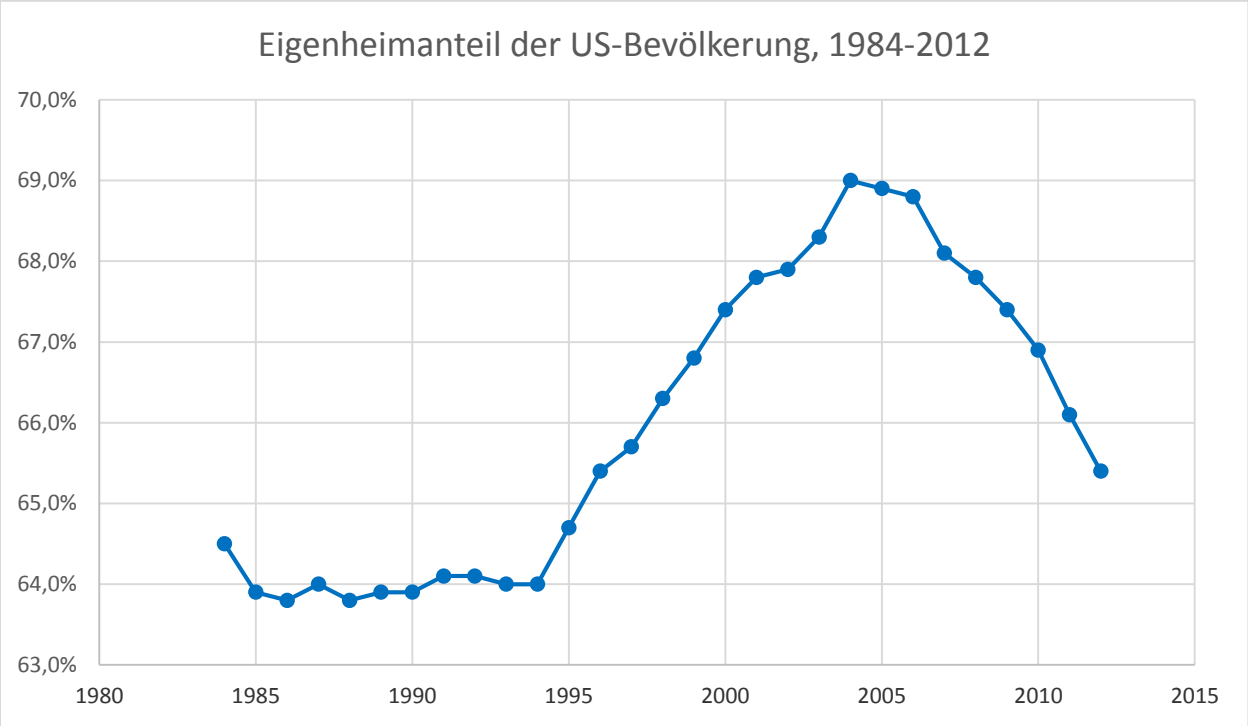
1995 weitete das Department of Housing and Urban Development die Befugnisse der GSEs in Hinblick auf den Kauf von Subprime-Krediten aus, um die „affordable housing mission" zu erfüllen, und 1996 wurde erstmals eine konkrete Quote für den Kauf von Krediten festgesetzt, die an Personen mit einem Einkommen unterhalb des Medians der betreffenden Wohngegend vergeben worden waren.[1043] Das HUD schrieb nun vor, dass 42% der gekauften Hypothekenkredite von Niedrigverdienern stammen mussten. Gleichzeitig wurde vorgeschrieben, dass 12% aller Hypothekenkäufe als „special affordable" klassifiziert sein mussten. „Special affordable"-Kredite wurden typischerweise an Personen vergeben, deren Einkommen geringer als 60% des Medianeinkommens der betreffenden Wohngegend war.[1044]

[1040] HUD (1995) – The National Homeownership Strategy, S. 4-1.
[1041] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 3.
[1042] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 56.
[1043] Leonnig (2008) – How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis.
[1044] Roberts (2008) – How Government Stoked the Mania.

1997 befreite der Taxpayer Relief Act den Großteil an Hausverkäufen von der Kapitalertragssteuer (capital gains tax), wodurch ein Anreiz geschaffen wurde, mehr Geld in den Immobilienmarkt fließen zu lassen.[1045]

Spätestens Mitte der 1990er Jahre war der Appetit auf riskante Hypothekenkredite auf private Unternehmen übergesprungen. 1996 eröffnete *Countrywide*, eine der größten Hypothekenbanken der Vereinigten Staaten, die während der Finanzkrise infolge schlechter Kredite an die *Bank of America* verkauft musste, eine eigene „subprime unit".[1046]

Abbildung 15: Eigenheimanteil der US-Bevölkerung, 1984-2012



Quelle: Federal Reserve Economic Data (FRED) – Home Ownership Rate for the United States (USHOWN)

Inmitten steigender Immobilienpreise kritisierte 1999 Martin Luther King III., der Sohn des bekannten Bürgerrechtlers, dass die Minderheiten vom Boom nicht profitierten, aber gleichermaßen ein Recht auf die Möglichkeit von Reichtum durch ein Eigenheim besäßen.[1047] Nach Akerlof & Shiller (2010) führte der Vorwurf von Ungerechtigkeit zu einer unmittelbaren und unkritischen Reaktion der Regierung. In

[1045] Moran (2009) – Wall Street Meets Main Street, S. 25.
[1046] Streitfeld & Morgenson (2008) – Building Flawed American Dreams.
[1047] Martin Luther King III. – Minority Housing Gap: Fannie Mae, Freddie Mac Fall Short. *The Washington Times*, 17. November 1999, S. A17, zitiert nach Akerlof & Shiller (2010) – Animal Spirits, S. 154-155.

diesem Zusammenhang erhöhte Andrew Cuomo, der Vorsitzende der HUD, die vorgeschriebene Quote an Hypothekendarlehen, die an ärmere Wohngegenden vergeben worden waren und von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* gekauft werden mussten. Akerlof & Shiller bemerken hierzu: „There was never any serious examination of the premise that this policy was in the best interest of minorities."[1048]
Schon kurz zuvor hatte *Fannie Mae* die Lockerung ihrer Hypothekenstandards verkündet, um die Vergabe von Hypothekenkrediten durch private Firmen an weniger kreditwürdige Kreditnehmer zu erhöhen, und kam hierdurch einem seit langer Zeit geäußerten Wunsch privater Hypothekengeber nach.[1049] Im darauffolgenden Jahr – 2000 – wurde auch offiziell das Mandat der Kreditvergabe an Kreditnehmer mit geringer Bonität ausgeweitet, als die HUD die GSE-Quoten der Kreditkäufe von „undeserved borrowers" mit einem Einkommen von weniger als 60% des Medianeinkommens der Wohngegend auf 20% und jene von Niedrigverdienern mit einem Einkommen unter dem Median auf 50% erhöhte.[1050]

Die Mission der Erhöhung der Eigenheimquote wurde unter George W. Bush, der 2000 zum Präsident gewählt worden war, konsequent weitergeführt. Am 17. Juni 2002 läutete Bush seine „aggressive housing agenda" ein, die den Anteil der Niedrigverdienenden und der Angehörigen von Minderheiten mit Eigenheim erhöhen sollte.[1051] Am folgenden Tag erklärte Bush bei einer Ansprache vor dem HUD:

> *„I believe when somebody owns their own home, they're realizing the American Dream. They can say it's my home, it's nobody else's home. […]The goal is, everybody who wants to own a home has got a shot at doing so."*[1052]

Diesem Ziel stand nach Bush aber eine Bevölkerungsschicht entgegen, die den Wert eines Eigenheims nicht kannte und deshalb dahingehend aufgeklärt werden musste:

> *„It is essential that we make it easier for people to buy a home, not harder. And in order to do so, we've got to educate folks. We've got people who have newly arrived to our country, don't know the customs."*[1053]

Bis 2002 waren die GSEs längst in die Niederungen des riskanteren Hypothekensegments hinabgestiegen und eigenen Angaben zufolge verantwortlich für die substanzielle Ausweitungen von Hypothekenkrediten gegen geringe Anzahlungen. Vor dem US House Committee on Financial Services

[1048] Akerlof & Shiller (2010) – Animal Spirits, S. 154-155.
[1049] Holmes (1999) – Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending.
[1050] Roberts (2008) – How Government Stoked the Mania.
[1051] White House (2002) – Pressemitteilung vom 17. Juni 2002.
[1052] Bush (2002) – Rede am 18. Juni 2002.
[1053] Bush (2002) – Rede am 18. Juni 2002.

bestätigte *Fannie-Mae*-CEO Franklin Raines die riskanter werdende Geschäftstätigkeit des Unternehmens nicht ohne Stolz:

> *„For example, a downpayment is often the single largest obstacle preventing a family from purchasing a home. Fannie Mae was at the forefront of the mortgage industry expansion into low-downpayment lending and created the first standardized 3-percent-down mortgage. Fannie Mae financing for low down payment loans (5 percent or less) has grown from $109 million in 1993 to $17 billion in 2002. We've also used technology to expand our underwriting criteria, so that we can reach underserved communities. For example, our Expanded Approval products make it possible for people with blemished credit to obtain a conforming mortgage loan."*[1054]

Bush schlug im darauffolgenden Jahr in dieselbe Kerbe. Anlässlich der Unterzeichnung des Gesetzes mit dem bezeichnenden Namen „American Dream Downpayment Act" im Jahr 2003, der die Finanzierung von Eigenheimen für Niedrigverdiener erleichtern sollte, erklärte Bush: „It is in our national interest that more people own their own home. After all, if you own your own home, you have a vital stake in the future of our country."[1055] Inwiefern es dem nationalen Interesse entsprach, Leute, die nicht über die finanziellen Mittel verfügten, durch anfänglich künstlich niedrige Konditionen zum Kauf eines Eigenheims zu locken, ist natürlich fragwürdig. Fünf Jahre später sollten sich viele der Menschen, die dem amerikanischen Traum durch ein Eigenheim anscheinend so nahe gekommen waren, mit Schulden, die den Wert des Hauses teilweise weit überstiegen, und der Zwangsvollstreckung ihres Hauses konfrontiert sehen. Noch 2011, vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007, überstiegen die Hypothekenschulden den Wert des Hauses jedes vierten Hypothekarschuldners in den Vereinigten Staaten.[1056]

Dass die möglichen negativen Auswirkungen der Programme zur Förderung des Bevölkerungsanteils mit Eigenheimen ignoriert worden waren, bestätigen Morgenson & Rosner (2011). Nach diesen antwortete Barney Frank, ein demokratischer Kongressabgeordneter und eifriger Unterstützter von *Fannie Mae*, nach einer Rede 2005 auf die Frage, ob er die möglichen Nachteile der aggressiven Eigenheimpolitik erwäge und die Möglichkeit in Betracht ziehe, dass die einfache Kreditvergabe seine Wähler in Immobilien locken könnte, die sie sich nicht leisten konnten, mit der Aussage: „We'll deal with that problem if it happens."[1057]

Bis 2003 waren *Fannie Mae* und *Freddie Mac* zum zweit- und drittgrößten Unternehmen der Vereinigten Staaten angewachsen.[1058]

[1054] Raines (2002) – Aussage vor dem Kongress am 25. September 2002, S. 9-10.
[1055] Bush (2003) – American Dream Downpayment Act.
[1056] Zandi (2011) – To Shore Up the Recovery, Help Housing, S. 3.
[1057] Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment, S. 7.
[1058] White (2004) – Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing Finance, S. 15.

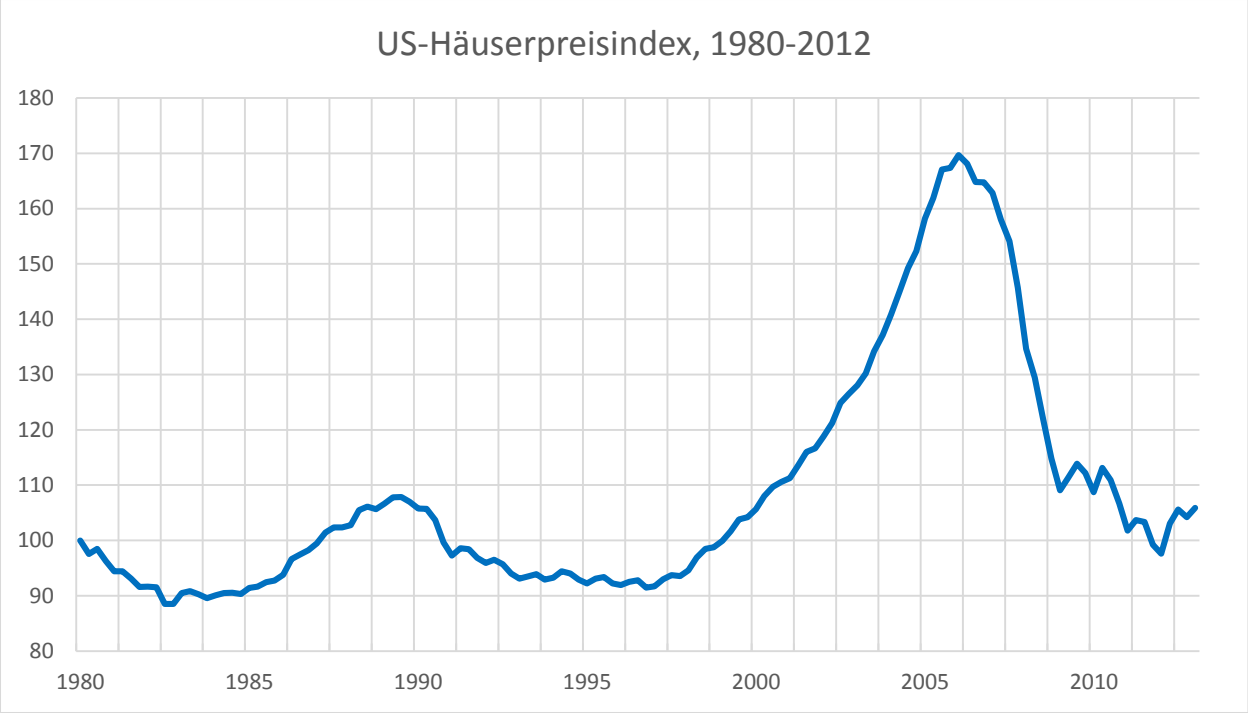
2004 hatte Bush die „Zero Down Payment Initiative“ eingeführt, bei welcher die erforderliche Anzahlung von 3% für Eigenheimkäufer mit FHA-versicherten Hypotheken unter bestimmten Umständen auf Null reduziert werden konnte.[1059]

Etwa zeitgleich dazu hatten *Fannie Mae* und *Freddie Mac* Marktanteile an private Konkurrenzunternehmen verloren (siehe hierzu *Abbildung 20*), das von ihnen emittierte Volumen war jedoch nach wie vor signifikant hoch. Nach Duhigg (2008) setzte der Kongress den seit Dezember 2004 amtierenden *Fannie*-CEO Daniel Mudd unter Druck, den Ankauf von Hpyothekendarlehen an Niedrigverdiener zu erhöhen. Hypothekengeber wiederum drohten *Fannie Mae*, Kredite direkt an die Wall Street zu verkaufen, wenn *Fannie* den Anteil der riskanteren Kredite nicht erhöhte. Wider zahlreichen Warnungen von *Fannie-Mae*-Managern, dass zu viele qualitativ schlechte Kredite angehäuft worden waren, deren Wahrscheinlichkeit auf Rückzahlung niedrig war, kam Mudd den Forderungen des Kongresses und den Drohungen der Hypothekenverkäufer nach und preschte in immer riskantere Märkte vor.[1060] Neben der Zielsetzung, Marktanteile wiederzugewinnen, war der Kauf riskanter Hypotheken davon geleitet, Analystenerwartungen zu treffen sowie Managementboni zu sichern.[1061] Schon zuvor hatte der im Dezember 2004 zurückgetretene *Fannie-Mae*-CEO Raines erklärt: „We have to push products and opportunities to people who have lesser credit quality.“[1062] Auch *Freddie Macs* CEO, Richard Syron, sah im „Subprime“-Sektor den Markt der Zukunft und kündigte eine Ausweitung des „conventional market to low-income families“ durch „adjusting our approach to credit“ an.[1063]
2005 erhöhte die HUD ein weiteres – und vorerst letztes – Mal die Quoten für *Fannie Maes* und *Freddie Macs* Kreditkäufe, die von Mittel- und Niedrigverdienern stammen mussten, auf 52% und 22% (weniger als Medianeinkommen bzw. als 60% des Medianeinkommens).[1064]
Die erneute Erhöhung der GSE-Quoten 2005 fiel in eine Phase, in welcher der Immobilienmarkt schon eindeutige Anzeichen einer Überhitzung aufwies. Tatsächlich kann an der Entwicklung der Häuserpreise (*Abbildung 16*) erkannt werden, dass der Immobilienmarkt seit Mitte der 1990er Jahre und insbesondere seit der Jahrtausendwende stark gestiegen war. Infolge der systematischen Förderung der Blase waren die US-Häuserpreise über ein Jahrzehnt – von Juli 1995 bis Mai 2006 – in jedem Monat gestiegen. Diese kontinuierliche Aufwertung des Preisniveaus hatte wiederum das erhöhte Risiko durch *Fannie Mae* und *Freddie Mac* und die Tatsache, dass es sich bei diesen um tickende Zeitbomben

[1059] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 41.
[1060] Duhigg (2008) – Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point.
[1061] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, Preface, S. *xxvi*.
[1062] Franklin Raines zitiert nach Morse (2004) – Looking for New Customers.
[1063] Robert Syron zitiert nach Morse (2004) – Looking for New Customers.
[1064] Roberts (2008) – How Government Stoked the Mania.

handelte, verdeckt.[1065]

Abbildung 16: US-Häuserpreisindex, 1980-2012



Daten: Robert Shiller Data (http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)

Zwischen 2005 und 2008 stiegen die hochriskanten Kredite, die von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* verbrieft wurden, dramatisch an. In diesem Zeitraum kauften oder garantierten die GSEs riskante Kredite im Wert von $270 Milliarden – mehr als drei Mal so viel wie in den Jahren seit ihres Bestehens insgesamt.[1066] Dieser Vorstoß in riskante Hypotheken war außerdem nur unzureichend mit Eigenkapital gedeckt. Ende 2007 betrug die Leverage-Ratio von *Fannie* und *Freddie* 75:1, das heißt, *Fannie* und *Freddie* verfügten über eine Eigenkapitalquote von 1,3%.[1067] Dieser hohe Verschuldungsgrad ist auf die äußerst gering angesetzten Eigenkapitalvorschriften zurückzuführen, die es den GSEs erlaubten, lediglich 2,5% Eigenkapital auf in den Büchern gehaltene Kredite und nur 0,45% auf Off-Balance-Sheet-Werte, d.h. auf garantierte MBSs, zurückzulegen.[1068] Selbst die systemwichtigsten und deshalb am niedrigsten kapitalisierten Banken verfügten 2007 mit einer durchschnittlichen Leverage-Ratio von 35[1069] über eine mehr als doppelt so hohe Eigenkapitalquote als die beiden GSEs.

[1065] Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 27.
[1066] Duhigg (2008) – Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point; Barr & Sperling (2008) – Poor Homeowners, Good Loans.
[1067] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, Preface, S. *xx*.
[1068] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 40.
[1069] Slovik (2012) – Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges, S. 11.

Die letzte Phase des Booms – der Zeitraum von 2000 bis 2007 wurde von einem weiteren Faktor unterstützt, der in die staatliche Sphäre fällt – die lockere Geldpolitik der Federal Reserve, die den Immobilienboom maßgeblich verstärkte.

7.3.3 GELDPOLITIK

There is room for the Fed to create a bubble in housing prices,
if necessary, to sustain American hedonism.
And I think the Fed has the will to do so […].[1070]
Paul McCulley, PIMPCO 2001

The Fed's ability to manage the economy mainly comes from its ability
to create booms and busts in the housing market.[1071]
Paul Krugman, 2005

Die US-amerikanische Immobilienpolitik und deren Auswirkungen auf die Immobilienpreise wurden nach Meinung vieler maßgeblich durch die laxe Geldpolitik der Federal Reserve verstärkt. Vielfach wird die lockere Geldpolitik der Federal Reserve zu Anfang des Jahrtausends als ein Faktor ausgemacht, der die Immobilienblase nachhaltig förderte.[1072] Taylor (2009) sieht in der expansiven Geldpolitik der FED gar einen der ursächlichen Gründe für die Weltfinanzkrise. [1073] Paul McCulley, ein Ökonom beim weltgrößten Anleihenhändler *Pacific Investment Management Company* (*PIMCO*), hatte schon 2001 vorausgesagt, dass die Federal Reserve die dot.com-Blase durch eine Immobilienblase ersetzen würde, um den Konsum US-amerikanischer Haushalte zu gewährleisten.[1074] Die Geldpolitik Greenspans in den frühen 2000er Jahren wird oft als Fortsetzung einer seit seinem Antritt des FED-Vorsitzes im Jahr 1987 beobachtbaren Tendenz gesehen, auf das Platzen von Aktienmarktblasen mit einer verfehlten Politik des billigen Geldes zu reagieren. Die Niedrigzinspolitik der 2000er Jahre wird hier mit dem Platzen der dot.com-Blase und der daraus resultierenden Angst vor einer deflationären Entwicklung in

[1070] McCulleys Kommentar auf der *PIMPCO*-Website ist nicht mehr abrufbar, wird aber zitiert in Krugman (2005) – Running Out of Bubbles.
[1071] Krugman (2005) – Running Out of Bubbles.
[1072] Vgl. Fisher (2006) – Confessions of a Data Dependent; Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S. 9-10; Shiller (2008) – The Subprime Solution, S. 48-51; Pinto (2010) – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis, S. 144. Vgl. außerdem Meltzer (2009) – A History of the Federal Reserve 1970-1986.
[1073] Taylor (2009) – Getting Off Track.
[1074] Krugman (2005) – Running Out of Bubbles.

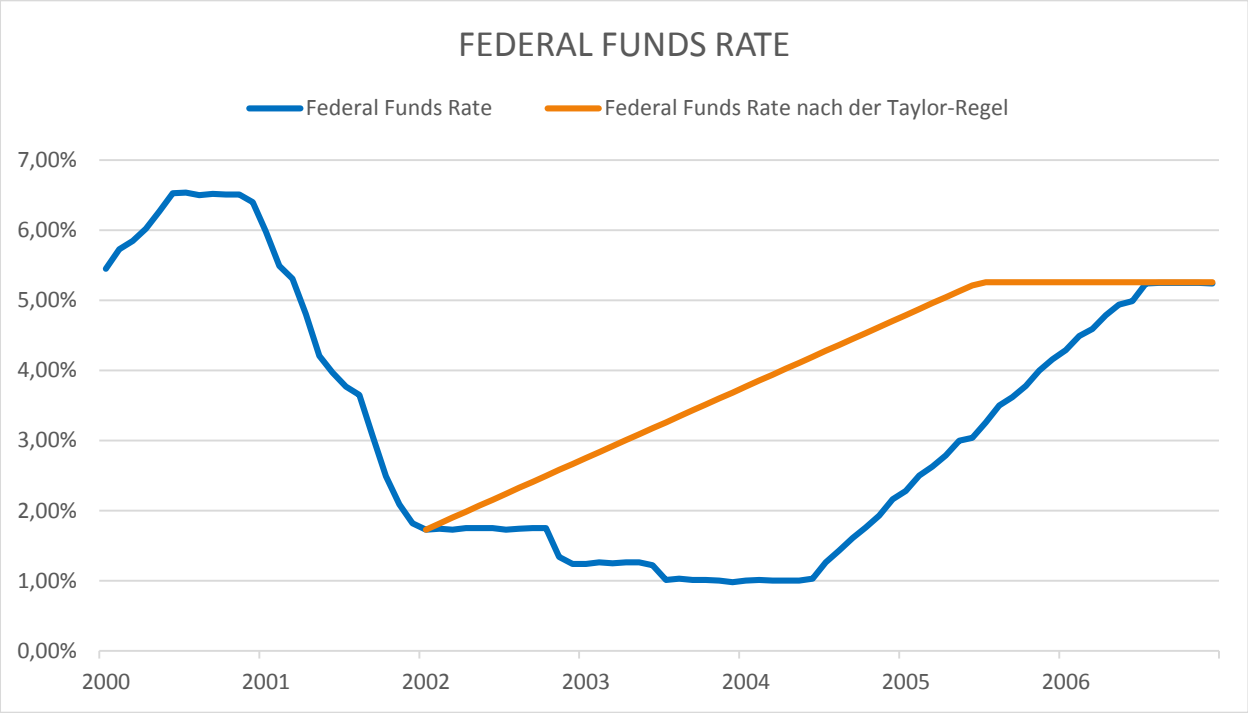
Zusammenhang gebracht.[1075] Während und nach dem Platzen dieser Blase war so der US-Leitzinssatz (Federal Funds Rate) seit Ende 2001 bis Anfang 2004 in mehreren Schritten sukzessive reduziert worden. Das aggressive Senken des Leitzinssatzes durch die Federal Reserve war unter Greenspans FED-Vorsitz schon im Anschluss an den Aktienmarktcrash 1987, 1992 während der Immobilienkrise und 1997-1998 während der Asien- und *LTCM*-Krise zu beobachten gewesen. Das energische Eingreifen der Federal Reserve bestärkte viele Marktteilnehmer in der Vermutung, dass die Federal Reserve die Finanzmärkte vor dramatischen Rückschlägen schützen würde.[1076] Bereits 1998 war in diesem Zusammenhang im Rahmen der *LTCM*-Rettung für die außergewöhnlichen Maßnahmen der Federal Reserve zur Stützung der Aktienmärkte die Bezeichnung „Greenspan Put" aufgekommen.[1077] Buiter (2008), ehemaliges Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England, schreibt in diesem Zusammenhang:

> *"[I]t seems pretty evident to me, that the Fed under both Greenspan and Bernanke has cut rates more vigorously in response to sharp falls in stock prices than can be rationalised with the causal effects of stock prices on household spending and on private investment, or with the predictive content of unexpected changes in stock prices. Both the 1998 LTCM and the January 21/22, 2008 episodes suggest that the Fed has been co-opted by Wall Street - that the Fed has effectively internalised the objectives, concerns, world view and fears of the financial community. This socialisation into a partial and often distorted perception of reality is unhealthy and dangerous."*[1078]

Anfang 2004 stand die Federal Funds Rate deshalb auf dem historischen Tiefstand von einem Prozent. Bis Ende 2005 war die Federal Funds Rate signifikant niedriger gewesen, als dies die Regeln, nach welchen seit den frühen 1980er Jahren von der Federal Reserve Zinsentscheidungen gefällt worden waren, nahegelegt hätten. 1993 hatte John B. Taylor die den Zinsentscheidungen zugrundeliegenden Gesetzmäßigkeiten empirisch herausgearbeitet, die in weiterer Folge als Taylor-Regel Bekanntheit erlangten.[1079] Ein Vergleich der aktuellen Leitzinsentscheidungen der Federal Reserve und der Leitzinsen, die die Taylor-Regel nahegelegt hätten, zeigt einen signifikanten Unterschied. Seit Anfang 2002 war die Federal Funds Rate in mehreren Schritten sukzessiv reduziert worden, während sie nach der Taylor-Regel hätte steigen sollen. Anfang 2004, als die Federal Reserve langsam damit begonnen hatte, den Leitzins zu erhöhen, war die Federal Funds Rate bei einem Prozent gestanden, während die Taylor-Regel einen Zinssatz von vier Prozent nahegelegt hätte (siehe *Abbildung 17*).

[1075] Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S.10.
[1076] Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis, S. 12; Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises, S. 105-106.
[1077] Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises, S. 105, Fußnote 39.
[1078] Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises, 105-106.
[1079] Taylor (2009) – Getting Off Track, S. 2.

Abbildung 17: Federal Funds Rate, 2000-2007



Daten: *John B. Taylor – Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis. Hoover Institution Press, Stanford 2009; Federal Reserve Economic Data (FRED) – Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS).*

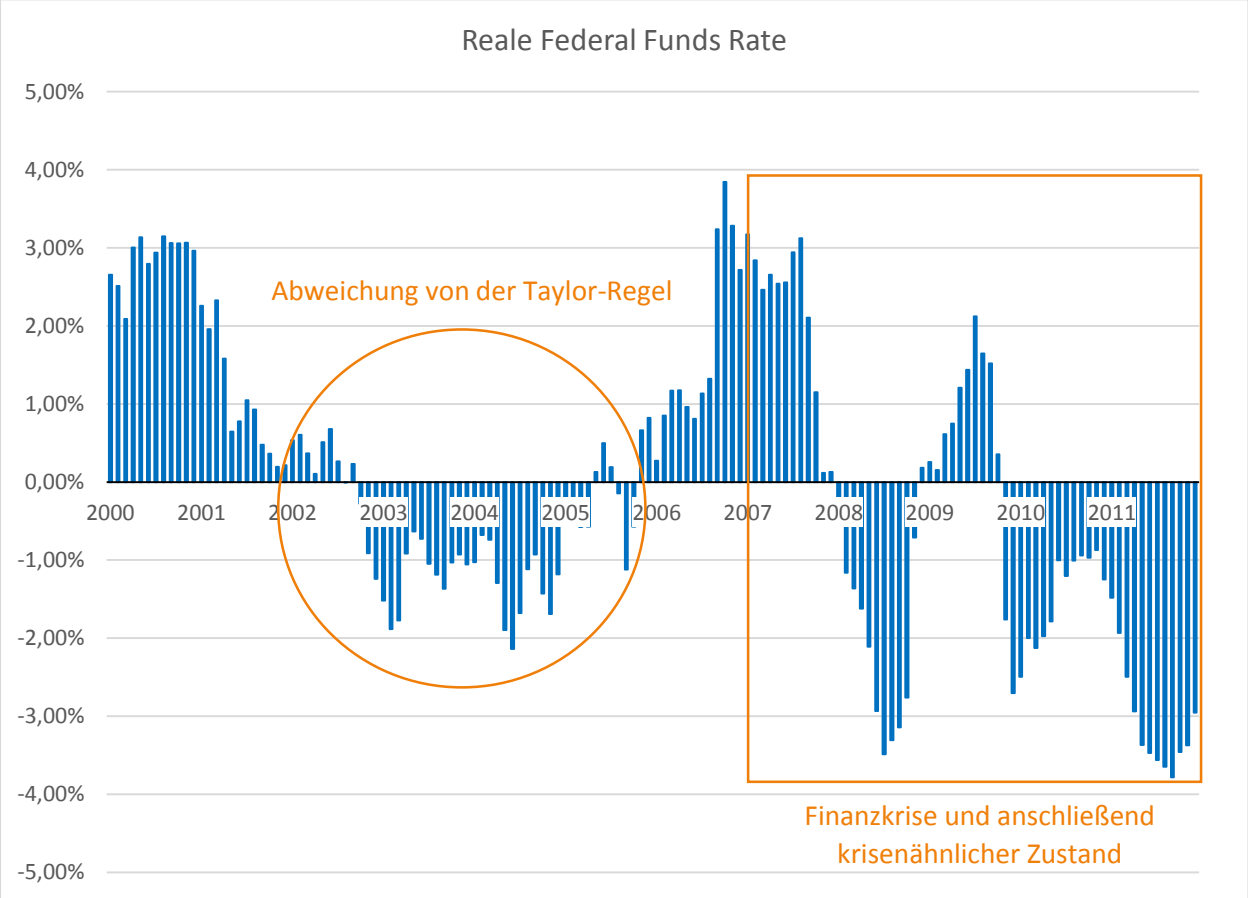
Das niedrige Leitzinsniveau wird von vielen als Grund für die steigende Nachfrage nach vermeintlich sicheren Alternativen zu niedrigverzinsten Staatsanleihen in den frühen 2000er Jahren gesehen. Im Zeitraum von 2002 bis 2006, als die Federal Funds Rate von der Taylor-Regel abwich, wies diese in 34 Monaten einen negativen realen Zinssatz auf. Auch kurzlaufende US-Schatzwechsel (Treasury-Bills) rentierten in diesem Zeitraum real negativ. Das negative Zinsumfeld ließ alternative Anlageformen mit einem auf den ersten Blick gleichartig niedrigen Risiko in ihrer Attraktivität aufwerten. Vor allem sind in diesem Zusammenhang forderungsbesicherte Wertpapiere zu nennen, die oft über ein gleichwertiges Rating – AAA – wie US-Staatsanleihen verfügten, aber eine attraktivere Rendite aufwiesen.[1080] Darüber hinaus übte das niedrige Zinsniveau für Konsumenten einen hohen Anreiz aus, Hypothekenkredite aufzunehmen. Auch waren die niedrigen Hypothekenzinsen vielfach ausschlaggebend für die Refinanzierung bestehender Hypotheken. Die Tatsache, dass zwischen 1998 und 2007 rund die Hälfte aller zur Refinanzierung aufgenommenen Hypotheken die erforderliche Summe um mindestens 5% überstieg, lässt wiederum die Schlussfolgerung zu, dass viele US-Haushalte ihren Konsum durch neue

[1080] Siehe für einen Überblick über den Renditeaufschlag von Mortgage-Backed Securities in den Jahren 2006 und 2007 Ashcraft & Schuermann (2008) – Understanding the Securitization of Subprime Mortgages, S. 28.

Hypothekenkredite finanzierten.[1081] Dieselben Schlussfolgen lassen Aussagen von Greenspan zu, der die Verwendung von Eigenheimen als Quasi-Bankomaten begrüßte, indem er die Tatsache ignorierte, dass deren Preissteigerung auf tönernen Füßen stand:

> *„Moreover, attractive mortgage rates have bolstered the sales of existing homes and the extraction of capital gains embedded in home equity that those sales engender. Low rates have also encouraged households to take on larger mortgages when refinancing their homes. Drawing on home equity in this manner is a significant source of funding for consumption and home modernization."*[1082]

Abbildung 18: Reale Federal Funds Rate, 2000-2011 (Federal Funds Rate abzgl. CPI in %)

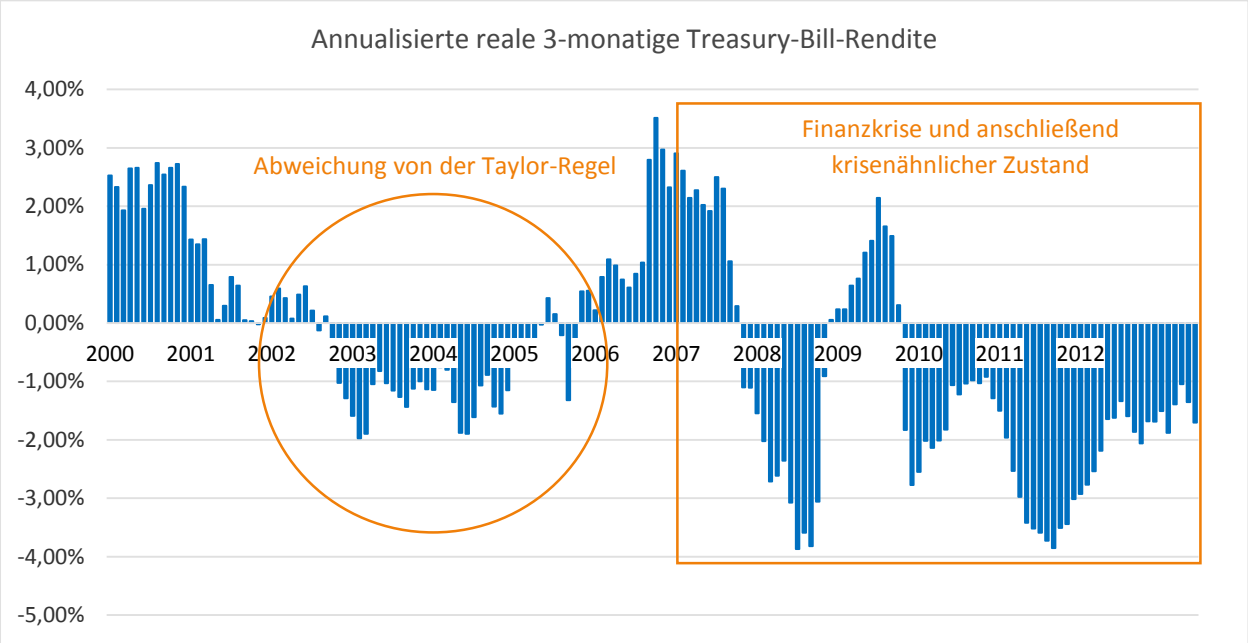


Daten: Federal Reserve Economic Data (FRED) – Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS) und Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items (CPIAUCSL)

CPI: *Der Consumer Price Index (CPI) gibt die Änderung des Preisniveaus für einen Warenkorb aus Konsumgütern und Dienstleistungen an und spiegelt somit die veränderte Kaufkraft (Inflationsrate) wider. Wird ein nominaler Zinssatz – etwa die Federal Funds Rate – um den CPI bereinigt, so ergibt sich der reale Zinssatz, d.h. jene Wertsteigerung, die nach Bereinigung um die veränderte Kaufkraft übrigbleibt.*

[1081] Badek (2010) – Ursachen der Immobilienkrise in den USA, S. 31.
[1082] Alan Greenspan zitiert nach Fleckenstein & Sheehan (2008) – Greenspan's Bubbles, S. 128.

Abbildung 19: Reale 3-monatige Treasury-Bill-Rendite, 2000-2012 (T-Bill-Rendite abzgl. CPI, ann., in %)

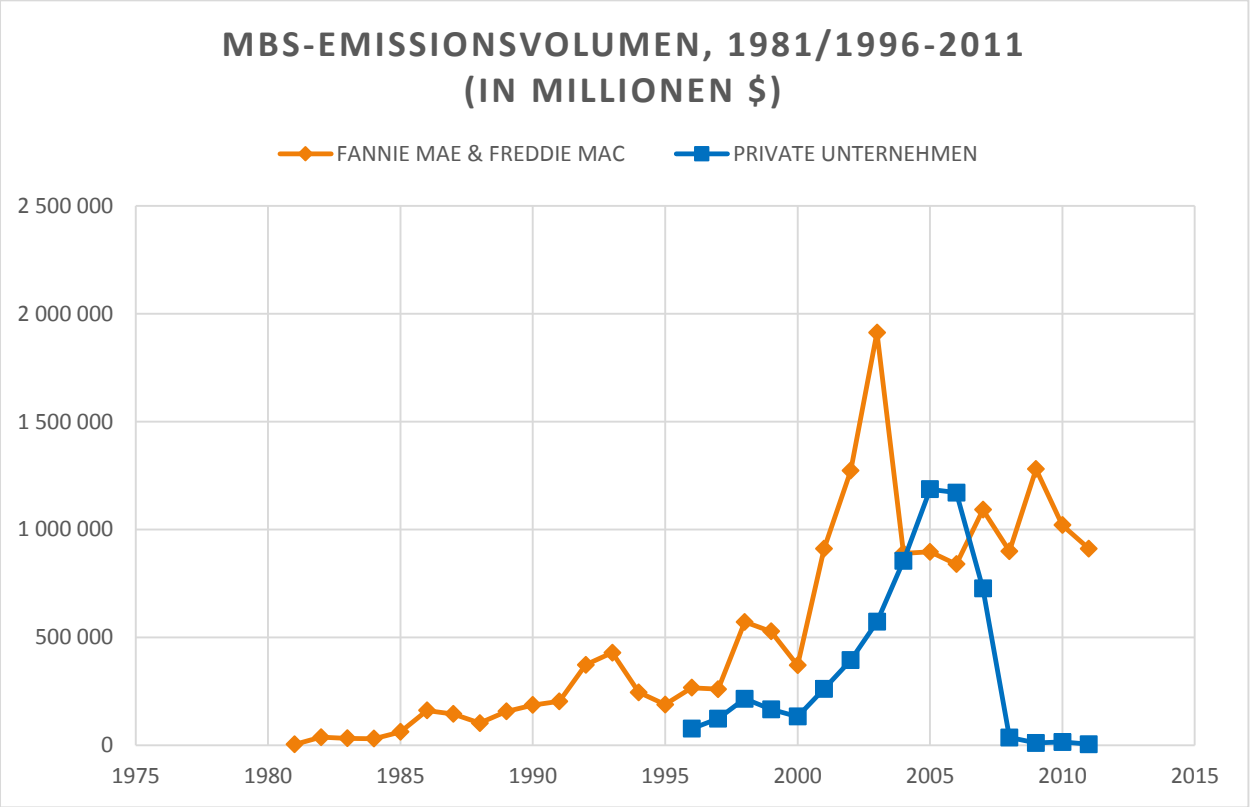


Daten: Federal Reserve Economic Data (FRED) – 3-Month Treasury Bill: Secondary Market Rate (TB3MS) und Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items (CPIAUCSL)

7.3.3.1 VON ORIGINATE-TO-HOLD ZU ORIGINATE-TO-DISTRIBUTE

In die Phase der Niedrigzinspolitik durch die Federal Reserve fällt das zunehmende Aufkommen der Verbriefung (securitisation) bzw. der forderungsbesicherten Wertpapiere. Sowohl das explosionsartige Wachstum des **Mortgage-Backed-Securities**-Emissionsvolumen als auch von **Collateralised Debt Obligations** fällt in die 2000er Jahre (siehe hierzu *Abbildung 20* für MBS-Emissionen und *Abbildung 21* für CDO-Emission). Wie an obiger Stelle beschrieben, ermöglicht es die Verbriefung in Mortgage-Backed Securities infolge des Diversifizierungseffekts, für diese ein besseres Rating zu erhalten als die individuellen zugrundeliegenden Wertpapiere aufweisen. *Abbildung 20* zeigt das rapide Wachstum des MBS-Emissionsvolumens, insbesondere seit der Jahrtausendwende.

Abbildung 20: Emission von Asset-Backed Securities der GSEs und privater Unternehmen, 1985-2009

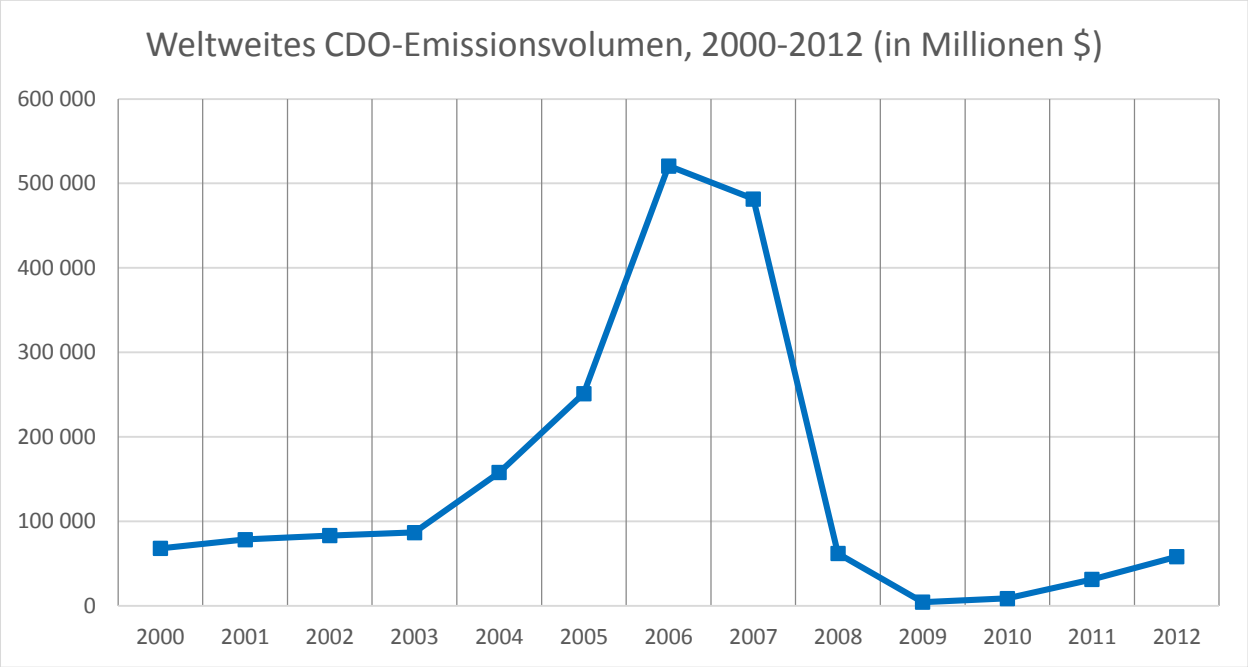


Daten: SIFMA (http://www.sifma.org/research/statistics.aspx)

Die Verbriefung zu Collateralised Debt Obligations (CDOs) erlaubte eine weitere Verbesserung des Ratings durch deren besondere Konstruktion. In der folgenden Beschreibung von CDOs werden für die zugrundeliegenden Vermögenswerte MBSs herangezogen, CDOs sind jedoch nicht auf diese begrenzt, sondern können aus beliebigen festverzinslichen Wertpapieren konstruiert werden. Zur Konstruktion von CDOs wird – wie bei MBSs – ein Pool von Vermögenswerten verwendet, in unserem Fall verschiedene MBSs. Diese werden an eine Zweckgesellschaft verkauft, die diese verbrieft. Somit handelt es sich wie bei MBSs um forderungsbesicherte Wertpapiere. Anders als bei gewöhnlichen MBSs, bei welchen Investoren ein Pro-rata-Anteil an den Cashflows zukommt, werden bei CDOs unterschiedliche Tranchen mit unterschiedlichem Risikograd gebildet, weswegen auch der Begriff „Multiclass MBS“ Verwendung findet. Diese Tranchen werden mit abnehmender Sicherheit oft als Senior-, Mezzanine- und Equity-Tranche bezeichnet. Der unterschiedliche Risikograd kommt dadurch zustande, dass die Senior-Tranche als erste und somit vorranging zur Mezzanine- und Equity-Tranche bedient wird. Erst wenn die Senior-Tranche vollständig bedient wurde, fließen Cashflows in die nachrangigen Tranchen. Anders aufgerollt ergibt sich daraus, dass bei Zahlungsausfällen die unterste Equity-Tranche alle anfallenden Verluste auffängt, bis diese wertlos ist. Weitere Verluste gehen dann an die Mezzanine-Tranche, und erst wenn diese wertlos ist, wandern Verluste zur obersten Senior-

Tranche. Um für das höhere Risiko zu kompensieren, steigt die Verzinsung mit abnehmender Tranche. Diese Konstruktion macht die oberen Tranchen und insbesondere die Senior-Tranche sehr sicher. Tatsächlich erlaubte es die Verbriefung zu CDOs vor 2007 oft, aus sehr riskanten – aus Alt-A- oder Subprime-Hypotheken bestehenden – MBSs eine große Anzahl an erstklassig bewerteten oberen Tranchen zu kreieren.

Abbildung 21: Weltweites CDO-Emissionsvolumen, 2000-2012



Daten: SIFMA (http://www.sifma.org/research/statistics.aspx)

Ebenso wie bei der Verbriefung zu MBSs wurden auch CDOs in der Regel so gestaltet, dass das gewünschte Rating knapp erreicht wurde („rating at the edge"), was strukturierte Produkte mit einem Ratingvorteil gegenüber Unternehmens- und Staatsanleihen ausgestattet hatte. Im Niedrigzinsumfeld der frühen 2000er Jahre wurden deshalb forderungsbesicherte Wertpapiere mit einer auf den ersten Blick attraktiveren Verzinsung als Unternehmens- oder Staatsanleihen von Investoren auf der Jagd nach Rendite als vorteilhaft wahrgenommen.[1083]

Infolge der Möglichkeit, aus einem Pool riskanter Wertpapiere AAA-bewertete Papiere und Tranchen zu kreieren, wurde der Markt der zugrundeliegenden Wertpapiere auf Investoren ausgeweitet, denen die jeweiligen Anlageklassen zuvor nicht offen gestanden waren. Der Kauf von Immobilienkrediten war beispielsweise für viele Geldmarkt- und Pensionsfonds, die nur AAA-bewertete Vermögenswerte halten

[1083] Vgl. Brunnermeier (2008) – Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, S. 81. Für eine ausführlichere Diskussion der Ratingagenturen an der Weltfinanzkrise siehe das nächste Kapitel.

dürfen, oft nicht möglich gewesen. Forderungsbesicherte Wertpapiere mit Triple-A-Ratings öffneten diesen Markt demnach für neue Investorenklassen und erweiterten hierduch deren Absatzmarkt.[1084] Insgesamt kann davon ausgegangen werden, dass die Möglichkeit der Verbriefung bis 2007 signifikant zur Ausweitung des Volumens an Immobilienkrediten beigetragen hat.[1085]

Der Verbriefung liegt jedoch grundsätzlich die Gefahr zugrunde, dass sie die Notwendigkeit und den Anreiz zur sorgfältigen Überprüfung der Bonität der Kreditnehmer durch die Kreditgeber verringert. Kreditgeber sahen sich durch die Möglichkeit des Weiterverkaufs der vergebenen Kredite lediglich mit einem „Pipeline-Risiko" konfrontiert, das nur so lange bestehen würde, wie der Verkauf der Kredite dauern würde. Dies erschien die Notwendigkeit einer sorgfältigen Überprüfung der Kreditnehmer auszuschalten und führte zu einer dramatischen Verringerung der Kreditqualität und damit einhergehend zu einer Erhöhung des Risikos. Keys, Mukherjee, Seru & Vig (2010) und Purnanandam (2010) belegen empirisch, dass die Zunahme der Verbriefung vor der Weltfinanzkrise zu einer Abnahme der Kreditqualität führte.[1086]

In der Tat liefert die Verbriefung die Antwort auf die Frage, wie durch die Vergabe an Hypothekarnehmer, die sich ihren Kredit nicht leisten können würden, Profite erzielt werden konnten. Die Verbriefung hatte die Möglichkeit der „Greater Fool"-Spekulation extrem ausgeweitet, indem Gewinne durch die Vergabe von faulen Krediten erzielt werden konnten, solange man einen „dümmeren" Investor finden konnte, der diese abnahm. Die zunehmende Bedeutung der Verbriefung erklärt somit den steigenden Anteil an qualitativ schlechteren Krediten. Insbesondere seit den 2000er Jahren wurden so immer mehr riskantere Hypotheken vergeben, die sogenannte „Subprime"- und „Alt-A"-Kredite umfassten. „Subprime" und Alt-A" stellen keine offiziellen Bezeichnungen dar und weisen deshalb keine allgemein gültige Definition auf. Generell sind „Subprime"-Kredite mit einem sehr hohen Risiko behaftet, während „Alt-A"-Hypotheken qualitativ zwischen „Subprime"- und den relativ sicheren „Prime"-Hypotheken liegen. Grundsätzlich sind gefährliche Hypothekenkredite durch einen zunehmenden „Loan-to-Value"-Wert (LTV)[1087] und somit eine niedrigere Anzahlungshöhe sowie eine niedere oder schlechte bzw. nicht dokumentierte Bonität des Kreditnehmers gekennzeichnet.[1088] Sogenannte No/Low Doc Loans richteten sich in der Regel an Personen, die sich für herkömmliche

[1084] Brunnermeier (2008) – Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008, S. 80.
[1085] Vgl. Coval, Jurek & Stafford (2009) – The Economics of Structured Finance; Pozsar, Adrian, Ashcraft & Boesky (2012) – Shadow Banking.
[1086] Keys, Mukherjee, Seru & Vig (2010) – Did Securitization Lead to Lax Screening; Purnanandam (2011) – Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis.
[1087] Der LTV-Wert gibt das Verhältnis der Kredithöhe zum Wert der Immobilie an. Beim Kauf einer Immobilie im Wert von $250.000 mit einem Hypothekenkredit in Höhe von $200.000 wird demnach ein Fünftel durch Eigenmittel des Immobilienkäufers beigesteuert, und vier Fünftel werden fremdfinanziert. Somit ergibt sich ein LTV von 80%. Grundsätzlich steigt das Risiko einer Hypothek mit zunehmendem LTV-Wert.
[1088] Vgl. Gorton (2008) – The Panic of 2007. S. 7-8.

Kredite nicht qualifizieren konnten (u.a. Immigranten ohne Bonitätsdokumentation). Infolge der hohen Unsicherheit hinsichtlich des Kreditrisikos dieser Hypothekendarlehen wiesen diese in der Regel eine hohe Zinslast auf. Die hohen Zinszahlungen trafen demnach exakt jene Leute, die sich diese nicht leisten konnten und deshalb auf No/Low-Doc-Loans zurückzugreifen hatten. Darüber hinaus wiesen Nicht-„Prime"-Kredite oft Finanzierungskonditionen auf, die eine zeitgerechte Kreditbedienung und die Rückzahlung in voller Höhe unwahrscheinlich gestalteten. Vielfach wurden Hypothekenkredite mit anfänglich niedrigen Zinszahlungen („Teaser-Rates") angeboten, deren Zinssatz sich nach ein oder zwei Jahre dramatisch erhöhte.[1089]

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass das Hypothekengeschäft bis etwa 1980 in der Regel so aussah, dass ein Hypothekenkredit vergeben wurde und dieser im Kreditportfolio der vergebenden Bank gehalten wurde (Originate-to-Hold-Modell). In den frühen 1970er Jahren wurde aber damit begonnen, vergebene Kredite zu verpacken bzw. verbriefen, um daraus ein neues Wertpapier zu kreieren. Vergebene Kredite wurden also vermehrt weiterverkauft und nicht im eigenen Portfolio zurückgehalten (Originate-to-Distribute-Modell). Wie oben bereits dargestellt emittierte *Ginnie Mae* den ersten verbrieften Hypothekenpool (MBS) im Jahre 1970, im Laufe der nächsten Jahre folgten dann *Fannie Mae* und *Freddie Mac*. Der Verbriefungsmarkt stieg aber erst rasant ab den 1980er Jahren. 1980 hatte der Hypothekenmarkt einen Wert von $958 Milliarden aufgewiesen, wovon 11% verbrieft waren. Bis 2008 war der Hypothekenmarkt auf $11,3 Billionen angewachsen, wovon nun 59% verbrieft waren.[1090] Die Möglichkeit, vergebene Hypothekenkredite weiterzuverkaufen, hatte die Qualität der vergebenen Hypotheken sukzessive verringert, da Hypothekengläubigern der Anreiz genommen wurde, sorgsam und vorausschauend Kredite zu vergeben, da von diesen angenommen wurde, man würde sie weiterverkaufen können.

Insofern das Originate-to-Distribute-Modell außerdem in Hypotheken gebundenes Kapital zur erneuten Kreditvergabe freisetzte, löste die Möglichkeit der Verbriefung von Hypotheken einen dramatischen Immobilienboom in den Vereinigten Staaten – und in anderen Ländern der Welt – aus. Von besonderer Bedeutung war in diesem Zusammenhang das anhaltend niedere Zinsniveau Anfang der 2000er Jahre, das den durch die Verbriefung in Gang gesetzten Kreditboom beschleunigte.

[1089] Diese Hypothekenkredite werden „Negative Amortisation Mortgages" genannt. Bei amortisierenden Krediten werden in gewissen Abständen (beispielsweise monatlich) Zahlungen fällig, die aus einem Zins- und einer Rückzahlungskomponente bestehen. Somit wird über die Hypothekenlaufzeit ein immer größerer Teil der Zahlungen zur Reduktion des Schuldbetrags verwendet, während die Zinslast kontinuierlich sinkt. „Negative Amortisation Mortgages" hingegen weisen oft während der ersten Jahre eine Zahlung auf, die die Zinslast nicht in vollem Umfang abdeckt, wodurch die Rückzahlungssumme steigt.

[1090] Barth (2009) – The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets, S. 23.

7.3.4 ABSCHLIESSENDE GEDANKEN

Wie anhand *Abbildung 16* zu sehen ist, fingen die Immobilienpreise in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre zeitgleich mit Clintons Aufruf zur Erhöhung der Eigenheimquote kontinuierlich zu steigen an. Der gleichzeitige Beginn des dramatischen Preisanstiegs am US-Immobilienmarkt mit den unter Clinton begonnenen Häusermarktinitiativen ist mehr als nur zufälliger Natur. Auch Yale-Professor Robert Shiller, einer der führenden Immobilienexperten, sieht einen Zusammenhang zwischen der Reduzierung der Kreditvergabestandards und dem darauffolgenden Immobilienboom. Shiller argumentiert, dass die so geschaffene Atmosphäre potenzielle Hypothekargläubiger dazu anspornte, ihre Vergabestandards zu reduzieren.[1091] Shiller sieht in der systematischen Förderung des Eigenheimbesitzes deshalb einen wichtigen Faktor in Hinblick auf die Immobilienblase:

> *„[T]he subprime housing dilemma in the United States points up problems with over-promoting homeownership. Homeownership, for all its advantages is not the ideal housing arrangement for all people in all circumstances."*[1092]

Getragen von immer mehr staatlichen Initiativen im Immobilienmarkt und dem Aufkauf und der Verbriefung von Krediten durch *Fannie Mae* und *Freddie Mac* – die weitgehend eine Eigendynamik entwickelt hatten, indem deren Risiko gezielt ausgebaut wurde, die aber letztendlich im Sinne der Regierung handelten, welche kurzsichtig und zum eigenen Vorteil eine Blase am Immobilienmarkt herbeiführen wollte, um die sich sukzessiv abschwächende Kaufkraft einer breiten Bevölkerungsschicht zu kompensieren – blähte sich die Immobilienblase bis in die 2000er Jahre zunehmend auf. Bis zur Jahrtausendwende traten *Fannie Mae* und *Freddie Mac* als wichtige und umfangreiche Käufer von Hypotheken auf und trugen so maßgeblich zur Ausweitung von Wohnbaukrediten bei.

Der öffentliche Zweck, den die GSEs zu erfüllen suggerierten, macht deren Rolle in Hinblick auf die Finanzkrise 2007-2009 kontrovers. Eine – von *Freddie Mac* in Auftrag gegebene – Studie von 2006 hatte beispielsweise berechnet, dass die Vorteile für Verbraucher infolge der GSE-Privilegien jährlich zwischen $18,8 und $23,6 Milliarden betrugen.[1093] Die Diskussion der Rolle der GSEs ist deshalb oft von Emotionen geprägt und verleitet dazu, deren öffentlichen Zweck in den Vordergrund zu stellen und somit deren Anteil an der Immobilienblase zu ignorieren. Im Juli 2008 verteidigte Krugman, verwoben

[1091] Akerlof & Shiller (2010) – Animal Spirits, S. 155.
[1092] Shiller (2008) – The Subprime Solution, S. 6.
[1093] Miller & Pearce (2006) – Net Benefits of Freddie Mac and Fannie Mae. Wallison & Ely (2000) weisen in diesem Zusammenhang jedoch darauf hin, dass die Kostenvorteile der GSEs infolge ihrer impliziten Regierungsgarantien oft nicht den Eigenheimbauern zugutekamen, sondern vielmehr in die Immobilienkosten einflossen und so Immobilienentwickler sowie Hypothekengeber begünstigten (Wallison & Ely (2000) – Nationalizing Mortgage Risk, S. 5-6). Freilich ignorieren Miller & Pearce (2006) auch die potenziellen zukünftigen Kosten für Steuerzahler – aus Sicht von 2006 –, die sich ab 2007 materialisierten und mehrere hundert Milliarden US-Dollar betrugen.

mit Kritik am Sonderstatus der GSEs, *Fannie Mae* und *Freddie Mac* mit dem Verweis, dass diese während der letzten Phase des Immobilienbooms keine dominierenden Marktteilnehmer mehr dargestellt hätten.[1094] Auch Stiglitz hatte 2002 die Gefahr einer Haftung durch den Staat infolge neuer Risiko-gewichteter Eigenkapitalerfordernisse als „effectively zero" bezeichnet.[1095] Stiglitz zählt heute jedoch zu einem eifrigen Kritiker der GSEs, deren Managementvergütung nach ihm die exzessive Aufnahme von Risiko gefördert und die Immobilienblase geschürt hätte.[1096] Auch die Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) sieht in den GSEs einen beitragenden, wenngleich nicht ursächlichen Faktor für die Finanzkrise. *Fannie Mae* und *Freddie Mac* hätten nach der FCIC an der Ausweitung der Kreditvergabe partizipiert, wären privaten Firmen jedoch eher gefolgt, als dass sie diese geführt hätten.[1097] Freilich darf hinsichtlich dieser Einschätzung der starke Interessenkonflikt des Kongresses nicht übersehen werden, der in der systematischen Instrumentalisierung der GSEs durch ebenselben zu sehen ist. Ein Schuldspruch für die GSEs käme so einem Schuldspruch für den Kongress selbst gleich. Oft wird in dieser Hinsicht argumentiert, dass die GSEs infolge ihrer Kreditvergabevorschriften vom riskantesten Hypothekensektor ausgeschlossen gewesen wären. Einerseits steht diese Behauptung im krassen Widerspruch zu den auf den vorangegangenen Seiten dargelegten Entwicklungen hinsichtlich der Kreditvergabe der GSEs, und andererseits waren die Geschäftsberichte von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* selbst über lange Zeit irreführend, insofern Subprime- und Alt-A-Hypothekenkredite – die ja weder über eine exakte noch vorgeschriebene Definition verfügen – oft nicht als solche klassifiziert worden waren.[1098] Außerdem wies beispielsweise *Fannie Mae* gekaufte forderungsbesicherte Wertpapiere von privaten Anbietern, die durch Subprime- oder Alt-A-Hypotheken besichert waren, oft nicht als solche aus.[1099] Hinsichtlich der Klassifizierung als Subprime oder Alt-A schreibt *Fannie Mae*:

> *„We have classified a mortgage loan as Alt-A if and only if the lender that delivered the loan to us classified the loan as Alt-A, based on documentation or other features. We have classified a mortgage loan as subprime if and only if the loan was originated by a lender specializing in subprime business or by a subprime division of a large lender."*[1100]

Pinto (2010), *Fannie-Mae*-CEO bis in die späten 1980er Jahre, weist darauf hin, dass Mitte des Jahres 2008 etwa 70% der riskanten Non-Traditional Mortgages (Subprime und Alt-A) entweder direkt von staatlichen Instituten gehalten wurden oder durch diese garantiert waren – mehr als 40 Prozentpunkte

[1094] Krugman (2008) – Fannie, Freddie and You.
[1095] Stiglitz, Orszag & Orszag (2002) – Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard, S. 5.
[1096] Stiglitz (2008) – Fannie's and Freddie's Free Lunch.
[1097] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, Preface, S. *xxvi*.
[1098] US District Court (2011) – SEC vs. Fannie Mae CEOs, insbes. S. 1-5.
[1099] Fannie Mae (2012) – 10-Q für das 3. Quartal 2012, S. 64.
[1100] Fannie Mae (2012) – 10-Q für das 3. Quartal 2012, S. 64.

davon waren *Fannie Mae* und *Freddie Mac* zuzurechnen.[1101] Pinto zeigt außerdem, dass der GSE-Anteil am Alt-A-Markt über den Zeitraum von 2002 bis 2007 ausgeprägt war und oft bei über 50% lag. Die GSEs hätten nach ihm erst den Markt für Alt-A-Hypotheken geschaffen: „Over much of this period the GSEs were buying bulk whole loan Alt-A packages directly from lenders and Wall Street investment bankers."[1102] Infolge der relativen Abnahme an Wichtigkeit der GSEs gegenüber privaten Unternehmen seit den frühen 2000er Jahren argumentieren viele, dass diese nicht mit der Subprime-Krise in Zusammenhang gebracht werden können. Diese Kritiker übersehen aber sowohl die tragende Rolle der GSEs seit den 1990er Jahren an der Aufweichung der Kreditvergabestandards als auch deren im 21. Jahrhundert weiterhin wichtige Rolle im riskanten Hypothekenmarkt. So erhöhte sich der Prozentsatz der Eigenheimkredite mit weniger als 5% Anzahlung – gemäß den meisten Definitionen entspricht dies der Klassifizierung „Subprime" –, die von den beiden GSEs gekauft wurden, von 5% im Jahr 2000 auf 23% im Jahr 2007.[1103] Wallison & Calomiris (2008) werteten die Geschäftsberichte von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* aus und belegten eine signifikante Ausweitung von „Subprime"- und „Alt-A"-Krediten. Zwischen 2005 und 2007 war etwa die Hälfte der von den GSEs gekauften Kredite „mortgages of questionable quality".[1104]

Fannie Mae und *Freddie Mac* hatten durch die sukzessive Aufweichung ihrer Kreditstandards einen großen Markt minderqualitativer Hypotheken geschaffen. Tatsächlich hatten die GSEs maßgeblichen Anteil am Aufkommen des Originate-to-Distribute-Prozesses, der die enorme Ausweitung von Hypotheken erst ermöglichte. Die Basel-Richtlinien hatten dazu geführt, dass GSE-garantierte MBSs im Vergleich zu anderen Vermögensklassen über extrem niedrige Eigenkapitalerfordernisse verfügten und mit einem gleich niedrigen Risiko eingestuft wurden wie Schulden öffentlicher Einrichtungen. Die niedrigen Kapitalanforderungen heizten die Nachfrage nach diesen Papieren signifikant an. Darüber hinaus machte die von den GSEs etablierte Verbriefung von Hypotheken eine große Menge an Kapital verfügbar, das unter anderen Umständen nicht für die weitere Kreditvergabe zur Verfügung gestanden hätte. Die Verbriefung von Wertpapieren hat mit Sicherheit auch positive Aspekte. Beispielsweise erlaubt es der Verbriefungsprozess, traditionell illiquide Vermögenswerte handelbar zu machen. Greeenspan (2002) sah in der Verbriefung ein Mittel zur Verteilung des Risikos, das es erlaubte, Risiko zu Marktteilnehmern zu transferieren, die dieses am besten tragen können.[1105] Tatsächlich verließ ein Großteil des den verbrieften Wertpapieren anhaftenden Risikos aber nie das Bankensystem. Zum einen übernahmen die emittierenden Banken in der Regel einen Großteil des Risikos, obgleich dieses nicht

[1101] Pinto (2010) – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis, S. 29.
[1102] Pinto (2010) – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis, S. 29.
[1103] Roberts (2010) – Gambling With Other People's Money, S. 29.
[1104] Wallison & Calomiris (2008) – The Last Trillion-Dollar Commitment, S. 6-7.
[1105] Greenspan (2002) – International Financial Risk Management.

mehr in den Bilanzen ersichtlich war. Andererseits waren die großen Banken selbst die eifrigsten Käufer ihrer eigenen Produkte. Wie Sorkin (2010) feststellt: „[T]hese institutions `ate their own cooking´—in fact, they gorged on it, buying mountains of mortgage-backed assets from one another."[1106] Tatsächlich begannen Banken und andere Finanzunternehmen um die Jahrtausendwende in zunehmendem Maße und mit abnehmender Sorgfalt, in den Hypothekenmarkt einzusteigen und Immobilienkredite zu vergeben bzw. Hypotheken für die weitere Verbriefung aufzukaufen, sodass diese um die Mitte der 2000er Jahre die Bedeutung der beiden GSEs eingeholt hatten. Insgesamt macht es den Anschein, als hätte die zunehmende Konkurrenz um Marktanteile inmitten einer euphorischen Stimmung infolge des Immobilienbooms sowohl bei privaten Unternehmen als auch den GSEs zu einem „Race to the Bottom" geführt.[1107] Hierfür sprechen die hohen Abschreibungen auf Hypotheken sowohl der GSEs als auch privater Unternehmen, die hohe Hilfskredite erforderlich machten. Die betroffenen Institute mussten in weiterer Folge oft vom Staat aufgefangen werden (Bailout). Die Kosten der Rettung der beiden GSEs wurde 2011 vom Congressional Budget Office mit $317 Milliarden beziffert.[1108] Ebenso schrieben Banken und andere Finanzinstitutionen mehrere hundert Milliarden in Zusammenhang mit Hypothekarkrediten ab. Alleine die größten 27 Banken weltweit hatten bis Mitte des Jahres 2008 $274 Milliarden an faulen Krediten abgeschrieben.[1109] Bis Ende 2008 betrug die Höhe der Abschreibungen von Finanzunternehmen in den Vereinigten Staaten $600 Milliarden.[1110] Diese mussten mit Hilfskrediten in Höhe von mehreren Billionen US-Dollar am Leben erhalten[1111] und vielfach vom Staat durch Bailouts gerettet werden.

Greenspans Einschätzung, dass durch die Verbriefung Risiko zu jenen Marktteilnehmern transferiert wurde, die dieses am ehesten tragen können, ist aber in gewisser Hinsicht zutreffend. Denn neben *Fannie Mae* und *Freddie Mac*, die über eine implizite Garantie des Staates verfügten, waren es insbesondere die Großbanken, die infolge ihres TBTF-Status und der damit einhergehenden impliziten staatlichen Garantie dieses Risiko aufzunehmen befähigt waren. Die Wall-Street-Größen traten so als eifrige Käufer der riskantesten Hypothekenprodukte auf. Pinto belegt, dass die Größe der Institute direkt mit der Anzahl der Problemkredite zusammenhing. 17,36% der Kredite der vier größten Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als einer Billion US-Dollar und 9,3% der Kredite der Banken mit einer

[1106] Sorkin (2010) – Too Big to Fail, S. 5.
[1107] Vgl. Simkovic (2013) – Competition and Crisis in Mortgage Securitization, S. 229-230.
[1108] CBO (2011) – The Budgetary Cost of Fannie Mae and Freddie Mac, S. 11.
[1109] Kollewe (2008) – Write-Downs of Largest Banks Reach $274bn.
[1110] Vyas (2011) – Accounting Write-Downs by US Financial Institutions, S. 841. Vgl. für US-amerikanische und europäische Institute Beltratti, Spear & Szabo (2010) – Write-Downs During the Subprime Financial Crisis, Table 1 und Figure 1 im Appendix.
[1111] Siehe hierzu die von Bloomberg zusammengestellte Datenbank unter http://www.bloomberg.com/data-visualization/federal-reserve-emergency-lending (18.12.13). Nach *Bloomberg* erreichte die Summe der ausstehenden Hilfskredite am 5. Dezember 2008 mit $1,2 Billionen ihren Höhepunkt. Vgl. Keoun & Kuntz (2011) – Wall Street Aristocracy Got $1.2 Trillion in Secret Loans.

Bilanzsumme zwischen 100 Milliarden und einer Billion US-Dollar stellten faule Kredite dar. Institute mit einer Bilanzsumme von unter einer Milliarde wiesen dagegen nur zwischen 2,06 und 3,09% faule Kredite auf. Der überproportionale Anteil der „Nontraditional Mortgages", die von großen Instituten gekauft wurde, belegt, dass der TBTF-Status großer Institute den Kauf riskanter Subprime-Kredite förderte.[1112]

Wie an obiger Stelle angeführt waren seit der Jahrtausendwende zunehmend riskante Immobilienkredite vergeben worden. Der Immobilienboom wurde durch zahlreiche staatliche Maßnahmen genährt, die zu einem Überschuss an Kapitalflüssen in den Immobiliensektor führten. Dieser staatliche Anreiz wiederum wurde sowohl durch private Unternehmen als auch durch die halbstaatlichen GSEs *Fannie Mae* und *Freddie Mac* geschürt. Das zunehmende Vorherrschen forderungsbesicherter Wertpapiere weist darauf hin, dass „Prime"-Hypothekennehmer um die Jahrtausendwende allmählich seltener wurden und sich die Hypothekenvergabe schwieriger gestaltete. Die zunehmende Verbriefung erst in Mortgage-Backed Securities und ab 2003 vermehrt in Collateralised Debt Obligations legt nahe, dass hierdurch der sich verschlechternden Kreditqualität begegnet werden sollte. Diese Entwicklung hin zu verbrieften Wertpapieren wurde durch die Niedrigzinspolitik der Federal Reserve gestärkt, die die Jagd nach höheren Renditen bei gleichem Risiko anheizte, die diese Wertpapiere versprachen. Das zunehmende Vertrauen in verbriefte Wertpapiere hatte zu einer weiteren Verschlechterung der Qualität der vergebenen Kredite geführt, da mit der Absicht, vergebene Kredite schnell weiterzuverkaufen, das den Darlehen anhaftende Risiko als gering angesehen wurde. Dieser Ablauf wird durch die Ausfallraten der während der letzten Phase des Booms zwischen 2005 und 2008 vergebenen Hypotheken untermauert. Simkovic (2013) zeigt, dass die Ausfallraten verschiedenster Kreditqualitäten (qualitativ hochstehende sowie Alt-A- und Subprime-Kredite) der Jahre 2005, 2006, 2007 und 2008 besonders hoch waren.[1113]

Calomiris (2007) identifiziert in Hinblick auf Finanzkrisen zwei Faktoren, die historisch eine maßgebliche Rolle spielten: „[T]he most severe financial crises typically arise when rapid growth in untested financial innovations coincided with very loose financial market conditions (that is, an abundance of the supply of credit)." [1114] Hinsichtlich Immobilienkrisen spielte nach Calomiris außerdem ein dritter Faktor eine wichtige Rolle: die staatliche Subventionierung von Risiko.[1115] Die genannten drei Faktoren waren ausnahmslos und ausgeprägt im Vorfeld der Finanzkrise 2007-2009 anzutreffen. Die lockere Geldpolitik der Federal Reserve hatte die zunehmende Verwendung neuartiger Finanzinstrumente – beispielsweise

[1112] Pinto (2010) – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis, S. 29-30.
[1113] Simkovic (2013) – Competition and Crisis in Mortgage Securitization, S. 229-230.
[1114] Calomiris (2008) – The Subprime Turmoil, S. 6.
[1115] Calomiris (2008) – The Subprime Turmoil, S. 6.

MBSs und CDOs – in Gang gesetzt, deren Risiko vielen Marktteilnehmern nicht bewusst war. Jene Marktteilnehmer hingegen, die das Risiko erahnen hätten müssen, waren aber durch das exzessive staatliche Sicherheitsnetz (TBTF, LoLR, Einlagensicherung) von den potenziellen Gefahren geschützt.

8 DEREGULIERUNG & SELBSTREGULIERUNG

8.1 EINLEITUNG

Die vorangegangen Kapitel haben die historische Entwicklung des Finanzsektors ab den 1930er Jahren umrissen und sowohl die deregulativen Entwicklungen sowie das sich ausdehnende Sicherheitsnetz im Finanzsektor thematisiert. Diese beiden – diametral entgegengesetzten – Entwicklungen hatten ein besonderes Spannungsverhältnis geschaffen, das Banken eine Subvention für Risiko gewährte. Denn indem ein immer größerer Anteil von Bankverbindlichkeiten durch den Staat versichert wurde, nahm die Möglichkeit von Banken, extremes Risiko einzugehen, signifikant zu, ohne deren Finanzierung zu gefährden. Parallel hierzu ermöglichte die Deregulierung der Investitionsbefugnisse eine extreme Ausweitung des Anlageuniversums. Diese Ausweitung der Anlagebefugnisse und der damit einhergehende gesteigerte Wettbewerb hatten gleichzeitig den Franchise-Wert [1116] von Finanzinstitutionen verringert, was das Eingehen extremen Risikos weiter förderte. Doch während ein zunehmender Wettbewerb in der Regel mit niedrigeren Profiten einhergeht, haben sich die Profite des Finanzsektors während der letzten Jahrzehnte dramatisch erhöht. Das vorliegende Kapitel untersucht die Faktoren, die zu dieser auf den ersten Blick widersprüchlichen Entwicklung führten. Die Erklärung hierfür liefert die optimale Ausnützung des staatlichen Sicherheitsnetzes in Verbindung mit den weitgehenden Anlagefreiheiten von Banken, die es ihnen ermöglichte, Wert aus den expliziten und impliziten Staatsgarantien zu extrahieren. Aus diesem Zusammenspiel resultierte einer der für die Finanzkrise 2007-2009 wichtigsten Faktoren, nämlich das Vergütungsschema von Angestellten im Finanzsektor. In dieser Hinsicht ist besonders auf den Trend von Regulatoren hin zu einem Vertrauen auf die selbstregulierenden Kräfte des Bankensektors zu verweisen, der das kritikwürdige Anreizsystem eines ausgeweiteten Risikouniversums bei fortbestehendem und sich ebenfalls ausweitendem Sicherheitsnetz noch verstärkte. Die hierdurch geschaffene Möglichkeit, staatlich subventionierte Risikostrategien zu verfolgen, wurde durch die Struktur der Managementvergütung gezielt gefördert. Dies führte zu einer systematischen Verfolgung von Risiko, das kurzfristige Gewinne maximierte, mittel- und langfristig jedoch hohe Verluste versprach, die aber externalisiert würden.

[1116] Siehe hierzu Fußnote 634.

8.2 DEREGULIERUNG

8.2.1 DIE DEREGULIERUNG DES FINANZSEKTORS UND DEREN FOLGEN

In Hinblick auf die in den vorigen Kapiteln dargestellte Entwicklung des Finanz- und insbesondere des Bankensektors, die von einer Ausweitung der Befugnisse bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung und gar Ausweitung des staatlichen Sicherheitsnetzes gekennzeichnet ist, stellt sich naturgemäß die Frage nach deren Auswirkungen. Ebenfalls in den vorangegangenen Kapiteln wurde dargelegt, dass der Finanzsektor im Zuge der New-Deal-Regulierung einer strengen Regulierung unterworfen worden war, die darauf abgezielt hatte, den Wettbewerb einerseits zwischen den einzelnen Sektoren des Finanzsektors und weitgehend auch innerhalb derselben gering zu gestalten. Die Folge dieser New-Deal-Regulierung war die Minimierung von Wettbewerb. Die Eingrenzung von Wettbewerb wurde vornehmlich durch zwei Mittel verfolgt: (1) Einerseits hatte man durch die strukturelle Trennung innerhalb des Finanzsektors spezialisierte Finanzunternehmen mit jeweils eigenen Aufgabenbereichen geschaffen. So bedienten Investmentbanken das Wertpapiergeschäft, Geschäftsbanken waren auf Firmenkunden spezialisiert, und der Sparkassensektor finanzierte Eigenheime. (2) Andererseits waren Finanzunternehmen stark in ihrer geografischen Ausbreitung eingeschränkt. Der Bank Holding Company Act von 1956 hatte es Bankholdinggesellschaften untersagt, Banken in einem anderen Bundesstaat als jenem der Holdinggesellschaft zu übernehmen oder zu gründen, außer die Gesetze des betreffenden Bundesstaates erlaubten dies explizit. Da dies jedoch keiner der US-Bundesstaaten gestattete, lief der Bank Holding Company Act auf das komplette Verbot von Bankholdinggesellschaften hinaus, die sich über bundesstaatliche Grenzen hinaus erstreckten. Darüber hinaus war vor 1970 in rund zwei Drittel der Bundesstaaten die Möglichkeit, Filialen innerhalb des Bundestaates zu errichten, teilweise stark beschränkt.[1117] Diese beiden Punkte in Kombination mit den durch „*Regulation Q*“ festgelegten Höchstzinssätzen hatten bis in die 1970er Jahre für einen äußerst geringen Wettbewerb im US-amerikanischen Finanzsystem gesorgt. Die Folge davon war ein hohes Ertragskraftpotenzial von Banken, das deren Franchise-Wert erhöhte. Dieser Franchise-Wert hatte die negativen und Risiko-fördernden Implikationen staatlichen Einlagenschutzes teilweise ausgeglichen. Dies ist unter anderem auch auf die Eintrittsbeschränkungen in den Bankensektor zurückzuführen, da Banklizenzen bis Mitte der 1960er Jahre äußerst restriktiv vergeben worden waren.[1118] Da eine Insolvenz den Verlust der Banklizenz und damit des privilegierten Status einer Bank einschloss, waren

[1117] Kane (1996) – De Jure Interstate Banking, S. 142-146; Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) – Banks With Something to Lose, S. 2.
[1118] Vgl. hierzu Peltzman (1989) – Entry in Commercial Banking;

die Kosten erhöhten Risikos ausgeprägt und glichen so den Anreiz des Eingehens exzessiven Risikos durch den staatlichen Einlagenschutz zumindest teilweise aus.[1119]

Beginnend in den 1960er, vermehrt aber seit den 1970er und insbesondere seit den 1980er Jahren wurde der privilegierte Status von Banken jedoch zunehmend abgebaut. Mitte der 1960er Jahre, als James Saxton das Amt des Comptroller of the Currency übernahm, wurden die Eintrittsbarrieren für Banken liberalisiert, was den Wert von Bankkonzessionen und somit den Franchise-Wert verringerte.[1120] Außerdem initiierte 1980 der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act das Auslaufen der festgelegten Höchstzinssätze bis zu deren vollständigen Auflösung im Jahr 1986. Von Mitte der 1970er Jahre bis Mitte der 1990er Jahre wurde darüber hinaus ein Großteil der geographischen Restriktionen aufgehoben bzw. abgeschwächt. Zwischen 1975 und 1992 lockerten zwei Drittel der Bundesstaaten die Gesetze hinsichtlich der Eröffnung von Filialen innerhalb des Bundesstaates, und 1994 ermöglichte der Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act bundesstaatliche Grenzen überspannende Filialnetze.[1121] Ebenfalls in den 1990ern begannen die Grenzen zwischen den Aktivitäten von Geschäftsbanken, Versicherern und Investmentbanken infolge zahlreicher Schlupflöcher in existenten Gesetzesbestimmungen zunehmend zu verschwimmen, bis der Gramm-Leach-Bliley Act 1999 schließlich das durch den Banking Act eingeführte Trennbanksystem de lege auflöste.[1122]

In diesem Marktumfeld gesteigerten Wettbewerbs versuchten neue Marktteilnehmer mit aggressiven Mitteln in die neuen Geschäftsfelder einzubrechen, während alte ebenso aggressiv ihre Marktanteile zu verteidigen versuchten. Die Phase der Deregulierung und der Kampf um Marktanteile zumindest seit den 1980/90er Jahren korrespondiert somit exakt mit der zweiten Phase des Minsky-Kindleberger-Modells.[1123]

Die Deregulierung des Finanzsektors, verbunden mit den staatlichen Garantien, hatte die Insolvenzkosten signifikant reduziert und förderte somit riskantes Handeln auf Seiten der Banken. Keeley (1990) weist für den Zeitraum von 1970 bis 1986 nach, dass Deregulierung, die den Wettbewerb förderte, zu einer Abnahme des Franchise-Wertes von Banken führte, infolge derer mehr Risiko eingegangen wurde,

[1119] Vgl. u.a. Gorton & Rosen (1992) – Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking; Hellmann, Murdock & Stiglitz (2002) – Franchise Value and the Dynamics of Financial Liberalization; Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) – Banks With Something to Lose; Keeley (1990) – Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking; Marcus (1990) – Deregulation and Bank Financial Policy. Vgl. außerdem Peltzman (1989) – Entry in Commercial Banking.
[1120] Siehe hierzu Keeley (1985) – The Regulation of Bank Entry; Keeley (1985) – Bank Entry and Deregulation.
[1121] Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) – Banks With Something to Lose, S. 2.
[1122] Siehe hierzu das Kapitel 6.1.3.7 (DER GRAMM-LEACH-BLILEY ACT VON 1999 UND DER FALL DES TRENNBANKENSYSTEMS).
[1123] Vgl. Kindleberger & Aliber (2000) – Manias, Panics, and Crashes, S. 26-27.

was wiederum zu einer höheren Insolvenzrate führte.[1124] Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) liefern ähnliche Forschungsergebnisse für den von Keeley (1990) beobachteten nachfolgenden Zeitraum. Banken mit hohem Franchise-Wert wiesen über den Zeitraum 1986 bis 1994 höhere Eigenkapitalquoten und weniger riskante Portfolios auf und waren somit weniger riskant.[1125]

Insofern die bis in die 1980er Jahre bestehende wettbewerbsbeschränkende Regulierung Banken konstante Renten ermöglichte, hätte die Eliminierung dieser vorteilhaften Bestimmungen durch zunehmenden Wettbewerb zu einem Rückgang der Profitabilität des Bankensektors führen müssen. Kroszner & Strahan (1999) argumentieren deshalb, dass die Steigerung des Wettbewerbs durch die Public-Interest-Theorie erklärbar sei, während die Verhinderung desselben auf die Private-Interest-Theorie zurückzuführen gewesen wäre.[1126] Andere Sektoren bzw. Industrien, die seit den 1970/80er Jahren dereguliert wurden, bestätigen diese Annahme – zumindest auf den ersten Blick. Nach Borenstein (2011) schrieb die US-Flugfahrtindustrie nach deren Deregulierung in 23 von 31 Jahren rote Zahlen und verlor im selben Zeitraum $59 Milliarden.[1127] Ähnliche Auswirkungen hatte die Liberalisierung auf den Transportsektor. Der Motor Carrier Act hatte dem Sektor 1935 durch Eintrittsbarrieren und Preisbindungen hohe Renten ermöglicht. Seit den 1970er Jahren wurde der Beförderungssektor jedoch sukzessive dereguliert. Im Anschluss daran fielen die Gehälter im Beförderungssektor von einem Aufschlag von 25% auf Renten-freies Niveau.[1128] Wie Stigler 1971 argumentiert hatte, war Regulierung in diesen Sektoren weniger auf eine Regulierung im Sinne des öffentlichen Interesses zurückzuführen, vielmehr waren durch diese Renten für die betreffenden Branchen geschaffen worden.[1129] Die Abschaffung dieser Renten durch die Liberalisierung der jeweiligen Branchen führte deshalb zur Eliminierung von mit diesen in Zusammenhang stehenden Vorteilen, was unter anderem zu andauernden Verlusten und einem Fall der Löhne auf ein wettbewerbsintensives Niveau führte.

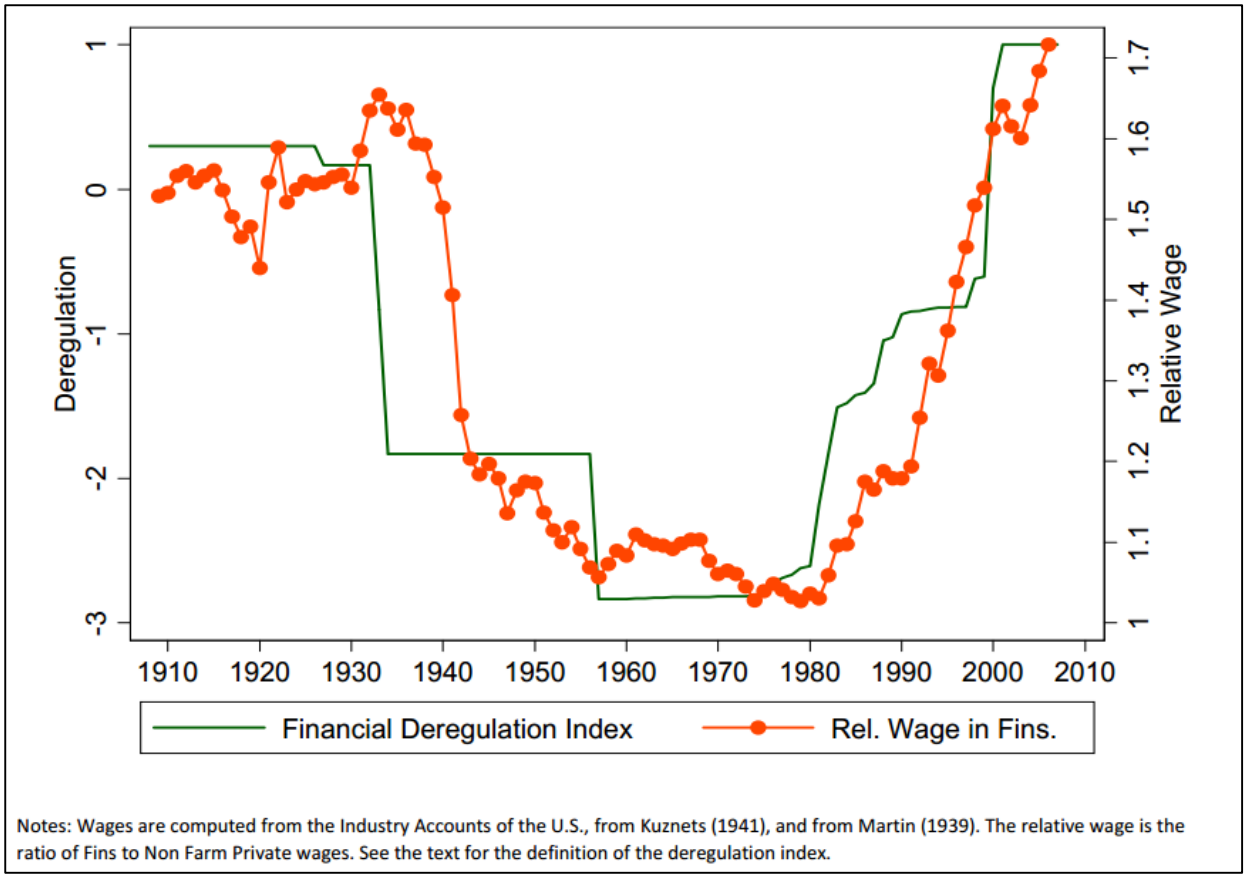
Auch die Deregulierung des Finanzsektors hatte den Wettbewerb verstärkt, doch 1997 bemerkte Volcker: „[Y]et at the same time the industry never has been so profitable.“[1130] Auf einer Konferenz 2007 fragte Crotty deshalb: „If financial market competition is so intense, why are financial firm profits so high?” In Anlehnung an Volckers Aussage nennt Crotty die hohen Profite des Finanzsektors bei gleichzeitig intensivem Wettbewerb das „Volcker Paradoxon“.

[1124] Keeley (1990) – Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking.
[1125] Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) – Banks With Something to Lose.
[1126] Kroszner & Strahan (1999) – What Drives Deregulation, S. 1437-1438.
[1127] Borenstein (2011) – Financial Losses of US Airlines.
[1128] Monaco & Brooks (2001) – Deregulation and Wages in Trucking, S. 59.
[1129] Stigler (1971) – Economic Regulation.
[1130] FDIC (1997) – Symposium Proceedings, S. 118.

Abbildung 3 und *Abbildung 4* in Kapitel 1 zeigen, dass die Profite sowie die Vergütung im Finanzsektor just zu jenem Zeitpunkt zu steigen begannen, als damit begonnen wurde, die regulativen Restriktionen der New-Deal-Ära abzubauen. Philippon & Reshef (2009) untersuchten die Faktoren, die zum signifikanten Unterschied zwischen den Gehältern im Finanzbereich und jener in anderen Sektoren führten (*Abbildung 4*). Die Autoren weisen überraschenderweise nach, dass Deregulierung, gemessen am von den Autoren entwickelten „*Financial Deregulation Index*", einen dominanten und erklärenden Faktor für den Anstieg der relativen Vergütung im Finanzsektor darstellt.[1131] Eine Untersuchung der Faktoren, die die Höhe der Vergütung erklärt, kommt darüber hinaus zum Ergebnis, dass ein Teil des „*excess relative wage*" durch die typischerweise gute Ausbildung von Angestellten im Finanzsektor gerechtfertigt ist, zwischen 30% und 50% der Querschnittsunterschiede jedoch nicht erklärt werden können und somit Renten darstellen, die durch günstige Deregulierung hervorgerufen wurden. Eine Visualisierung dieser Entwicklung kann *Abbildung 22* im Anschluss entnommen werden.

[1131] Weitere ausschlaggebende Faktoren zur Erklärung des Unterschieds zwischen der Vergütung im Finanz- und Nicht-Finanzsektor stellen das erhöhte Ausmaß an Wertpapieremissionen und der gestiegene Bedarf der Evaluierung von Kreditrisiko dar (Philippon & Reshef (2009) – Wages and Human Capital in the US Financial Industry).

Abbildung 22: Relatives Entlohnungslevel im Finanzsektor und Deregulierung, 1906-2006



Quelle: Thomas Philippon & Ariell Reshef – Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1906-2006. NBER Working Paper 14644, Jänner 2009, Appendix.

Wie ist der dramatische Unterschied der Auswirkungen von Deregulierung auf den Finanz- und Nicht-Finanzsektor zu erklären? In anderen Worten, ist die durch Kroszner & Strahan artikulierte Annahme, dass es sich bei der Deregulierung des Banken- und Finanzsektors um wohlfahrtsfördernde Deregulierung handelte, gerechtfertigt? Sind die gestiegenen Profite im Bankensektor dadurch erklärbar, dass durch die Steigerung des Wettbewerbs etwaige, durch vorige Regulierung geschaffene Ineffizienzen infolge geringen Wettbewerbs abgebaut wurden? Der Annahme einer gesteigerten Effizienz des Finanzsektors widerspricht eine Studie von Philippon (2011), die keine Effizienzsteigerung im Finanzsektor nahe legt. Im Gegenteil, Philippon findet Anzeichen dafür, dass der Finanzsektor heute weniger effizient ist als vor hundert Jahren und sich insbesondere seit Mitte der 1970er Jahre – etwa zeitgleich mit Beginn der Liberalisierung – in dieser Hinsicht zu verschlechtern begann. Dies ist umso überraschender, als der Finanzsektor als ein informationsintensiver Sektor maßgeblich von technologischem Fortschritt – der im letzten Viertel Jahrhundert atemberaubend war – hätte profitieren sollen. Nichtsdestotrotz spiegelt sich die Entwicklung der Informationstechnologie nicht in

einer Effizienzzunahme im Finanzsektor wider.[1132] Philippons Analyse legt nahe, dass die Effizienzsteigerung durch die Informationstechnologie entweder durch die hohen Kosten von Finanzkrisen ausgeglichen wurde, die infolge der ausgeprägten Risikoneigung von Banken zahlreicher wurden, oder aber die Vorteile daraus an Mitarbeiter weitergegeben wurden und deshalb nicht sichtbar sind. Da ein eindeutiger Zusammenhang zwischen der Entlohnung im Bankensektor und dem eingegangenen Risiko besteht, sind beide Erklärungen zutreffend und sollen auf den folgenden Seiten erläutert werden.

Wahrscheinlich haben Kroszner & Strahan mit der Behauptung Recht, dass das Geringhalten des Wettbewerbs seit den 1930er Jahren (und zuvor) nicht dem öffentlichen Interesse entsprach. Dies insofern, als die Einführung von Einlagensicherung, die diese Maßnahmen erforderlich gemacht hatte, selbst nicht wohlfahrtsfördernd gewesen war. Der Schluss, dass die Abschaffung dieser Regulierung des Finanzsektors deshalb dem öffentlichen Interesse entsprach, ist jedoch nicht überzeugend. Diese Sichtweise vernachlässigt nämlich den Umstand des weiterhin bestehenden staatlichen Sicherheitsnetzes, das, wie in den vorangegangenen Kapiteln ausführlich dargelegt, seit den 1930er Jahren außerdem signifikant angewachsen war. Insofern ein deregulierter Bankensektor die Möglichkeiten zum Eingehen von Risiko wesentlich erweitert hatte, Banken jedoch weitgehend von den negativen Konsequenzen dieser Risikoneigung abgeschottet waren, hat dies zu einer indirekten Risikosubvention durch den Staat geführt. Kroszner & Strahan ignorieren in diesem Zusammenhang, dass die zeitgleich mit Schaffung der FDIC eingeführten Regulierungsmaßnahmen die Gefahr der Aufnahme exzessiven Risikos verhindern und so den negativen Begleiterscheinungen von nicht korrekt gepreister Einlagensicherung begegnen sollten.

Um das „Volcker Paradoxon“ zu erklären, ist ein Exkurs sowohl in die Finanztheorie als auch in die Unterschiede von Finanz- zu Nicht-Finanzunternehmen erforderlich. Im Zentrum der Erklärung für diese Renten steht der qualitative Wandel der Managementvergütung. Chen, Steiner & Whyte (2006) belegen, dass die Managementvergütung durch Optionen im Kielwasser der Deregulierung dramatisch zugenommen hat.[1133] Diese Struktur der Managementvergütung förderte das Eingehen von exzessivem Risiko, das zunehmend auf „hidden risk“ in Form von Tail-Risk basierte.

[1132] Philippon (2011) – Has the US Finance Industry Become Less Efficient.
[1133] Chen, Steiner & Whyte (2006) – Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking.

8.3 DAS PRINCIPAL-AGENT-PROBLEM

Wie in anderen Sektoren auch, ist das Principal-Agent-Problem im Finanzsektor anzutreffen. Eine Principal-Agent-Beziehung erwächst, wenn „one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent." [1134] Das Principal-Agent-Problem ist somit auf die Trennung von Eigentum und Kontrolle (Management) in einem Unternehmen zurückzuführen.[1135] Im Zentrum dieses Problems steht die Gefahr, dass das Management einer Firma seine eigenen Interessen verfolgt, während jene der Eigentümer, im Namen welcher es zu handeln verpflichtet wäre, vernachlässigt werden.[1136] Schon 1932 hatten Berle & Means in Frage gestellt, ob Manager immer im Interesse der Eigentümer handeln und nicht anstelle dessen „prestige, power, or the gratification of professional zeal" verfolgen würden.[1137] Die Probleme, die auf die Principal-Agent-Beziehung zurückzuführen sind, sind in der Tat mannigfaltig. Jensen (1986) weist beispielsweise auf die Gefahr hin, dass Manager von Unternehmen mit hohen Cash-Flows auf Kosten der Gewinnmaximierung (für die Eigentümer) dem sogenannten „empire building" Priorität einräumen. „Empire building" schließt die Verwendung von überschüssigen Ressourcen zum Ausbau firmenfremder Geschäftsaktivitäten – beispielsweise durch Übernahmen – ein, die nicht gewinnmaximierend für die Eigentümer sind.[1138] Das „empire building" ist vornehmlich drei Beweggründen zuzuschreiben: (1) Erstens sollen hierdurch die Unternehmensprofite geglättet und somit der Arbeitsplatz des Managements gesichert werden. Dies muss als ein entscheidender Motivationsfaktor für Manager angesehen werden, da das Risiko des Verlusts der Managementposition nicht diversifizierbar ist und somit ein ausgeprägtes Risiko darstellt. (2) Zweitens sind Managementpositionen in großen Unternehmen mit mehr Prestige verbunden als die Führung kleinerer Unternehmen. (3) Drittens stellt die CEO-Vergütung einen wichtigen Faktor dar, da das Gehalt von Managern in der Regel mit der Firmengröße steigt. Der Vorstoß in neue und unverwandte

[1134] Jensen & Meckling (1976) – Theory of the Firm, S. 308.
[1135] Für den Grund sowie die Entwicklung der Trennung von Eigentum und Kontrolle, siehe Berle & Means (1932) – The Modern Corporation and Private Property. Agency-Probleme sind nicht auf die Probleme in Hinblick auf Unternehmen beschränkt, sondern treten in der Regel bei jeder Delegation von Macht auf – u.a. bei der Wahl von Politikern zur Vertretung der Interessen der Wähler.
[1136] Abgesehen vom gesetzlichen Aspekt, der Eigentümern in der Regel Priorität über das Management einräumt, schlugen Berle & Means 1932 vor, dass jene Eigentümer, welche die Kontrolle über ein Unternehmen aufgeben, das Recht verwirken, dass dieses in ihrem Interesse geführt wird:

> *„[T]he owners of passive property, by surrendering control and responsibility over the active property, have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest,—they have released the community from the obligation to protect them to the full extent implied in the doctrine of strict property rights."* (Berle & Means (1932) – The Modern Corporation and Private Property, S. 355)

[1137] Berle & Means (1932) – The Modern Corporation and Private Property, S. 122.
[1138] Jensen (1986) – Agency Costs of Free Cash Flow.

Geschäftsfelder, in welchen die betreffende Firma nur über begrenzte oder keine Erfahrung und Expertise verfügt, stellt sich jedoch grundsätzlich als nicht-optimal für die Eigentümer heraus, die mit weitaus geringeren Kosten ein spezialisiertes Unternehmen mit dem Ziel der Diversifizierung erwerben könnten. Diversifizierung innerhalb eines Unternehmens ist daher oft mit Wohlfahrtsverlusten für Eigentümer verbunden.[1139] Eine Studie von Johnson, Magee, Nagarajan & Newman (1985) – nach Shleifer & Vishny (1997) „one of the most macabre event studies ever performed"[1140] – weist nach, dass der Firmenwert insbesondere von großen, diversifizierten Firmen und Konglomeraten nach einem überraschenden Ableben der Vorstandsvorsitzenden regelmäßig signifikant ansteigt. Der Grund hierfür dürfte der sein, dass diese weitgestreuten Konglomerate infolge unnötiger Diversifizierung eine geringe Rendite für die Eigentümer abwerfen, sodass ein Wechsel des Vorstandsvorsitzenden eine Besserung verspricht.[1141]

Das grundlegende Problem, das der Delegierung von Macht entspringt, ist also ein Risiko-averses Verhalten des Managements, das nicht dem Interesse der Eigentümer entspricht. In anderen Worten verhält sich das Management einer Firma in der Regel weniger Risiko-orientiert und konservativer als dies von den Eigentümern gewünscht wird. Zur Lösung des Principal-Agent-Problems wurden verschiedene Gegenmaßnahmen vorgeschlagen. Jensen (1986) beispielsweise sieht eine Erhöhung des Verschuldungsgrades eines Unternehmens als geeignetes Mittel an, die Anreize von Managern mit jenen der Eigentümer zu vereinen. Nach Jensen stellt Fremdkapital eine Disziplinierungsmaßnahme für das Management dar, indem der zur Verfügung stehende Cash-Flow reduziert und durch die Notwendigkeit der Bedienung von Verbindlichkeiten Druck auf das Management ausgeübt wird, effizient zu wirtschaften.[1142] Eine weitere Option, die Kosten der Delegierung der Kontrolle über eine Firma an das Management zu reduzieren, besteht darin, die Interessen des Managements an jene der Eigentümer anzugleichen. Dies wird in der Regel durch die Vergabe von Aktienpaketen und/oder Aktienoptionen als Teil der Managementvergütung zu erreichen versucht. Dieses „skin in the game" soll sicherstellen, dass dem Management nur dann Bonuszahlungen zukommen, wenn dieses den Firmenwert erhöht und somit Wert für die Eigentümer schafft.[1143]

[1139] Siehe hierzu u.a. Berger & Ofek (1995) – Diversification's Effect on Firm Value; Lamont & Polk (2002) – Does Diversification Destroy Value.
[1140] Shleifer & Vishny (1997) – A Survey of Corporate Finance, S. 747.
[1141] Shleifer & Vishny (1997) – A Survey of Corporate Finance, S. 747; Johnson, Magee, Nagarajan & Newman (1985) – Sudden Executive Deaths.
[1142] Jensen (1986) – Agency Costs of Free Cash Flow.
[1143] Jensen & Meckling (1976) – Theory of the Firm.

8.3.1 UNTERSCHIEDE ZWISCHEN DEM FINANZ- UND NICHT-FINANZSEKTOR

Der Nutzen dieser Verlinkung von Managementgehältern und Performance ist für die meisten Unternehmen sinnvoll, im Finanzsektor jedoch mit schwerwiegenden Problemen verbunden. In diesem Zusammenhang sind zwei grundlegende Unterschiede zwischen dem Finanzsektor und dem Nicht-Finanzsektor hervorzuheben:

(1) Einkommenssteigerung im Nicht-Finanzsektor ist in der Regel einem guten Produkt bzw. einer guten Dienstleistung zuzuschreiben. Um einen Wettbewerbsvorteil durch Produkte bzw. Dienstleistungen zu erlangen, ist es generell erforderlich, Investitionen in die (Personal-)Entwicklung und/oder Forschung zu tätigen. Erfolgreiche Investitionen schlagen sich dann in erhöhten Profitmargen und Unternehmensgewinnen nieder. Ein Risiko im Nicht-Finanzsektor wird demnach durch Forschung & Entwicklung (F&E) eingegangen um zukünftige Gewinne zu erhöhen. Im Gegensatz dazu ist es im Finanzsektor relativ einfach, den (erwarteten) Profit zu erhöhen, indem das Portfoliorisiko erhöht wird. Mehr Risiko bedeutet natürlich auch eine erhöhte Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, aber statistisch und durchschnittlich gesehen steigen Gewinne proportional mit dem Risiko. Dies bedeutet nicht, dass im Finanzsektor keine Wettbewerbsvorteile durch gute Produkte oder Dienstleistungen erreichbar wären, der Wettbewerb im Finanzsektor ist generell jedoch sehr ausgeprägt, und Innovationen sind in der Regel nicht patentierbar, was zu einer schnellen Übernahme derselben durch Konkurrenten führt. Im Gegensatz zum Nicht-Finanzsektor, in welchem Risiko in der Regel eingegangen werden muss, um die zukünftigen Profite zu steigern, ist es im Finanzsektor somit möglich, durch die Erhöhung des Risikos den statistischen Erwartungswert der Profite relativ zeitgleich zu erhöhen. Dies ist insofern von Bedeutung, als sich Verluste in Zusammenhang mit dem eingegangenen Risiko mitunter erst über sehr lange Zeiträume materialisieren.

(2) Ein wichtiger Unterschied zwischen Finanz- und Nicht-Finanzunternehmen ergibt sich außerdem in Hinblick auf die Kapitalstruktur. Wie bereits besprochen gelten Banken in vieler Hinsicht zu Recht als speziell. Neben den bereits erörterten Charakteristika, die Banken von Nicht-Finanzinstituten unterscheiden, verfügen Banken über eine einzigartige Kapitalstruktur. Einer Studie von MacKay & Phillips (2005) zufolge beträgt das Verhältnis zwischen Schulden und Gesamtvermögen von Nicht-Finanzunternehmen im Durchschnitt (Median) zwischen 21,2% und 25,6%.[1144] Das heißt, dass Nicht-Finanzfirmen etwa 75% ihrer Kapitalstruktur aus Eigenmitteln und 25% aus Fremdmitteln finanzieren. Finanzunternehmen und speziell Banken verfügen über signifikant weniger Eigenkapital. In der Tat

[1144] MacKay & Phillips (2005) – How Does Industry Affect Firm Financial Structure, S. 1446.

schreibt das Basel-II-Regelwerk[1145] eine Kernkapitalquote von 8% vor. Das heißt, dass in Hinblick auf Banken einem Bilanzvermögen von 100 Währungseinheiten lediglich 8 Währungseinheiten in Form von Eigenkapital gegenüberstehen müssen. Angesichts der Tatsache, dass Eigenkapital anhand risikogewichteter Positionen berechnet wird, ist die Kapitaldecke von Banken in der Regel noch um einiges dünner. Insbesondere trifft dies auf systemwichtige Großbanken zu. Einer OECD-Studie zufolge wiesen Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)[1146] von 2000 bis 2008 durchschnittlich weniger als 3,5% Eigenkapital auf.[1147]

Gemäß moderner Finanztheorie verändert Fremdkapital die Anreize und folglich das Verhalten von Eigenkapitalgebern. Die beschränkte Haftung von Aktionären stellt für diese einen Anreiz dar, Wert von Fremdkapitalgebern zu extrahieren. Insbesondere Anteile an hochverschuldeten Firmen können in diesem Zusammenhang als eine Call-Option für deren Aktionäre angesehen werden.[1148] Daher liegt es im Interesse von Eigentümern, sowohl den Verschuldungsgrad eines Unternehmens als auch dessen Risiko zu erhöhen. Fremdkapitalgeber hingegen weisen ein diametral entgegengesetztes Interesse auf; diese verlangen einen Verschuldungsgrad sowie ein Risiko, die die Rückzahlung der Verbindlichkeiten wahrscheinlich erscheinen lassen. Mit zunehmendem Leverage und Risiko eines Unternehmens werden Kapitalgeber die geforderte Verzinsung auf das Fremdkapital erhöhen, um für die verringerte Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung in voller Höhe kompensiert zu werden. Versichert jedoch eine dritte Partei die Verbindlichkeiten einer Bank, so kann diese das Risiko erhöhen, ohne Gefahr zu laufen, die Kosten ihrer Refinanzierung verhältnismäßig ansteigen zu lassen. Bei expliziten (Einlagenschutz) und impliziten (TBTF) staatlichen Garantien muss die reduzierte Überwachung von Banken durch Fremdkapitalgeber demnach der Versicherungsgeber, das heißt der Staat, übernehmen, um zu gewährleisten, dass das durch das staatliche Sicherheitsnetz eingeführte perverse Anreizsystem nicht zu Verlusten für die Steuerzahler führt.[1149] Diese Überwachung durch den Staat darf nicht mit einer überflüssigen staatlichen Regulierung verwechselt werden. Vielmehr wird hierdurch das Verhalten privater Marktteilnehmer simuliert, die ohne staatliche Garantien ein Interesse daran hätten, Banken

[1145] Basel II galt lange Zeit als „*best practice*" im Bankensektor. Siehe hierzu ausführlicher auf den folgenden Seiten.
[1146] Die Studie untersucht die 15 größten systemwichtigen Banken der Vereinigten Staaten, des Euroraums, des Vereinigten Königreichs und der Schweiz: UBS, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, HSBC, Crédit Agricole, Royal Bank of Scotland, Deutsche Bank, Bank of America, ABN AMRO, Société Générale, ING Bank, Banco Santander, UniCredit und Credit Suisse (Slovik (2012) – Systemically Important Banks and Capital Regulation, S. 11).
[1147] Slovik (2012) – Systemically Important Banks and Capital Regulation, S. 11.
[1148] Merton (1973) – Rational Option Pricing; Black & Scholes (1973) – Pricing of Options; Jensen & Meckling (1976) – Theory of the Firm. Für Banken im Besonderen, siehe Bebchuck & Spamann (2010) – Regulating Bankers' Pay.
[1149] Vgl. Acharya, Cooley, Richardson & Walter (2009) – Manufacturing Tail Risk, S. 250-251; Bebchuk & Fried (2003) – Executive Compensation as an Agency Problem, S. 9-11.

sorgsam zu überprüfen und gegebenenfalls zu disziplinieren. Somit wird durch die Überwachung des Bankwesens durch staatliche Institutionen bei staatlichen Garantien der Staat selbst zu einem Marktteilnehmer, der die ihm anfallenden Verluste auf ein Minimum zu beschränken versucht. In anderen Worten übernimmt der Staat – und ist gegenüber Steuerzahlern zu dieser Übernahme verpflichtet – in seiner Funktion als Garantiegeber, in dessen Interesse es stehen muss, dass Garantien nicht schlagend werden, die Rolle eines Marktteilnehmers.

Im Falle eines Mutterkonzerns, der für eine Tochter Garantien übernimmt, wird dieser in den seltensten Fällen eine Laissez-Faire-Haltung einnehmen und ausschließlich auf die Gewissenhaftigkeit seiner Tochter vertrauen, sondern versuchen, ein kostenverursachendes Schlagendwerden der Garantie zu verhindern, indem Einfluss auf den Geschäftsbetrieb der Tochter genommen wird. Aus bestimmten Gründen ist es dem Bankensektor jedoch in den letzten Jahrzehnten gelungen, diese marktwirtschaftliche, auf Eigeninteresse basierende Dynamik als nicht mit einer freien Marktwirtschaft zu vereinbarende Maßnahme darzustellen. Tatsache ist jedoch, dass eine Überwachung und Regulierung des Bankensektors bei staatlicher Versicherung von Bankverbindlichkeiten nicht nur gerechtfertigt, sondern von absoluter Notwendigkeit ist. Kane (2012) weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor den Steuerzahler in „equity investors of last resort“ verwandelt und daher „regulators […] owe taxpayer-investors duties of loyalty, competence, and care in return for their stakes in financial firms.“[1150] Das zunehmende Vertrauen von Regulierungsbehörden auf die Selbstregulierung des Finanzsektors sollte sich in dieser Hinsicht als äußerst gefährlich erweisen, da es hierdurch Banken ermöglicht wurde, ihr Risikolevel annähernd selbst zu bestimmen.

[1150] Kane (2012) – Bankers and Brokers First, S. 4.

8.4 SELBSTREGULIERUNG

[T]hose of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholders equity, myself especially, are in a state of shocked disbelief.[1151]

Alan Greenspan, 2008

Diese von Kane (2012) angesprochene Bringschuld gegenüber dem Steuerzahler wurde insbesondere unter Greenspans FED-Vorsitz nicht erfüllt. Dieser erläuterte 1996 vor der American Bankers Association seine verzerrte Sicht auf den Finanzsektor, indem das unter ihm maßgeblich ausgeweitete Sicherheitsnetz vollkommen außer Acht gelassen wurde, das extreme Externalitäten geschaffen hatte:

> *"Increasingly, bankers are treating the determination of proper capital levels as integral to the meeting of shareholder goals. Shareholder value is maximized, almost surely, when long-run risk-adjusted return on equity is maximized. One method of quantifying the risk-adjusted return is to measure returns--net of expected losses--against the capital that should be allocated to a transaction to reflect that transaction's risk. As I will discuss in more detail shortly, some bankers are doing exactly that: quantifying risks, allocating sufficient capital to cover those measured risks, and then trying to focus on those lines of business for which risk-adjusted returns to allocated capital are the highest. […] If banks were unregulated, they would take on any amount of risk they wished, and the market would rate their liabilities and price them accordingly."*[1152]

Sowohl international als auch auf US-amerikanischer Ebene wurde daher seit Ende der 1980er Jahre und vermehrt seit den 1990er Jahren auf die Selbstregulierung des Finanzsektors gesetzt. Das Vertrauen auf die selbstregulierenden Kräfte im Finanzsektor, der in zunehmendem Maße durch staatliche Garantien geprägt war, war jedoch weder auf theoretischer noch empirischer Grundlage gerechtfertigt und spiegelte einmal mehr den idealisierten Zugang Greenspans zur „Liberalisierung" des Finanzsektors wider.

Dennoch wurde auf dieser mangelhaften Grundlage die „passive Regulierung" seit den 1980er Jahren sukzessive ausgebaut. 1988 war mit dem Basler Akkord (kurz: Basel I) die Grundlage für eine international standardisierte Bankenregulierung gelegt worden. Unter anderem hatten die sich stetig verringernden Eigenkapitaldecken von Bankinstituten und das Risiko, das global tätige Banken für das internationale Bankensystem darstellen, die internationale Staatengemeinschaft dazu bewogen, über nationale Grenzen hinweg gültige Richtlinien für das Bankensystem aufzustellen. Anlass hierfür hatte

[1151] Alan Greenspan (2008) – Aussage vor dem Kongress am 23. Oktober 2008. In: House Committee on Oversight and Government Reform – The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators, 110th Congress, 23. Oktober 2008, S. 12. Siehe auch Edmund L. Andrews – Greenspan Concedes Error on Regulation. *The New York Times*, 23. Oktober 2008.

[1152] Greenspan (1998) – Bank Supervision, Regulation and Risk.

unter anderem der Fall der *Herstatt Bank* in Deutschland gegeben, der zu signifikanten Verlusten einiger ausländischer Gegenparteien geführt und die Notwendigkeit internationaler Kooperation in Hinblick auf die Bankenaufsicht aufgezeigt hatte. Noch im selben Jahr war deshalb durch die G-10-Nationen [1153] der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht als Ableger der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gegründet worden, um Richtlinien für ein sichereres und stabileres Bankensystem auszuarbeiten. [1154] Diese supranationale Zusammenarbeit kulminierte in der Basler Eigenkapitalvereinbarung von 1988. Das Basel-I-Regelwerk legte eine Eigenkapitalquote von 8% auf die risikogewichteten Aktiva einer Bank fest. Vermögenswerte werden hierbei in Kategorien eingeteilt, die mit einer Gewichtung versehen sind. Somit entspricht eine risikogewichtete Eigenkapitalquote von 8% in der Regel einer – mitunter deutlich – geringeren Eigenkapitaldecke. Wenngleich Basel I von einigen, zum Teil gravierenden Mängeln gekennzeichnet war,[1155] so muss doch dessen Bemühen gelobt werden.

8.4.1 VALUE-AT-RISK

1996 ermöglichte dann aber der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Nutzung bankeninterner Value-at-Risk-Modelle zur Berechnung des erforderlichen Eigenkapitals hinsichtlich des Marktrisikos – ein Schritt, der der Forderung Greenspans nach mehr Selbstregulierung entsprach – und seither von vielen Banken genutzt wird.[1156] Der Value-at-Risk gibt jenen Verlust an, den ein Portfolio mit einer spezifizierten Wahrscheinlichkeit innerhalb eines festgelegten Zeitraums nicht überschreitet. Wird der VaR-Wert etwa mit €10 Millionen bei einem Konfidenzlevel von 95% innerhalb von 10 Tagen festgelegt, so ergibt sich daraus, dass ein maximaler Verlust von €10 Millionen innerhalb der festgelegten Zeitspanne mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% nicht überschritten wird. In anderen Worten tritt ein Verlust von mehr als €10 Millionen in nur 5% aller Fälle auf.[1157]

[1153] Ursprünglich hatte der Ausschuss aus den Führungspersonen der G-10-Nationalbanken bestanden, wurde dann jedoch auf Repräsentanten von 27 Staaten ausgeweitet (Larson (2011) – The Basel Capital Accords, S. 5).
[1154] Larson (2011) – The Basel Capital Accords, S. 5
[1155] Für einen detaillierten Überblick über das Basel-I-Regelwerk sowie dessen Mängel, siehe u.a. Bessis (2010) – Risk Management in Banking.
[1156] Linsmeier & Pearson (1996) – Risk Measurement, S. 2-3; Carmassi & Micossi (2012) – Time to Set Banking Regulation Right, S. 27. Unter den 2004 veröffentlichten Basel-II-Richtlinien wurde die Verwendung interner Risikomodelle weiter forciert, diese wurden jedoch bis Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 in den USA nur teilweise übernommen, weshalb auf eine ausführliche Diskussion von Basel II an dieser Stelle verzichtet wird.
[1157] Siehe hierzu u.a. Bessis (2010) – Risk Management in Banking, S. 200-217; Saunders & Allen (2002) – Credit Risk Measurement, S. 84-106.

Die VaR-Methode weist jedoch signifikante Schwächen auf:

1. Anfälligkeit gegenüber dem festgesetzten Zeithorizont
2. Anfälligkeit gegenüber dem Cut-Off-Point
3. Annahme einer Normalverteilung
4. Annahme eines diversifizierten Portfolios
5. Risiko ≠Risiko

(1 & 2) Einerseits sind die VaR-Werte extrem abhängig von der Festlegung der beiden Parameter – dem Zeithorizont sowie dem Konfidenzlevel.[1158] Kurze Zeithorizonte laufen dabei Gefahr, nicht das tatsächliche Risiko zu erfassen, gleichzeitig führen hohe Konfidenzlevel bzw. die Berechnung der Wahrscheinlichkeit extremer Verluste dazu, dass eben jener Teil der Distribution gemessen werden soll, der infolge seiner extremen Natur am unwahrscheinlichsten gemessen werden kann. Dies liegt unter anderem daran, dass für viele neue Instrumente keine ausreichend weit zurückgehenden Datenreihen vorliegen, die ein umfassendes Bild der damit einhergehenden Risiken zulassen würden. (3) Eine exakte oder gar nur brauchbare Messung des Portfolio-Risikos wird außerdem dadurch erschwert, dass die Verteilung der Renditen auf den Finanzmärkten in der Regel keiner Normalverteilung folgt, sondern oft über fat-tails verfügt. Das heißt, dass extreme Verluste hier mit einer höheren Wahrscheinlichkeit auftreten, als dies unter einer Normalverteilung der Fall wäre.[1159] Dennoch erfordert Basel II „[n]o particular type of model".[1160] Sollis (2009) schreibt hierzu: „Thus, Basel II allows banks to use VaR models based on the assumption of normality despite it quite probably being an erroneous assumption in many cases."[1161] (4) Außerdem setzt das Basel-Regelwerk eine ausreichende Diversifizierung von Banken voraus – eine Annahme, die spätestens seit 2007 als ein gefährlicher Fehler gelten muss.[1162] (5) Schlussendlich wird die VaR-Herangehensweise nicht dem Umstand gerecht, dass Risiko nicht lediglich dem beobachteten „Risiko" der Vergangenheit entspricht, sondern außerdem entscheidend durch „Unsicherheit" definiert ist. Frank Knight legte 1921 mit „*Risk, Uncertainty, and Profit*"[1163] den Grundstein für die moderne – und zwischenzeitlich vergessene – Betrachtung von Risiko. Er unterscheidet dabei „Risiko" von „Unsicherheit". Nach Knight ist nur Risiko messbar, nicht jedoch Unsicherheit. Während Risiko durch eine historische Betrachtung quantifizierbar ist, stellt

[1158] Nach Basel II hat das Konfidenzlevel 99% und der Zeithorizont mindestens 10 Tage zu betragen.
[1159] Siehe hierzu u.a. Mandelbrot & Hudson (2008) – (Mis)Behaviour of Markets.
[1160] BIS (2011) – Revisions to Basel II, S. 14.
[1161] Sollis (2009) – Value at Risk, S. 405.
[1162] Vgl. hierzu u.a. Acharya & Schnabl (2009) – How Banks Played the Leverage Game, S. 83-100; Acharya, Cooley, Richardson & Walter (2009) – Manufacturing Tail Risk.
[1163] Knight (2006 [1921]) – Risk, Uncertainty and Profit.

„Unsicherheit" eben die Ungewissheit bezüglich zukünftiger Entwicklungen dar, die nicht aus historischen Daten ableitbar ist:

> *„Uncertainty must be taken in a sense radically distinct from the familiar notion of Risk, from which it has never been properly separated. The term `risk,´* [sic!] *as loosely used in everyday speech and in economic discussion, really covers two things which, functionally at least, in their causal relations to the phenomena of economic organization, are categorically different.* […] *The essential fact is that `risk´ means in some cases a quantity susceptible of measurement, while at other times it is something distinctly not of this character; and there are far-reaching and crucial differences in the bearings of the phenomenon depending on which of the two is really present and operating. There are other ambiguities in the term "risk" as well, which will be pointed out; but this is the most important. It will appear that a measurable uncertainty, or `risk´ proper, as we shall use the term, is so far different from an unmeasurable one that it is not in effect an uncertainty at all."*[1164]

Es ist vielsagend, dass die Risiko-Modelle von Finanzinstituten auf eben jenem Risiko basieren, das nach Knight kein Risiko im eigentlichen Sinn darstellt, das tatsächliche Risiko – Unsicherheit – wird dabei außer Acht gelassen.

Aus den eben erwähnten Gründen ist die Risikomessung durch VaR-Modelle extrem anfällig sowohl gegenüber Fehlern im Generellen als auch hinsichtlich der Manipulation durch Banken.[1165] Nicht zuletzt wird der Untergang *LTCM*s in der Regel der Nutzung von VaR-Modellen zugeschrieben. Jorion (2000) weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass nicht das VaR-Instrument an und für sich für den Untergang *LTCM*s verantwortlich war, sondern dessen Gebrauch. Während VaR-Werte zur Ermittlung des Portfoliorisikos und zu Vergleichszwecken angebracht sind, ist deren Nutzung zur Ermittlung des benötigten Eigenkapitals extrem fehleranfällig.[1166] Die Vorsitzende der Commodity Futures Trading Commission, Brooksley Born, äußert sich in dieser Hinsicht wie folgt: „LTCM now stands as a cautionary

[1164] Knight (2006 [1921]) – Risk, Uncertainty and Profit, S. 19-20.
[1165] Siehe hierzu u.a. Sollis (2009) – Value at Risk, S. 405; Jorion (2000) – Risk Management Lessons from LTCM. Der Umstand, dass VaR-Werte unter Basel mit einem Faktor von drei multipliziert werden, um etwaige Modelfehler auszugleichen, deutet einerseits darauf hin, dass dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht die Schwächen der VaR-Methodologie bewusst sind, andererseits legt der hohe Multiplikationsfaktor jedoch die extreme Ungenauigkeit bzw. Manipulationsanfälligkeit der VaR-Methode nahe. Zwei Ökonomen der Federal Reserve wiesen schon 1995 auf die Schwierigkeit hin, bankeninterne Risikomessungen von außerhalb einer Prüfung zu unterziehen (Kupiec & O'Brien (1995) – Capital Requirements for Market Risk). Nicht zuletzt zeigen Mariathasan & Merrouche (2012), dass interne Risikomodelle von Banken insbesondere während des Zeitraums 2007-2010 gezielt dafür verwendet wurden, das Portfoliorisiko zu verschleiern und höhere Risiko-gewichtete Eigenkapitalquoten zu produzieren (Mariathasan & Merrouche (2012) – Manipulation of Basel Risk-Weights). Ähnliche Bedenken äußerte der Vorsitzende der Abteilung „Financial Stability" der Bank of England (Haldane (2012) – The Dog and the Frisby). Die European Banking Authority bestätigte in weiterer Folge die Manipulation von Risikogewichten für den europäischen Raum und eine Studie von Vallascas & Hagendorff zeigte dies auf internationaler Ebene (EBA (2013) – Consistency of Risk-Weighted Assets; Vallascas & Hagendorff (2013) – Risk Sensitivity of Capital Requirements).
[1166] Jorion (2000) – Risk Management Lessons from LTCM.

tale of the fallibility of even the most sophisticated VAR models."[1167] Nichtsdestotrotz war man von regulatorischer Seite internen Risikomodellen, basierend auf der VaR-Methodologie, zunehmend positiv gegenübergestanden. Letzten Endes sind Risikomodelle grundlegend problembehaftet, insofern sie versuchen, das Risiko in Extremsituationen zu ermitteln. In Krisenzeiten jedoch lösen sich viele der Annahmen, die während eines durch Normalität geprägten Marktes herrschen, auf, wenn die Korrelation von zuvor wenig korrelierenden Vermögensklassen gegen eins tendiert. Somit erlauben es proprietäre VaR-Berechnungen, extremes Tail-Risk aufzubauen. VaR-Modelle lieferten hierfür die Legitimierung, indem diese ein als zu gering quantifiziertes Risiko nahelegen können. Die Modelle wurden, so scheint es, tatsächlich vornehmlich dafür genutzt, das Eingehen von Risiko zu legitimieren. Nach Sorkin (2010) wurden Einwände der Risikomanager großer Finanzinstitute systematisch ignoriert. Bei *Lehman Brothers* beispielsweise wurde Chief Risk Officer (CRO) Madelyn Antonicic regelmäßig aufgefordert, bei Besprechungen, die Risiko zum Gegenstand hatten, den Raum zu verlassen. [1168] Ende 2006 sprach der Head of Fixed-Income Trading, Michael Gelband, bei einem Gespräch mit *Lehman-Brothers*-CEO, Richard Fuld, das steigende Risiko an, das die Firma aufnahm, und warnte vor dessen Folgen. Wenig später wurde Gelband von Chief Operations Officer (COO), Joe Gregory, zu einem Gespräch geladen, in welchem dieser Gelband aufforderte, aggressiver zu handeln: „You know, we've got to do things a little differently around here. You have to be more aggressive."[1169] Auf Nachfrage von Gelband erläuterte Gregory, was er mit aggressiver meinte: „Toward risk. You're holding back, and we're missing deals."[1170] Gregory war von einem wachsenden Teil der Führung in den vorangegangenen Jahren immer mehr als Gefahr für die Firma angesehen worden. Unter Gregory, den viele als inkompetent ansahen, wurde immer mehr Risiko eingegangen und jede Kritik in diesem Zusammenhang wurde als Verrat an der Firma angesehen.[1171] Gelband beschloss aus diesem Grund, am darauf folgenden Tag *Lehman* zu verlassen.[1172]

Dass die Gefahr bankinterner Risiko-optimierender Modelle ausgeprägt ist, zeigt ein Fall aus dem August 2007, als ein von *Goldman Sachs* geführter Hedgefonds ungewöhnlich hohe Verluste schrieb. *Goldman Sachs*' Chief Financial Officer David Viniar überraschte in diesem Zusammenhang mit der Aussage: „We were seeing things that were 25-standard deviation moves, several days in a row".[1173] Ein Berichterstatter kommentierte Vinairs ungewöhnliche Aussage treffend wie folgt:

[1167] Born (1998) – The Lessons of LTCM.
[1168] Sorkin (2010) – Too-Big-to-Fail, S. 122.
[1169] Sorkin (2010) – Too-Big-to-Fail, S. 124.
[1170] Sorkin (2010) – Too-Big-to-Fail, S. 124.
[1171] Sorkin (2010) – Too-Big-to-Fail, S. 123.
[1172] Sorkin (2010) – Too-Big-to-Fail, S. 124.
[1173] Larsen (2007) – Goldman Pays the Price of Being Big.

> *„That Viniar. What a comic. According to Goldman's mathematical models, August, Year of Our Lord 2007, was a very special month. Things were happening then that were only supposed to happen about once in every 100,000 years. Either that…or Goldman's models were wrong."*[1174]

Die Schätzung, dass ein Verlust von 25-Standardabweichungen statistisch nur alle 100.000 Jahre vorkommen dürfte, stellte sich jedoch als zu optimistisch heraus. Eine Studie kommt zum Ergebnis, dass eine 25-Standardabweichung statistisch nur alle 1,309 x 10^{135} Jahre vorkommen sollte. Die Autoren veranschaulichen dies durch einen Vergleich mit den Gewinnchancen im Lotto in England am 29. Februar 2008, als £2,5 Millionen auf den Gewinner warteten. Bei einem Lotterieticketpreis von einem Pfund standen die Chancen auf den Gewinn der £2,5 Millionen somit bei 0,00004%. Die Wahrscheinlichkeit einer 25-Standardabweichung ist dementsprechend gleich hoch wie der Gewinn des Lotteriehauptpreises 21 bis 22 Mal hintereinander.[1175] Dies stellt jedoch nur die Wahrscheinlichkeit einer 25-Standardabweichung dar, nicht jedoch die Wahrscheinlichkeit eines derartigen Events an mehreren aufeinanderfolgenden Tagen – wie von Viniar behauptet.

8.4.2 RATINGAGENTUREN

Gleichzeitig zum Aufkommen bankeninterner Risikomodelle wurde das Vertrauen von Regulatoren in Ratingagenturen ausgebaut. 1973 hatte die SEC den Status einer „Nationally Recognized Statistical Rating Organization" (NRSRO) geschaffen,[1176] die an die größten Ratingagenturen vergeben wurde. Die Ratings dieser NRSROs sollten in weiterer Folge eine immer größer werdende Wichtigkeit erlangen, indem Regulatoren NRSRO-Ratings für eine Vielzahl an Wertpapieremissionen verbindlich machten und der Berechnung von Eigenkapital zugrunde legten.[1177] Ratingagenturen sind stark von Interessenkonflikten geprägt, insofern Emittenten von Wertpapieren ein Interesse an guten NRSRO-Ratings haben und Ratingagenturen wiederum von den Emittenten bezahlt werden. Die Gefahr hierbei ist eine hohe Vergütung von Emittenten, um vorteilhafte Ratings zu erhalten.[1178] 1957 hatte ein *Moody*'s-Vice-President diesen Interessenkonflikt angesprochen: „We obviously cannot ask payment for rating a bond. To do so would attach a price to the process, and we could not escape the charge, which would undoubtedly come, that our ratings are for sale."[1179] Anfang der 1970er war aber das

[1174] Bonner (2007) – 25 Standard Deviations.
[1175] Dowd, Cotter, Humphrey & Woods (2013) – How Unlucky Is 25-Sigma.
[1176] Partnoy (1999) – The Siskel and Ebert of Financial Markets, S. 692. Die drei Ratingagenturen, die diesen Status seit 1975 innehaben und bis heute die wichtigsten Marktteilnehmer darstellen, sind *Fitch Ratings*, *Moody's* und *Standard & Poor's* (*S&P*).
[1177] Siehe hierzu ausführlich Joint Forum (2009) – Use of Credit Ratings, S. 3-10.
[1178] Vgl. Partnoy (1999) – The Siskel and Ebert of Financial Markets; Partnoy (2006) – Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers; Partnoy (2009) – Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies;
[1179] Edmund Vogelius, zitiert nach Morgenson (2008) – Debt Watchdogs.

Geschäftsmodell auf die Bezahlung durch die Emittenten umgestellt worden.[1180]

Ratingagenturen gelang es jedoch, Regulatoren davon zu überzeugen, dass akkurate Ratings im Interesse der Ratingagenturen selbst lägen, da falsche Ratings den Ruf der jeweiligen NRSRO schädigen und so deren Geschäftsprofite schmälern würden. In diesem Kontext ist jedoch darauf hinzuweisen, dass mangelhafte Ratings von NRSROs nicht zu einem Nachfragerückgang an deren Ratings führen, da diese durch die bestehende Regulierung für eine Vielzahl an Neuemissionen und zur Berechnung der Eigenkapitalerfordernisse vorgeschrieben sind – ungeachtet des Informationsgehalts. Aus diesem Grund führen geschönte Ratings nicht zu einem Profitrückgang, sondern erlaubten im Gegenteil eine Ausweitung des Ratinggeschäfts. Partnoy (1999, 2009) weist in diesem Zusammenhang auf den Umstand hin, dass der Informationsgehalt von Ratings der NRSROs seit Mitte der 1970er Jahre zunehmend abnahm, ihr Einfluss und das Vertrauen in selbige jedoch vor allem durch den NRSRO-Status gleichzeitig zunahm.[1181] Der steigende Einfluss von NRSRO-Ratings und der mangelhafte Einfluss der Ratingqualität auf die Nachfrage nach NRSRO-Ratings sowie die durch den NRSRO-Status geschaffene Renten für Ratingagenturen lassen sich nicht zuletzt an der operativen Marge der Ratingagenturen ablesen. Nach Partnoy (2009) war die operative Marge von *Moody's* in fünf aufeinanderfolgenden Jahren Anfang der 2000er Jahre die höchste im S&P 500. Ähnliches gilt für die beiden anderen wichtigen Ratingagenturen – *Standard & Poor's* und *Fitch Ratings* –, die oft Margen von über 50% aufweisen konnten.[1182] Ein weiteres Indiz dafür, dass der NRSRO-Status den größten Ratingagenturen signifikante Renten ermöglicht, ist an der Beteiligung Warren Buffetts an *Moody's* festzumachen. Buffett ist dafür bekannt, nur in Firmen zu investieren, die über einen ausgeprägten Wettbewerbsvorteil gegenüber Mitbewerbern verfügen. Da der Wettbewerbsvorsprung nicht auf die Qualität der Ratings zurückzuführen ist, muss dieser im privilegierten Status der NRSROs gesucht werden.

Darüber hinaus macht es den Anschein, als hätten Ratingagenturen seit den frühen 2000er Jahren ihre Qualitätsstandards aktiv reduziert, um Marktanteile zu verteidigen oder zu erhöhen.[1183] In diesem Zusammenhang gaben Ratingagenturen oft den Forderungen von Auftraggebern – unter anderem Investmentbanken – nach, bestimmte Faktoren außer Acht zu lassen, um bessere Ratings zu erhalten.

[1180] Bis in die frühen 1970er Jahre wurden Ratingagenturen von Investoren auf Basis eines Ratingabonnements bezahlt. Auch dieses Modell hatte sich aber während der Weltwirtschaftskrise als nicht funktional herausgestellt, weswegen das Geschäft von Ratingagenturen seit den 1930er Jahren stagnierte (Partnoy (2006) – Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, S. 63). Vgl. außerdem White (2001) – The Credit Rating Industry, S. 13.

[1181] Partnoy (1999) – The Siskel and Ebert of Financial Markets, S. 621-622; Partnoy (2009) – Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies, S. 5-6.

[1182] Partnoy (2009) – Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies, S. 5.

[1183] Vgl. Lowenstein (2008) – Triple-A Failure; Calomiris (2009) – A Recipe for Ratings Reform; Chan (2010) – Documents Show Internal Qualms at Rating Agencies; Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 268-313.

Bei Kongressanhörungen schilderten Analysten von Ratingagenturen, dass Investmentbanker damit drohten, bei ungenügend vorteilhaften Ratings zu Wettbewerbern abzuwandern.[1184] Ein Email eines *UBS*-Bankers an einen *S&P*-Manager machte diese Drohung deutlich:

> *„[H]eard you guys are revising your residential mbs [mortgage backed security] rating methodology - getting very punitive on silent seconds. [H]eard your ratings could be 5 notches back of [Moody's] equivalent. [G]onna kill your resi[dential] biz. [M]ay force us to do moodyfitch only cdos!"*[1185]

Der Wettbewerb zwischen den einzelnen Ratingagenturen führte zu einem „Race to the Bottom", da Ratingagenturen neues Ratinggeschäft nicht durch möglichst korrekte Einschätzungen der zu bewertenden Papiere anziehen konnten, sondern lediglich dadurch, indem den Papieren möglichst gute Ratings ausgestellt wurden, die einerseits vom Auftraggeber akzeptiert und andererseits zu weiteren Rating-Deals führen würden. Die großen Ratingagenturen entwickelten außerdem ein weiteres Geschäftsfeld, indem sie begannen, Beratungsservice anbieten. Hierbei beraten Ratingagenturen die Auftraggeber eines Ratings, wie dasselbe möglichst positiv ausfallen würde. Die Inanspruchnahme dieses Beratungsservices erschwert es Ratingagenturen, ein unvorteilhaftes bzw. objektives Rating zu vergeben.[1186]

Abgesehen von der Tatsache, dass vielfach Faktoren ignoriert wurden, die zu schlechten Ratings geführt hätten, hatte man in Hinblick auf Subprime-Hypotheken darüber hinaus fast ausschließlich auf Daten während eines boomenden Immobilienmarktes zurückgegriffen.[1187] Meist begannen die Zeitreihen-daten zur Evaluierung von Subprime-Krediten Mitte der 1990er Jahre, weil für den Zeitraum davor keine Daten zur Verfügung gestanden hatten.[1188] Seit diesem Zeitpunkt – von Juli 1995 bis Mai 2006 – waren US-Häuserpreise jedoch in jedem Monat gestiegen[1189] und vermittelten deshalb kein repräsentatives Bild der Realität. Mark Adelson, ein ehemaliger *S&P*-Manager, verglich die vergebenen Ratings auf Basis der verwendeten Daten deshalb mit „observing 100 years of weather in Antarctica to forecast the weather in Hawaii."[1190] Darüber hinaus versäumten es NRSROs regelmäßig, die Qualität und selbst die Richtigkeit der zur Verfügung gestellten Daten einer Prüfung zu unterziehen. In der Regel wurden so die vom Auftraggeber des Ratings, der ein ausgeprägtes Interesse an einer guten Bewertung hat, bereitgestellten Daten verwendet.[1191] Während eines Ratinggeschäfts im Jahr 2007 äußerte einer der

[1184] Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 278.
[1185] Email von Robert Morelli (*UBS*) an Peter Kambeseles (*S&P*), zitiert in Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 278.
[1186] Partnoy (2006) – Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, S. 70.
[1187] Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 289.
[1188] Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 289.
[1189] Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail, S. 27.
[1190] Mark Adelson, zitiert in Lowenstein (2008) – Triple-A Failure.
[1191] SEC (2008) – Credit Rating Agencies, S. 18.

Analysten Bedenken, dass das zugrundeliegende Modell nicht einmal die Hälfte der Risiken einfing, aber „it could be structured by cows and we would rate it."[1192]

In diesem Zusammenhang ist hervorzuheben, dass ein Rating in vielen Fällen nur dann veröffentlicht wird, wenn der Auftraggeber mit diesem einverstanden ist. Ist dies nicht der Fall, kann das Rating unter Verschluss gehalten werden und dem Auftraggeber steht die Möglichkeit offen, eine andere Ratingagentur mit einer erneuten Bewertung zu beauftragen.[1193] Dieses „ratings shopping" öffnet Tür und Tor für optimierte Ratings, um Geschäfte und Marktanteile nicht an Wettbewerber abtreten zu müssen. He, Qian & Strahan (2011) dokumentieren in diesem Zusammenhang, dass Ratingagenturen strukturierte Produkte insbesondere von einflussreichen und mit großer Marktmacht ausgestatteten Instituten vorteilhaft bewerteten. Triple-A-bewertete als auch niedriger bewertete Tranchen großer Institute hatten während der Finanzkrise höhere Verluste aufzuweisen als jene kleinerer Institute, insbesondere gilt dies für jene Wertpapiere, die während des Zeitraums 2004-2006 bewertet wurden. [1194] Strukturierte Produkte waren besonders anfällig gegenüber der diskretionären Einflussnahme durch die Ratingagenturen, weil die Richtigkeit der Bewertung nicht unmittelbar und einfach zu überprüfen ist und die Gebühren signifikant höher sind als für vergleichsweise einfache Ratings wie Anleihen. Partnoy (2006) beziffert die durchschnittliche Gebühr für das Rating von Anleiheemissionen mit drei bis vier Basispunkten und die Bewertung von strukturierten Produkten mit bis zu zehn Basispunkten, während die Gebühren für komplexere strukturierte Produkte erheblich höher ausfallen können.[1195]

Gleichzeitig erlaubte dies Finanzinstituten, unterbewertete Wertpapiere zu kaufen, die mit wenig bis gar keinem Eigenkapital unterlegt zu sein hatten. Der *AIG*-Geschäftsbericht für das Jahr 2007 hatte angegeben, dass rund vier Fünftel der von *AIG* verkauften CDSs nicht zu Absicherungszwecken, sondern für „regulatory arbitrage" genutzt wurden. Geltende Eigenkapitalvorschriften hatten es Finanzinstituten ermöglicht, für Triple-A-bewertete Wertpapiere, die von einem ebenfalls Triple-A-bewerteten Versicherer garantiert waren, kein Eigenkapital hinterlegen zu müssen.[1196] Das Ausmaß geschönter Ratings ist anhand der Abstufungen von zuvor top-bewerteten Papieren während der Weltfinanzkrise ersichtlich. Bis 2010 waren 91% der Wertpapiere, die durch Subprime-Hypotheken gedeckt waren (Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) und über ein Triple-A-Rating – das höchstmögliche Rating – verfügten aus dem Jahr 2007 auf Junk-Status herabgestuft worden, während 93% der Triple-A-bewerteten Wertpapiere aus dem Jahr 2006 und 53% aus dem Jahr 2005 auf Junk-

[1192] SEC (2008) – Credit Rating Agencies, S. 12.
[1193] SEC (2008) – Credit Rating Agencies, S. 9.
[1194] He, Qian & Strahan (2011) – Credit Ratings and the Evolution of the Mortgage-Backed Securities Market.
[1195] Partnoy (2006) – Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers, S. 69.
[1196] Altman, Öncü, Richardson, Schmeits & White (2011) – Regulation of Rating Agencies, S. 447.

Status herabgestuft worden waren.[1197]

8.4.3 RATIONALE IRRATIONALITÄT UND TAIL-RISK

Im Gegensatz zu Greenspan, der ein rationales Verhalten von Finanzunternehmen aufgrund falscher Annahmen erwartete, verhielten sich Banken rational, indem die durch das Vertrauen auf Selbstregulierung geschaffenen Freiheiten optimal genutzt wurden. Interne Risikomodelle erlaubten eine Maximierung der Fremdkapitalfinanzierung als auch des Risikos. Insbesondere wurde exzessives Risiko von Banken durch das Eingehen von sogenanntem Tail-Risk verfolgt. Strategien mit Tail-Risk haben attraktive kurz- bis mittelfristige Renditen, statistisch gesehen jedoch oft keinen ökonomischen Profit aufzuweisen. In anderen Worten war der Erwartungswert des Profits null oder negativ. Da sich die extremen Verluste jedoch nur mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit materialisieren, können die Einnahmen, die durch das Eingehen dieses Risikos generiert werden, lange mit ökonomischen Profiten verwechselt werden. Somit kompensieren diese Profite für das eingegangene Risiko („beta“) und sind deshalb von Profiten infolge von Fähigkeiten („alpha“) zu unterscheiden. Insofern diese Profite jedoch unter normalen Marktgegebenheiten lange aufrechterhalten werden können, ohne dass sich das Tail-Risk materialisiert, kann dieses „fake alpha“ oft lange als „alpha“ ausgegeben werden.[1198] Tail-Risk-Strategien wurden im Vorfeld der Finanzkrise in mehrerer Hinsicht verfolgt und schlossen meist Kreditrisikotransfers durch Verbriefung („Securitisation“) ein, die grundsätzlich dafür gedacht ist, Kreditrisiko von einem Marktteilnehmer auf einen anderen zu übertragen. Die Verbriefung erlaubt es somit, das Risiko von Marktteilnehmern zu diversifizieren. Studien deuten jedoch darauf hin, dass der Verbriefungsprozess von Banken oft nicht dafür genutzt wurde, Risiko weiterzugeben, sondern im Gegenteil zum Ausbau ihres Leverage und Risikos abseits der Bilanz verwendet wurde.[1199] In diesem Zusammenhang wurden Vermögenswerte von Banken (Forderungen in Form von Unternehmens-krediten, Kreditkartenforderungen, Hypothekenforderungen, etc.) an eine Zweckgesellschaft („Conduit“ bzw. „Special Purpose Vehicle“, SPV) und somit „off-balance sheet“ transferiert. Um diese Vermögenswerte zu refinanzieren, wurde von der Zweckgesellschaft Commercial Paper emittiert, das von Investoren gekauft wurde, die hierfür eine bestimmte Verzinsung erhielten, das Commercial Paper war wiederum durch die der Zweckgesellschaft zugrunde liegenden Vermögenswerte besichert (daher Asset-Backed Commercial Paper, ABCP). Darüber hinaus stellten Banken den ABCP-Investoren Bonitäts-

[1197] Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 267.
[1198] Vgl. Rajan (2008) – Bankers' Pay Is Deeply Flawed.
[1199] Acharya, Schnabel & Suarez (2010) – Securitization Without Risk Transfer; Acharya/Cooley/Richardson/Walter (2009)- Manufacturing Tail Risk; Acharya & Schnabl (2009) – How Banks Played the Leverage Game.

als auch Liquiditätsverbesserung („credit enhancement“ und „liquidity enhancement“) zur Verfügung. „Credit enhancement“ und „liquidty enhancement“ stellten eine Versicherung für ABCP-Investoren gegen die Verschlechterung der zugrundeliegenden Vermögenswerte dar. Somit verblieb, entgegen dem Begriff „off-balance sheet vehicles“, der in diesem Zusammenhang oft gebraucht wird, ein signifikanter Teil des Risikos in Zusammenhang mit den Forderungen de facto bei der Bank und erhöhte somit ihr Leverage. Das Einkommen, das durch die Versicherung gegen Kredit- sowie Liquiditätsrisiko generiert wurde und Banken in Krisenzeiten großen Forderungen aussetzen würde, konnte jedoch bis Ausbruch der Finanzkrise 2007 als „alpha“ verbucht werden. Außerdem erforderten Off-Balance-Sheet-ABCP-Zweckgesellschaften lediglich ein Fünftel des Eigenkapitals im Vergleich zum Behalt in der Bilanz („regulatory arbitrage“).[1200] Zwischen 2000 und 2007 betrug das Volumen der von Banken garantierten Asset-Backed Securities und des deshalb nicht aus der Bilanz ersichtlichen Leverage etwa 85% der Bilanzsumme von Großbanken und etwas weniger als 70% für Banken insgesamt.[1201] Vor dem Hintergrund, dass Off-Balance-Sheet-Strategien einen wesentlich geringeren Eigenkapitalbedarf aufwiesen, ist es nicht verwunderlich, dass der Anstieg der Risiko-gewichteten Aktiva seit den frühen 2000er Jahren weitaus weniger ausgeprägt war als das Wachstum der Aktiva insgesamt (in sowie abseits der Bilanz). Obwohl hierdurch extremes Tail-Risk durch Banken eingegangen wurde, wurden Finanzinstitute von Regulatoren infolge der irreführend hohen Eigenkapitaldecken gemessen an risikogewichteten Aktiva als sicher wahrgenommen.[1202]

Tail-Risk-Strategien wurden auch von der *American International Group* (AIG) verfolgt, indem diese Gegenparteien spezifisch gegen Tail-Risk versicherte. Im Vorfeld der Finanzkrise war *AIG* zum wichtigsten Verkäufer von Credit Default Swaps (CDSs) aufgestiegen, die deren Käufer gegen den Zahlungsausfall eines bestimmten zugrundeliegenden Wertes versichern. *AIG Financial Products* verkaufte im Vorfeld der Finanzkrise CDSs auf Mortgage-Backed Securities und Collateralised Debt Obligations und versicherte Gegenparteien somit gegen einen Schock, der diese Instrumente treffen würde, sollte aber bei Materialisierung dieser Katastrophe infolge mangelhafter Diversifizierung außer Stande sein, die daraus resultierenden Forderungen zu bedienen. *AIG* hatte bis 2007 seinen Gegenparteien Kreditversicherungen gegen Vermögenswerte mit einem Nennwert von $500 Milliarden verkauft.[1203] Dies änderte jedoch nichts an den großzügigen Bonuszahlungen an den CEO von *AIG Financial Products*, Joseph Cassano, bis zu *AIG*s Zahlungsunfähigkeit. Im Zeitraum von 2002 bis 2007 verdiente Cassano zwischen $38 und $44,6 Millionen jährlich.[1204] Rajan (2005) fragte in diesem

[1200] Acharya & Schnabl (2009) – How Banks Played the Leverage Game, S. 83-94.
[1201] Kalemli-Ozcan, Sorensen & Yesiltas (2011) – Leverage Across Firms, Banks, and Countries, S. 15.
[1202] Siehe hierzu Acharya & Schnabl (2009) – How Banks Played the Leverage Game, S. 94-95.
[1203] Levine (2012) – The Governance of Financial Regulation, S. 19.
[1204] FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report, S. 141; Frye & Son (2011) – Cassano’s Pay.

Zusammenhang: „If firms today are implicitly selling various kinds of default insurance to goose up returns, what happens if catastrophe strikes?"[1205] Die Antwort sollte drei Jahre später folgen. 2008 schrieb *AIG*, als sich die Risiken aus den verkauften CDSs materialisierten, einen Jahresverlust von $99,3 Milliarden, der deren sämtlichen Gewinne seit den frühen 1990er Jahren, die größtenteils ausgeschüttet worden waren, auslöschte[1206] und Hilfskredite im Ausmaß von $126,1 Milliarden erforderlich machte,[1207] die später auf über $180 Milliarden ausgeweitet wurden.

8.5 TAIL-RISK & DAS VERGÜTUNGSSCHEMA

Das Eingehen von exzessivem Risiko in Form von Tail-Risk ist unter anderem dem Anreizsystem durch das Vergütungsmodell in Banken in Verbindung mit impliziten und expliziten staatlichen Garantien zuzuschreiben, das seit der Deregulierung zunehmend die Ausgabe von Optionen beinhaltete.[1208] In dieser Form wurde ein perverser Anreiz dafür geschaffen, private Gewinne zu maximieren, während Verluste weitgehend externalisiert werden konnten. Im Gegensatz zu Vergütungsmodellen im Nicht-Finanzsektor geht die Optionen-basierte Vergütung im Finanzsektor mit potenziell signifikanten Kosten für andere Parteien als die Eigentümer einher. Neben den Externalitäten von Bankenkrisen im Generellen sind in diesem Zusammenhang die expliziten (Einlagensicherung) und impliziten (TBTF) staatlichen Garantien von Bankverbindlichkeiten zu nennen. Diese Garantien erlauben es, einen signifikanten Teil der aus hohem Risiko resultierenden Verluste auf den Staat abzuwälzen, während die Garantien gleichzeitig die Anpassung der Fremdkapitalkosten an das gegebene Risiko verhindern. Walter & Weinberg (2002) berechneten, dass im Jahr 1999 das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor $5 Billionen in Form von expliziten und weitere $3,4 Billionen in Form von impliziten Garantien betrug. Somit waren 1999 etwa 45% der Gesamtverbindlichkeiten von US-Finanz-unternehmen von staatlicher Seite garantiert gewesen.[1209] In einer auf das Jahr 2009 aktualisierten Studie schätzen Malysheva & Walter (2010), dass sich explizite und implizite Garantien des Staates für den Finanzsektor um etwa 14 Prozentpunkte bzw. rund ein Drittel auf 59% der Gesamt-verbindlichkeiten erhöht hätten.[1210]

Das Ausmaß an staatlichen Garantien in Verbindung mit dem Vertrauen auf Selbstregulierung erlaubte es Finanzinstituten, ihr Risikolevel weitgehend ungehindert selbst zu bestimmen. Wie in Kapitel 8.3

[1205] Rajan (2005) – Has Financial Development Made the World Riskier, S. 20.
[1206] Zuill & Stempel (2009) – AIG Has $61.7 Billion Loss.
[1207] Sjostrom (2009) – AIG Bailout, S. 975.
[1208] Chen, Steiner & Whyte (2006) – Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking.
[1209] Walter & Weinberg (2002) – How Large Is the Federal Financial Safety Net.
[1210] Malysheva & Walter (2010) – How Large Has the Financial Safety Net Become.

dargelegt, haben selbst die Eigentümer von Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung keinen ökonomischen Anreiz, den Ausbau von Risiko zu verhindern. Und auch der Anreiz von Fremdkapitalgebern, das Risiko zu begrenzen, wurde durch die staatlichen Garantien weitgehend außer Kraft gesetzt. Dennoch war aber auf die Selbstregulierung des Finanzsektors vertraut worden, obgleich es für diese ökonomisch keinen Grund gibt. Da die Erhöhung des Risikos eine Möglichkeit darstellte, Vermögen vom Steuerzahler zu extrahieren, wurde das Risiko aktiv durch die Struktur der Managementvergütung ausgebaut. In diesem Zusammenhang ist auf die Gefahr sowohl von Aktienpaketen als auch Aktienoptionen zu verweisen. Aktienpakete gewähren dem Management infolge der Kapitalstruktur von Banken, die durch einen hohen Anteil an Fremdkapital gekennzeichnet ist, eine Option auf allfällige Gewinne, während es von den negativen Auswirkungen durch exzessives Risiko weitgehend abgeschirmt ist. Diese asymmetrische Partizipation stellt einen Anreiz dar, ein mehr als optimales Ausmaß an Risiko einzugehen. Die Gefahr, die von Aktienoptionen ausgeht, ist noch ausgeprägter. Denn insofern durch die Kapitalstruktur von Banken schon gewöhnliche Firmenanteile einer Option auf die Unternehmensgewinne gleichen, stellen Aktienoptionen im Bankensektor eine Option auf eine Option dar.[1211]

Aggressives Eingehen von Risiko liegt somit im Interesse des Bankmanagements, da hohe Profite hohe Bonuszahlungen auslösen, Verluste jedoch lediglich die Aktienoptionen wertlos werden lassen, ohne dass dabei zumindest ein Teil der Verluste durch das Management getragen werden muss. Wenngleich im oberen Teil lediglich vom Bankmanagement gesprochen wurde, ist die grundlegende Dynamik bei Bankangestellten dieselbe, da das Anreizsystem für Manager von denselben an Mitarbeiter weitergegeben wird, indem die Vergütungsmodelle von Mitarbeitern ähnlich gestaltet werden.

Das Aufnehmen von Tail-Risk ist zumindest aus zwei Gründen profitabel. Zum einen erlaubt es konstante, auf den ersten Blick Risiko-adjustierte Profite zu generieren, die erst bei genauerer Betrachtung über einen längeren Zeitraum als Kompensation für ein gewisses Risiko zu identifizieren sind. Insofern Bonuszahlungen im Finanzsektor üblicherweise auf kurzen Zeiträumen basierend stattfinden, verspricht die Aufnahme von Tail-Risk attraktive Bonuszahlungen über gegebenenfalls relativ lange Zeiträume. Zum anderen materialisiert sich Tail-Risk in der Regel nur unter extremen Marktbedingungen, in anderen Worten während Krisen. Da die Wahrscheinlichkeit großzügiger Hilfsmaßnahmen für den Finanzsektor in einem schwachen Finanzumfeld dramatisch zunimmt,[1212] verspricht diese Strategie, einen signifikanten Teil der Kosten zu externalisieren bzw. dem Steuerzahler zuzuschieben – insbesondere im Fall von systemisch bedeutsamen Banken und anderen Finanzinstituten. Abgesehen davon sind die mit Tail-Risk verbundenen Verluste oft derart ausgeprägt,

[1211] Vgl. Bebchuck & Spamann (2010) – Regulating Bankers' Pay für eine detaillierte Darstellung der Probleme in Hinblick auf die Managementvergütung im Bankensektor.
[1212] Vgl. hierzu Acharya & Yorulmazer (2007) – Too Many to Fail; Brown & Dinç (2012) – Too Many to Fail.

dass diese das von Banken gehaltene Eigenkapital um ein Vielfaches übersteigen können. Die beschränkte Haftung von Eigentümern stellt daher einen perversen Anreiz zur Aufnahme dieses Risikos dar. Durch den Umstand, dass viele Tail-Risk-Strategien abseits der traditionellen Bilanz stattfinden können, erhöhen diese außerdem die Performance-Kennzahlen von Banken bei gleichzeitiger Senkung der Kosten der Fremdfinanzierung durch realitätsfremde Eigenkapitalquoten.

Die Gefahr durch das Eingehen exzessiven Risikos durch Banken ist demnach ein ausgeprägtes und nicht leicht zu lösendes. Insofern nicht nur die Eigentümer einer Bank durch überhöhtes Risiko zu Schaden kommen können, ist die Lösung dieses Problems nicht durch die Verbesserung der Corporate Governance zu bewerkstelligen. Da Fremdkapitalgeber der riskantesten Banken (TBTF-Banken) weitgehend durch implizite Staatsgarantien geschützt sind, ist auch die Adjustierung durch diese nicht zu bewerkstelligen. Rajan (2008) schlägt deshalb vor, einen beträchtlichen Teil der Vergütung von der langfristigen Performance – unter Umständen weit über das Ausscheiden eines Bankmanagers hinaus – abhängig zu machen.

> *„True alpha can be measured only in the long run and with the benefit of hindsight – in the same way as the acumen of someone writing earthquake insurance can be measured only over a period long enough for earthquakes to have occurred. Compensation structures that reward managers annually for profits, but do not claw these rewards back when losses materialise, encourage the creation of fake alpha. Significant portions of compensation should be held in escrow to be paid only long after the activities that generated that compensation occur."*[1213]

Bebchuk & Fried (2003) bemerken, dass die Managementvergütung in den letzten zwei Jahrzehnten generell ein großes Interesse von Finanzökonomen angezogen hat und die Anzahl der Studien zu diesem Thema in den 1990er Jahre selbst den Anstieg von Managementgehältern übertraf. [1214] Ein Buch von Bebchuk & Fried mit dem suggestiven Titel „*Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*" legt nahe, dass astronomisch hohe Managementgehälter in der Regel nicht durch eine korrespondierende Wertschöpfung für Eigentümer gerechtfertigt sind.[1215] Anders als im Bankensektor geht im Nicht-Finanzsektor eine ungerechtfertigt hohe Managementvergütung jedoch zu Lasten der Eigentümer und stellt somit ein Corporate-Governance-Problem dar, um welches sich Aktionäre zu kümmern haben und das allenfalls eine Stärkung des Mitbestimmungsrechts der Aktionäre durch den Staat rechtfertigt. Im Bankensektor jedoch war (und ist) die Struktur der Managementvergütung direkt für das gestiegene Risiko und die zunehmende Fragilität des Finanzsystems verantwortlich. Das *Wall Street Journal* nannte 2009 das mangelhaft gestaltete

[1213] Vgl. Rajan (2008) – Bankers' Pay Is Deeply Flawed; Rajan (2005) – Has Financial Development Made the World Riskier.
[1214] Bebchuk & Fried (2003) – Executive Compensation as an Agency Problem, S. 1.
[1215] Bebchuk & Fried (2004) – Pay Without Performance.

Anreizsystem durch Managementgehälter im Finanzsektor deshalb „one of [the] most fundamental causes“ für die Weltfinanzkrise.[1216]

Maßgeblichen Anteil an der Schuld treffen hier unter anderem Greenspan und andere Regulatoren als Garantiegeber durch Steuergelder, die ihrer Verantwortung gegenüber der Bevölkerung im Glauben an freie Märkte nicht gerecht wurden. Der Markt ist in der Tat ein strikter Regulator. Kaufman formuliert es schön wie folgt: „[M]ost industries in the United States are not regulated by the government. But their performance is regulated. It is regulated by the private marketplace.” [1217] Wenn marktwirtschaftliche Prozesse, die das Aufnehmen von Risiko verhindern würden, durch staatliche Garantien für den Finanzsektor jedoch außer Kraft gesetzt werden, kann und wird ein freier Markt nicht mehr disziplinierend auf diese mit Garantien versehenen Firmen einwirken. Infolge dessen kann nicht mehr auf die selbstregulierenden Kräfte der Finanzindustrie gesetzt werden. Das Vertrauen auf Selbstregulierung in einem von staatlichen Garantien verzerrten Markt muss deshalb als das identifiziert werden, was es ist: auf theoretischer Basis verfehlt und durch praktische Erfahrungen erwiesen kostspielig für Steuerzahler!

[1216] Blinder (2009) – Crazy Compensation and the Crisis.
[1217] Kaufman (1995) – The US Financial System, S. 377.

9 SCHLUSSWORT

9.1 ZUSAMMENFASSENDE ANALYSE DER DISSERTATION

Das Versagen internationaler Finanzmärkte in den Jahren 2007-2009 ging mit einer Infragestellung eines auf freien und selbstregulierten Märkten basierenden Kapitalismus einher, dessen Vorherrschen im Mittelpunkt vieler Erklärungsversuche für die Weltfinanzkrise steht. Vielfach wird die Liberalisierung des Banken- und Finanzsektors dafür verantwortlich gemacht, dass Angestellte in diesem Bereich übermäßige Risiken eingehen und so das Finanzsystem und in weiterer Folge das Wirtschaftssystem an den Rand des Abgrunds treiben konnten.[1218] Die vorliegende Dissertation unterzog diese These einer Überprüfung und kommt zum Ergebnis, dass nicht ein ungezügelter Laissez-Faire-Kapitalismus für die Weltfinanzkrise verantwortlich war, sondern vielmehr das Zusammenspiel von Deregulierung und staatlichen Interventionen. Obgleich die letzten drei Jahrzehnte fraglos von Deregulierung – insbesondere im Finanz- und Bankensektor – gekennzeichnet waren, so ist der Schluss, dass hierdurch ein liberalisiertes Finanzsystem geschaffen wurde, verfehlt. Denn während der Bankensektor im Verlauf der letzten Jahrzehnte sukzessiv dereguliert wurde, war das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor, dessen Existenz im krassen Gegensatz zu einer konsequenten Liberalisierungspolitik steht, nicht reduziert oder reformiert, sondern im Gegenteil sowohl in quantitativer als auch qualitativer Weise ausgeweitet worden. Für diesen inkonsequenten Abbau staatlicher Eingriffe in das Banken- und Finanzsystem, basierend auf einem mangelhaften Verständnis von Liberalisierung, wurde der Begriff **„selektive Liberalisierung“** gewählt, der den sozial schädlichen, eklektischen Charakter des Zugangs zur (De-)Regulierung der Finanzmärkte durch politische Entscheidungsträger widerspiegeln soll. Die in dieser Dissertation unternommene Analyse legt deshalb nahe, dass entweder die staatliche Sphäre zu ausgeprägt (Sicherheitsnetz) oder aber in zu geringem Maße (Regulierung) vorhanden war. Um diese auf den ersten Blick widersprüchlich anmutende Aussage (Oxymoron) aufzuklären, wurde das 20. Jahrhundert aus einem wirtschaftshistorischen und finanztheoretischen Blickpunkt betrachtet und die Geschichte von Regulierung und Deregulierung in den USA seit etwa Mitte des 19. Jahrhunderts untersucht. Die gewonnenen Ergebnisse der Untersuchung zeigen, dass die Finanzkrise auf das eigendynamische Zusammenspiel des sukzessive deregulierten Finanzsektors bei fortdauernder und maßgeblicher Präsenz der staatlichen Sphäre – insbesondere in Form des staatlichen Sicherheitsnetzes – zurückzuführen ist. Die anhaltend wichtige Rolle des Staates im Finanzsystem hatte – besonders nach weitreichenden deregulatorischen Maßnahmen seit den 1980er Jahren – eine stark verzerrende

[1218] Vgl. Vucheva (2008) – ‘Laissez-Faire‘ Capitalism Is Finished; Roubini (2009) – Laissez-Faire Capitalism Has Failed; Stiglitz (2009) – Capitalist Fools.

Wirkung auf den Finanzsektor, indem das Eingehen exzessiven Risikos staatlich gefördert wurde, anfallende Verluste aber oft sozialisiert wurden. Dies hatte den Bankensektor zunehmend fragil gestaltet und zu einem permanenten krisenähnlichen Zustand geführt, der eine zusehends wichtigere Rolle des Staates zur Stabilisierung erforderlich machte. Dies hatte wiederum zur Folge, dass einzelne Finanzinstitute sowie das Finanzsystem insgesamt nie das volle Ausmaß der Konsequenzen sozial schädlicher Risikoneigung zu spüren bekamen, was zu einer anhaltenden Blase im Finanzsektor führte. Die dynamische Interaktion des Finanz- und Bankensektors mit staatlichen Regulierungen, Regulatoren und Gesetzen führte so zu einem Spannungsverhältnis, das letztlich in der Weltfinanzkrise mündete. Minsky (2008) und Kindleberger (2005) schlagen ein verhaltensbasiertes Erklärungsmodell für Blasen vor (Minsky-Kindleberger-Modell – MK-Modell), das die Bildung derselben auf die menschliche Tendenz zur Übertreibung zurückführt.[1219] Nach Minsky und Kindleberger bilden sich Blasen über drei Phasen, deren erste durch einen anfänglichen Schock („Displacement“) eingeleitet wird. In der anschließenden „Boom“-Phase kommt es im Rahmen zunehmender Konkurrenz unter den Finanzinstituten zu einer Ausweitung von Bankkrediten, die das Preisniveau steigen lassen. Die letzte Blasenphase („Euphoria“) wird zunehmend von Spekulation und einer „Greater Fool“-Mentalität gekennzeichnet. Im Vordergrund steht hier nicht mehr der Kauf von Wertpapieren wegen ihres inneren Wertes oder die Kreditvergabe nach Abwägung des Kreditrisikos. Vielmehr wird in dieser Phase ein kontinuierlicher Preisanstieg gemäß dem Trend der vorangegangenen beiden Phasen angenommen, ohne welchen viele Investments und Kredite in Schieflage geraten. Die beiden letzten Phasen des MK-Modells beschreiben das Platzen der Blase. Erste Anzeichen des nachlassenden Preisanstiegs gibt die Phase „Financial Distress“, während welcher erste Insiderverkäufe einsetzen. Infolge fehlender Nachfrage kann es dann zu einer Panik kommen („Revulsion“), in welcher sich verschuldete Marktteilnehmer zu entschulden versuchen und so einen Teufelskreis in Gang setzen (Minsky-Moment).

Die Validität des Minsky-Kindleberger-Modells in Hinblick auf die Finanzkrise von 2007-2009 wird von Calomiris (2008) angezweifelt, unter anderem auf Grundlage der Beobachtung, dass das Modell unfähig ist, die relative Tiefe und Ausgeprägtheit der Krise von 2007-2009 zu erklären. Calomiris bemerkt hierzu: „[B]oom and bust cycles should be pretty similar in their length and severity. […] If one wants to know why this particular turmoil of 2007-2008 is so much worse than others in the past, the Minsky-Kindleberger view is going to be hard pressed to explain it.”[1220] Obgleich diese Kritik vordergründig gerechtfertigt scheint, so ignoriert sie einen möglichen unterschiedlich stark ausgeprägten Hang zu Übertreibungen infolge eines variierenden „this time is different“-Glaubens. Ungeachtet dessen zeigte vorliegende Arbeit, dass die Interaktion zwischen dem privaten Sektor (Finanzsektor) und der

[1219] Minsky (2008) – Stabilizing an Unstable Economy; Kindleberger & Aliber (2005) – Manias, Panics, and Crashes.
[1220] Calomiris (2008) – The Subprime Turmoil, S. 17-18.

staatlichen Sphäre (Regulatoren, Regulierung, Gesetze, Interventionen) zu drei einander folgenden Boomphasen führte, die stark jenen des Minsky-Kindleberger-Modells gleichen. Der Kritik Calomiris' wurde dadurch begegnet, dass das Modell nicht auf die sonst übliche Zeitspanne einiger Jahre angewendet wird, sondern etwa auf die vergangenen 80 Jahre (beginnend ungefähr 1930). Zentrale These der vorliegenden Arbeit war, dass sich innerhalb der letzten Jahrzehnte eine Minsky-Kindleberger-Superblase bildete, die sich aus verschiedenen kleineren – normalen – MK-Blasen zusammensetzte. Infolge der sukzessiv wichtiger werdenden Rolle des Staates, den Bankensektor während Finanzmarktturbulenzen mit zunehmend aggressiven Maßnahmen zu stabilisieren, wurde hinsichtlich Finanzmarktschocks jedoch die bereinigende Wirkung der vierten und fünften MK-Phasen ausgeschaltet, was eine Anpassung des Banken- und Finanzsektors verhinderte und künftige Krisen begünstigte. Da im Rahmen der geringere Zeiträume umfassenden kleineren MK-Blasen die korrigierende vierte und fünfte Phase oft außer Kraft gesetzt wurde, wird vorliegendes Erklärungsmodell einer Super-Minsky-Kindleberger-Blase dem Umstand der relativen Ausgeprägtheit der Finanzkrise von 2007-2009 gerecht. Die in dieser Dissertation identifizierten und beschriebenen, etwa acht Jahrzehnte umspannenden drei MK-Phasen können wie folgt zusammengefasst werden:

1933 war in den Vereinigten Staaten einer der weitreichendsten Regierungseingriffe in den Privatsektor durchgeführt worden, indem Bankeinlagen durch den Staat gesichert wurden. Wie aus Einlagensicherungsexperimenten im 19. und frühen 20. Jahrhundert in den Vereinigten Staaten auf bundesstaatlicher Ebene schon bekannt war, ist die unerwünschte Begleiterscheinung der staatlichen Versicherung von Bankobligationen jedoch eine Erhöhung der Risikoeigenschaften von Banken (Moral Hazard). Denn in erster Linie sind sowohl die Fremdkapitalkosten als auch die Profite einer Bank Funktionen des eingegangenen Risikos. Da die staatliche Versicherung von Einlagen einen potenziell signifikanten Anteil des Fremdkapitals nicht-variabel gestaltet, sodass die Verzinsung desselben nicht mehr durch die Risikocharakteristika der Bank bestimmt wird, der Profit jedoch nach wie vor maßgeblich eine Funktion des Portfoliorisikos darstellt, läuft die staatliche Garantie von Einlagen Gefahr, riskantes Verhalten von Banken zu fördern. Dieser Gefahr sollte 1933 durch verschiedene wettbewerbsmindernde Verfügungen – wie die funktionale Trennung der unterschiedlichen Finanzsektoren (Trennbankensystem, oft als Glass-Steagall bezeichnet), geografische Restriktionen und Zinsobergrenzen – begegnet werden. Die weitgehende Abschottung vor Wettbewerb hatte Banklizenzen einen beträchtlichen Wert verliehen, der dadurch hoch gehalten wurde, dass diese nach diskretionären Richtlinien und nur nach Bedarf und daher äußerst restriktiv vergeben wurden. Der Verlust einer Banklizenz führte daher zu signifikanten monetären Einbußen und zum Verlust der damit in Verbindung stehenden ökonomischen Renten, die ein übermäßig riskantes Verhalten von Banken verhindern sollten. Tatsächlich waren die folgenden Jahrzehnte von einem äußerst stabilen

Bankensystem geprägt, in welchen Banken- und Finanzkrisen als ein Relikt der Vergangenheit angesehen wurden. Neben dem Geringhalten des inter- als auch intrasektoralen Wettbewerbs war die weitgehende Abwesenheit von Finanzkrisen unter anderem auf die gesamtwirtschaftliche Prosperität der Nachkriegszeit zurückzuführen. Diese hatte das Funktionieren des Einlagensicherungssystems maßgeblich begünstigt und einen – trotz der gleichzeitig eingeführten wettbewerbsminderten Maßnahmen festzustellenden – Ausbau der Risikoeigenschaften der Bankenlandschaft erfolgreich kaschiert. Entgegen der vorherrschenden Meinung in Hinblick auf den Zeitraum von 1933 bis in die 1970er Jahre wurde der Bankensektor durch die staatliche Versicherung von Einlagen daher nicht stabiler gestaltet. Vielmehr passte sich der Bankensektor an die weitreichenden Vorteile des Einlagensicherungsschutzes an, indem das gehaltene Eigenkapital zunehmend reduziert und das Risiko der Aktiva erhöht wurde. Diese inhärente Instabilität wurde jedoch von der staatlichen Versicherung von Bankeinlagen kaschiert, die den Rückerhalt der Einlagen in voller Höhe unabhängig von der ökonomischen Gesundheit der betreffenden Einlageninstitute machte und deswegen auch riskanten Instituten eine stabile Einlagenbasis gewährte. Die inhärente strukturelle Schwäche des Bankensektors wurde somit in der Nachkriegszeit von der strikten Regulierung der Finanzinstitute sowie dem Nachkriegsboom erfolgreich überdeckt.

Letztlich bleibt festzustellen, dass die Einführung der staatlichen Einlagensicherung auf US-weiter Ebene einen Paradigmenwechsel in Hinblick auf die Finanzmärkte und insbesondere die Rolle des Staates in denselben darstellte. In der vorliegenden Dissertation wurde dieser „Schock“ als das die erste Phase des Minsky-Kindleberger-Modells einläutende „Displacement“ identifiziert, der die Entwicklung der Finanzmärkte und besonders die des Bankensektors nachhaltig beeinflussen sollte.

Beginnend in den 1970er Jahren begann das Nachkriegssystem jedoch zunehmend zu erodieren. Die einsetzende Deregulierung war verschiedenen Faktoren zuzuschreiben. Besonders hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang der Fall des Keynesianismus als wirtschaftspolitisches Paradigma, der weitreichenden staatlichen Eingriffen bis zu diesem Zeitpunkt eine Legitimierungsgrundlage geliefert hatte. Seit Mitte des 20. Jahrhunderts stellte sich die keynesianisch-interventionistische Wirtschaftspolitik als nicht kompatibel mit neuen wirtschaftlichen Phänomenen heraus, und die Effizienz keynesianischer Wirtschaftssteuerung wurde zunehmend in Frage gestellt. Insbesondere hatte das gleichzeitige Auftreten von Inflation und Arbeitslosigkeit (Stagflation) und somit die Falsifizierung der Philipps-Kurve den keynesianischen Stimulus nicht-funktional gestaltet. Diese Entwicklung hatte Milton Friedman, der die Validität der Philipps-Kurve schon lange in Frage gestellt hatte, zu Bekanntheit und Einfluss verholfen. In weiterer Folge sollte Friedman, der der staatlichen Lenkung privatwirtschaftlicher Abläufe kritisch gegenübergestanden war, maßgeblich zur Renaissance der (neo-)klassischen Ökonomie beitragen, die exzessive Regulierung als nicht förderlich für den

Wirtschaftssektor ansieht. Einen weiteren Erklärungsfaktor für die in den 1970er Jahren einsetzende Deregulierung des Finanzsektors stellte die zunehmende Infragestellung von Regulierung im Allgemeinen durch die empirische Feststellung dar, dass diese anstatt der Bevölkerung oft die Regulierten selbst begünstigte. Diese Punkte in Verbindung mit einem zunehmend umfangreichen Korpus an Forschung, der die Effizienz von Märkten scheinbar bestätigte, stellten dem Bankensektor machtvolle Instrumente zur Forderung von weniger Regulierung zur Verfügung, was die Deregulierung des Finanzsektors nahezu unausweichlich machte. Vor allem bei Alan Greenspan als „cheerleader of deregulation", der während seines beinahe zwei Jahrzehnte andauernden Vorsitzes über das Federal Reserve System maßgeblichen Einfluss auf andere politische Entscheidungsträger ausübte, fiel dieser Lobbyismus auf offene Ohren. Im Gegensatz zu anderen Sektoren ergab sich jedoch bei der Deregulierung des Finanzsektors ein gravierendes Problem, da dieser ein traditionell und historisch stark regulierter Sektor dargestellt hatte. Entgegen der logischen Vermutung, dass zeitgleich mit der Deregulierung und Beseitigung regulativer Restriktionen das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor als extreme Ausprägung staatlicher Verwicklung in die Privatwirtschaft zurückging, war dies nicht der Fall. Im Gegenteil wurde dieses sukzessive ausgeweitet. Somit ergaben sich in Hinblick auf die „Deregulierung" des Finanzsektors dieselben Probleme wie im Zusammenhang mit Regulierung nach Stigler (1971):[1221] nämlich dass die Deregulierung vom deregulierten Sektor – von der Finanzindustrie – vereinnahmt wurde. Indem der Banken- und Finanzsektor nur teilweise liberalisiert bzw. reformiert wurde, hatten sich die für den Bankensektor positiven Regulierungsteile – d.h. das staatliche Sicherheitsnetz – in ihrer Wirkung und besonders in ihrer Gefahr potenziert. In Kombination mit der liberaleren Vergabe von Banklizenzen und dem aufkommenden Shadow-Banking-System, welches in direkten Wettbewerb zu Banken trat, hatte sich außerdem der Franchise-Wert von Banklizenzen verringert und so das Eingehen von exzessivem Risiko attraktiver gestaltet.

Das Resultat dieser selektiven Liberalisierung war eine sukzessive Ausweitung der Anlagebefugnisse von Banken und anderen Finanzunternehmen sowie die Eliminierung anderer Restriktionen bei gleichzeitiger Aufrechterhaltung des staatlichen Sicherungsnetzes. Das parallele Vorantreiben von Laissez-Faire-Deregulierung und der Ausweitung von staatlichen Garantien für den Finanzsektor hatte das Finanzsystem zunehmend instabil gestaltet, indem Interessenskonflikte und Moral Hazard gefördert wurden. Die Folge dieser unüberlegten und inkonsequenten „Liberalisierung" war eine Zunahme an Finanz- und Bankenkrisen. Während der 1980er Jahre sahen sich staatliche Institutionen und Regulatoren mit zwei großen Krisen konfrontiert. Anfang der 1980er Jahre geriet eine Vielzahl südamerikanischer Länder in Zahlungsschwierigkeiten. Aufgrund des hohen Exposures US-

[1221] Stigler (1971) – Economic Regulation.

amerikanischer Banken reagierte die Reagan-Administration mit weitreichenden staatlichen Interventionen, um Abschreibungen bei heimischen Finanzinstituten zu verhindern, die den Bankrott vieler großer Finanzinstitute bedeutet hätten. Auch im Rahmen der „Savings &Loan"-Krise, die die US-Sparinstitute in den 1980er und frühen 1990er Jahren traf und auf eine einseitige Liberalisierung bei gleichzeitiger Erhöhung des Einlagenschutzes zurückzuführen war, wurde zur Bereinigung nicht auf marktwirtschaftliche Prozesse vertraut, sondern dem „Savings &Loan"-Sektor in ungeahntem Ausmaß außerordentliche Hilfestellung gewährt. Hier wird augenscheinlich, dass das regulatorische System nicht nur bei Finanzinstituten zu Interessenkonflikten führte, sondern auch bei Politikern und anderen Entscheidungsträgern. Die letzteren hatten nämlich einen Anreiz, Probleme in Hinblick auf das Finanzsystem oder einzelne Institute aufzuschieben, um ihren Ruf zu schützen. Dieses Muster setzte sich während der letzten Jahrzehnte kontinuierlich fort, indem das staatliche Sicherheitsnetz für den Finanzsektor sukzessive ausgeweitet wurde, um die potenziell katastrophalen Folgen einer Banken- bzw. Finanzkrise zu verhindern. Von besonderer Bedeutung war in diesem Zusammenhang das Aufkommen der Problematik, Institute infolge ihrer Größe und Vernetzung aufzufangen (Too-Big-to-Fail – TBTF). Das TBTF-Dogma hatte seit den frühen 1980er Jahren bis 2007 wiederholt einzelne Banken und andere Finanzinstitute vor der Insolvenz bewahrt. Über den Zeitraum der letzten drei Jahrzehnte entwickelte sich das Phänomen TBTF zu einem immer ernstzunehmenderen Problem.[1222] Zwei Deregulierungsmaßnahmen sind in diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung: der Fall des Trennbankensystems und die Deregulierung des „over-the-counter"-Marktes. 1999 war durch den Gramm-Leach-Bliley-Act (GLBA) das durch den Glass-Steagall Act eingeführte Trennbankensystem aufgehoben worden, das seit 1933 das traditionelle Bankengeschäft vom Wertpapiergeschäft getrennt hatte. Der Gramm-Leach-Bliley Act ist aus zwei Gründen nur schwer mit dem öffentlichen Interesse zu erklären. Zum einen war es in den 1990er Jahren schon zu einer ausgeprägten Konsolidierung mit vielen Megamergers (Fusionen von Banken mit einer jeweiligen Bilanzgröße ab $10 Milliarden) und gar Supermegamergers (jeweils mehr als $100 Milliarden Bilanzgröße) gekommen, in deren Zuge sich der Marktanteil der zehn größten Banken von 25,6% im Jahr 1990 auf 44,8% im Jahr 1999 vergrößert hatte.[1223] Zum anderen ermöglichte es der GLBA Banken, branchenübergreifend zu wachsen und so weiter an Größe zuzunehmen. Dies erscheint vor dem Hintergrund verwunderlich, dass bis 1999 das TBTF-Problem schon besorgniserregende Ausmaße angenommen hatte. Seit Aufkommen des Begriffs im Jahr 1984 durch die Rettung von *Continental Illionois* war die TBTF-Doktrin 1999 durch die von der

[1222] Für einen theoretischen Überblick über die TBTF-Thematik siehe Stern & Feldman (2009) – Too Big to Fail. Einen sehr guten Einblick in das Aufkommen des TBTF-Dogmas einschließlich einer detaillierten Beschreibung der einzelnen TBTF-Rettungen bis Mitte der 1980er Jahre gibt Sprague (2000) – Bailout. Vgl. außerdem FCIC (2010) – Government Rescues of "Too-Big-to-Fail" Financial Institutiond für einen generellen Abriss der TBTF-Problematik, einschließlich der Maßnahmen, die während der Weltfinanzkrise 2007-2009 ergriffen wurden.
[1223] Stiroh & Poole (2000) – Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s, S. 2.

Federal Reserve orchestrierte Rettung von *Long-Term Capital Management* (*LTCM*) de facto auf Hedgefonds ausgeweitet worden. Spätestens der *Fall Long-Term Capital Management* hatte außerdem einen weiteren Aspekt des TBTF-Problems aufgezeigt: nämlich, dass nicht nur die Größe des betreffenden Finanzinstituts ausschlaggebend für staatliche Rettungsmaßnahmen ist, sondern auch – und wahrscheinlich bedeutender – deren Vernetzung. *LTCM* hatte Derivatepositionen mit einem Nennwert von $1,4 Billionen gehalten, rund die Hälfte davon stellten sogenannte „over-the-counter"-Derivate dar. Das daraus resultierende Exposure für andere Finanzinstitute hatte Regulatoren dazu bewogen, Banken zu einer Rettung von *LTCM* zu animieren. Trotz dieser Ereignisse befreite der Commodity Futures Modernization Act von 2000 den „over-the-counter"-Markt von jeglicher staatlichen Aufsicht. Dieser Schritt erlaubte es Finanzinstituten, einen großen Teil ihrer Risiken zu verschleiern und sowohl Regulatoren als auch Fremd- und Eigenkapitalgeber über das wahre Ausmaß ihres Risikos zu täuschen. Dies wiederum führte zu einer zunehmenden Vernetzung von Finanzinstituten, die das TBTF-Problem verstärkte.

Insgesamt kann festgestellt werden, dass staatliche Institutionen unter maßgeblichem Mitwirken der Federal Reserve stark daran daran beteiligt waren, marktwirtschaftliche Charakteristika für den Bankensektor und hier besonders für große, vernetzte Finanzinstitute weitgehend außer Kraft zu setzen. Vor allem sind in dieser Hinsicht die TBTF-Doktrin, nicht korrekt gepreister Einlagenschutz sowie die Ausweitung der Lender-of-Last-Resort-Funktion und der Greenspan-Put zu nennen, die es Finanzinstituten erlaubten, ein ungeahntes Ausmaß an Risiko aufzunehmen, während diese vor den Folgen des Eingehens extremen Risikos weitgehend geschützt waren. Das Wissen darum, Too-Big-to-Fail zu sein, stellte einen großen Anreiz dar, mehr als ein sozial optimales Maß an Risiko, das heißt mehr Risiko als ohne Sicherheitsnetz, aufzunehmen und so gewissermaßen den TBTF-Status auf den Prüfstand zu stellen. Somit kann TBTF-Status zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung führen. Stellt sich eine TBTF-Rettung tatsächlich ein, so vergrößert dies wiederum den Anreiz für andere Finanzunternehmen, TBTF-Status zu erlangen, um die damit verbunden Vorteile wie geringere Finanzierungskosten zu erhalten.

Somit ergibt sich für die letzten Jahrzehnte das Bild einer äußerst einseitig vorangetriebenen „Deregulierung", die in vorliegender Arbeit „selektive Liberalisierung" genannt wurde. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang der Umstand, dass die privaten Interessen des Bankensektors auf ein verfehltes, weil inkonsistentes ideologisches Gebilde von Regulatoren und allen voran des mächtigen Regulators Greenspans trafen. Dieser hatte, basierend auf seiner der Realität nicht gerecht werdenden ideologischen Überzeugung, die Interessen des Bankensektors unverändert und ohne zu hinterfragen übernommen und in weiterer Folge unterstützt. Greenspan und andere Regulatoren ignorierten in diesem Zusammenhang die Nichtfunktionalität ihrer Überzeugung infolge des durch den

Staat eingerichteten Sicherheitsnetzes. Klarerweise hatte die Einführung von staatlicher Einlagensicherung das Verlustrisiko auf den Staat verlagert und deswegen die Notwendigkeit der Bankdisziplinierung von privaten Marktteilnehmern auf den Staat und dessen regulativen Apparat transferiert. Dennoch begünstigte Greenspan die sukzessive Abschaffung der risikomindernden Verfügungen, die zum alleinigen Zwecke errichtet worden waren, den Staat vor Verlusten durch die vom staatlichen Sicherheitsnetz ausgehenden Gefahren durch Moral Hazard zu schützen. Stattdessen wurde vermehrt auf die Selbstregulierung des Finanz- und Bankensektors vertraut. Hierbei wurde übersehen, dass die durch das staatliche Sicherheitsnetz geschaffenen Externalitäten eine effektive Selbstregulierung unmöglich gestalteten. Es überrascht deswegen nicht, dass beispielsweise bankinterne Eigenkapitalberechnungen mehr als Instrument zur Rechtfertigung für das Eingehen exzessiven Risikos als als Instrument zum Risikomanagement angesehen wurden. Denn eine die Realität widerspiegelnde Einschätzung des Risikos und ein diesbezügliches Handeln standen im Widerspruch zum ökonomischen Anreiz, den das staatliche Sicherheitsnetz geschaffen hatte. Ähnliche Probleme ergaben sich durch die Ratingagenturen, deren Tätigkeit von Regulatoren als marktbasierte Regulierung gesehen wurde, denen aber nicht durchdachte Regierungsvorschriften ein Monopol auf die Bewertung von Wertpapieren geschaffen hatten. Indem staatliche Vorschriften Ratings für viele Geschäfte zu einer zwingenden Voraussetzung gemacht hatten, wurde die Nachfrage nach diesen nicht mehr von der Kompetenz der Einschätzung der Ratingagenturen bestimmt, sondern vermehrt von deren Entgegenkommen, möglichst positive Ratings zu vergeben. Der Wettbewerb unter den drei wichtigsten Ratingagenturen hatte ein „*Race to the Bottom*“ eingeläutet, das deren Sinn ad absurdum führte und die großangelegte Emission von Subprime-Krediten erst ermöglichte, indem Ratingagenturen zu den willfährigen Helfern der Emittenten wurden.[1224]

Bis Ausbruch der Weltfinanzkrise 2007 war das Vorgehen insbesondere von TBTF-Instituten zunehmend riskanter geworden, sodass der Kollaps des Bankensektors nur durch wiederholte staatliche Interventionen verhindert werden konnte und dessen Funktionieren zunehmend auf dem Vorhandensein staatlicher Garantien basierte. Es verwundert aus diesem Grund nicht, dass große, komplexe und vernetzte Banken im Zentrum der Weltfinanzkrise von 2007-2009 standen. Da auch Regulatoren ihre Pflicht vernachlässigt hatten, ihrer Funktion als Garantiegeber nachzukommen, waren wahrhaft paradiesische Zustände für den Bankensektor geschaffen worden, durch eine extreme Aufnahme von Risiko den erwarteten persönlichen Gewinn zu maximieren, während die Kehrseite des Risikos – Verluste – die Steuerzahler zu tragen hatten.

[1224] Vgl. Lowenstein (2008) – Triple-A Failure; Calomiris (2009) – A Recipe for Ratings Reform; Chan (2010) – Documents Show Internal Qualms at Rating Agencies; Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis, S. 268-313.

Der Zeitraum seit etwa 1980 wurde als mit der zweiten Phase des Minsky-Kindleberger-Modells („Boom“) korrespondierend identifiziert. Infolge der in den 1970er und besonders in den 1980er Jahren einsetzenden Deregulierung – beziehungsweise einseitigen Liberalisierung – des Banken- und Finanzsektors kam es neben der Ausweitung des Problems von TBTF zu einer Angleichung der Geschäftsmodelle von Geschäftsbanken, Investmentbanken und teilweise Versicherungsgesellschaften, die darüber hinaus in direkte Konkurrenz mit dem Shadow-Banking-System traten. Die Folge der Homogenisierung der Geschäftsaktivitäten im Sektor für Finanzdienstleistungen war ein erbitterter Kampf um Marktanteile, der allzu oft hochriskante Strategien im Rahmen eines „*Race to the Bottom*“ einschloss und zu einer extremen Ausweitung der Kreditvergabe führte. Die rapide Kreditausweitung seit etwa den 1990er Jahren war vornehmlich der Vergabe von Hypothekenkrediten zuzuschreiben und führte deshalb zu nachhaltig steigenden Immobilienpreisen, die die zunehmend lockere Kreditvergaben augenscheinlich rechtfertigten.

Die systematische Stützung des Bankensektors hatte zu einer dramatischen Fehlallokation von Ressourcen und nicht zuletzt zu einem überproportionalen Anteil des Volkseinkommens geführt, der in den Finanzsektor floss und in keinem Verhältnis zu dessen Wertschöpfung stand. Diese ökonomischen Renten hatten ihrerseits zu einem Anstieg der Ungleichheit beigetragen. Anstatt die Ursachen zunehmender Ungleichheit zu bekämpfen, entschlossen sich politische Entscheidungsträger aber gezielt, die Eigenheimfinanzierung der Bevölkerung zu unterstützen, um die real fallende Kaufkraft einer breiten Bevölkerungsschicht zumindest kurz- und mittelfristig auszugleichen. Diesbezügliche Initiativen lassen sich bis in die 1980er Jahre zurückverfolgen, nahmen aber in den 1990er Jahren und verstärkt Anfang des 21. Jahrhunderts an Bedeutung zu. Das Resultat dieser staatlichen Eigenheiminitiativen war ein substanzieller Anstieg der Eigenheimbesitzer, die zunehmend Personen einkommensschwacher Bevölkerungsschichten einschlossen (Subprime-Kredite).[1225] Zu Anfang des Jahrtausends wurde dieser Trend durch die expansive Geldpolitik der Federal Reserve maßgeblich verstärkt. Aus Furcht vor Deflation und um rückgängigen Konsumausgaben entgegenzuwirken, setzte die Federal Reserve nach Platzen der dot.com-Blase verstärkt auf die Geldpolitik, um den privaten Konsum anzuheizen. Diese Zielsetzung wurde durch die systematische Stützung des Häusermarktes verfolgt. Gestiegene Immobilienpreise sollten kreditfinanzierten Konsum fördern und dadurch positive Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität haben. Diese gezielte Zinspolitik der Federal Reserve hatte dahingehend Erfolg, den Konsum der einkommensschwachen Bevölkerung zu gewährleisten, führte aber gleichzeitig zu einer Kreditblase. In Hinblick auf die Schaffung und Aufrechterhaltung der Immobilienblase spielten die beiden Government-Sponsored Enterprises (GSEs)

[1225] Für einen kurzen Überblick über die Subprime-Blase siehe Shiller (2008) – The Subprime Solution sowie Gramlich (2007) – Subprime Mortgages.

Fannie Mae und *Freddie Mac* eine wichtige Rolle. Diese trugen maßgeblich zur stetig abnehmenden Kreditqualität bei und etablierten letztlich die Nutzung von forderungsbesicherten Wertpapieren (MBSs, CDOs, etc.), die im Zentrum der Weltfinanzkrise standen. Im Austausch für weitreichende staatliche Privilegien waren die beiden GSEs zu einem wichtigen Instrument des Kongresses geworden, den Eigenheimanteil in der Bevölkerung auf sukzessiv weniger geeignete Haushalte auszuweiten. Die Niedrigzinspolitik der Federal Reserve hatte dabei in zweierlei Hinsicht zur Ausweitung der Subprime-Kredite beigetragen. Einerseits hatte das niedrige Zinsniveau Eigenheimkredite für eine zunehmend größer werdende Bevölkerungsschicht auf den ersten Blick finanzierbar gestaltet. Andererseits hatten geringe bzw. real negative Zinsen die Nachfrage nach alternativen Investitionsmöglichkeiten angeheizt, welche in forderungsbesicherten Wertpapieren gefunden zu sein schienen und bei vergleichbarem Risiko eine höhere Verzinsung als Staatsanleihen versprachen. Nicht zuletzt hatte die Immobilien- und Subprime-Blase den Finanzsektor mit einem großen Universum an riskanten Anlagewerten versorgt, mit Hilfe derer Banken ihren Risikograd beinahe beliebig auszubauen befähigt waren. Infolge des außerordentlichen staatlichen Schutzes für TBTF-Banken überrascht es nicht, dass Großbanken im Mittelpunkt der Weltfinanzkrise standen, deren hohe Verluste weitreichende staatliche Rettungen erforderlich machten.

Übereinstimmend mit der dritten Phase des Minksy-Kindleberger-Modells („Euphoria“) kam es Anfang des dritten Jahrtausends zu einer Übertreibung im Immobiliensektor und insbesondere im Markt für hochriskante Subprime-Kredite. Infolge der rückläufigen Nachfrage nach konventionellen Hypothekendarlehen kam es um die Jahrtausendwende zu einer substanziellen Ausweitung der Kreditvergabe an einkommensschwächere Bevölkerungsschichten, um das Kreditvergabevolumen aufrechterhalten zu können. Die rasche Preissteigerung im Subprime-Markt basierte maßgeblich auf einer ausgeprägten „Greater Fool“-Mentalität, die so lange Bestand hatte, bis der Wert der in zunehmend komplexeren forderungsbesicherten Wertpapieren verpackten Hypothekenkredite nachhaltig in Frage gestellt wurde. Maßgeblich gefördert wurde der rasante Preisanstieg für Immobilien dabei durch die zunehmende Bedeutung von forderungsbesicherten Wertpapieren, die zu einem „this time is different“-Denken Anlass gaben,[1226] die vermehrte Nutzung von Credit Default Swaps, die eine effiziente Verteilung des Risikos versprachen, sowie die lockere Geldpolitik der Federal Reserve, die die Nachfrage nach höherverzinsten – riskanteren – Anlageklassen ankurbelte. Nicht zuletzt nährte das Vertrauen auf neue, bankinterne Risikomodelle den Glauben an eine effizientere Kreditallokation,

[1226] Als Beleg für das kurze Gedächtnis des Finanzsystems und dessen Anleger zeigt Simkovic (2013) – Competition and Crisis in Mortgage Securitization, dass die Verbriefung von Hypotheken in den Vereinigten Staaten vor der Jahrtausendwende zwei Mal probiert worden war (und beide Male misslang) und daher keine wirkliche Innovation darstellte.

sodass die fortdauernde Kreditvergabe trotz rapide anschwellender Bankbilanzen nicht in Frage gestellt wurde.

9.2 REGULATORISCHE IMPLIKATIONEN

Die vorliegende Dissertation verfolgte zwei große Ziele: Einerseits sollte aufgezeigt werden, dass eine Vielzahl der staatlichen Eingriffe in den Banken- und Finanzsektor insbesondere während der letzten drei Jahrzehnte stark wohlfahrtsmindernde und letztlich destabilisierende Auswirkungen hatte. In diesem Zusammenhang sind vor allem die größer werdende Gefahr der TBTF-Problematik, aber auch andere, das staatliche Sicherheitsnetz betreffende Aspekte zu nennen. Zum anderen sollte mit vorliegender Dissertation ein Beitrag dazu geliefert werden, von der verfehlten Ansicht Abstand zu nehmen, dass es sich beim Bankensektor um einen von marktwirtschaftlichen Gesetzen geprägten Sektor handelt, dessen Regulierung sich selbst überlassen werden kann. Tatsächlich handelt es sich beim Bankensektor heute um einen der meistsubventionierten Sektoren der westlichen Wirtschaftssysteme. Werden Sektoren in derartiger Weise durch den Staat geschützt und durch zahlreiche Regierungseingriffe verzerrt, ist das Vertrauen auf deren Selbstregulierung verfehlt. Vielmehr stellt dieses den entscheidenden Faktor für Finanzkrisen dar. Aus diesem Grund muss die Reformierung des dysfunktionalen Finanz- und insbesondere Bankensystems als die dringlichste Aufgabe der internationalen Staatengemeinschaft angesehen werden. Von entscheidender Bedeutung ist in dieser Hinsicht die Einsicht, dass das gegenwärtige Mischsystem, das durch weitreichende staatliche Präsenz im Finanzsektor bei gleichzeitigem Vertrauen auf Deregulierung und die selbstregulierenden Kräfte gekennzeichnet ist, eine verfehlte und gefährliche Herangehensweise darstellt. Um die Stabilität des Bankensystems zu gewährleisten, ist es deshalb von besonderer Wichtigkeit, eine klare Entscheidung dahingehend zu treffen, ob die Reformierung des Finanz- und Bankensektors entweder durch eine ausgeprägte Regulierung oder aber durch eine weitgehende Deregulierung – einschließlich eines signifikanten Abbaus des staatlichen Sicherheitsnetzes – gekennzeichnet werden soll.

Transitorische Probleme sind in dieser Hinsicht nicht zu vermeiden, die eine Herausforderung für eine durchdachte Reform des Systems darstellen. Die Existenz der TBTF-Banken beispielsweise ist kein Resultat einer freien Marktwirtschaft, sondern eines mehrere Jahrzehnte überspannenden Bemühens der staatlichen Sphäre, diese Institute vor marktwirtschaftlichen Gegebenheiten zu schützen. Eine Vielzahl der heute größten Banken wurde zumindest einmal, meist jedoch mehrfach, vor der sicheren Insolvenz bewahrt. Jegliche Beteuerung von staatlicher Seite, mit TBTF-Policies zu brechen und diese

Institute von nun an marktwirtschaftlichen Kräften auszusetzen, muss daher kritisch hinterfragt werden, da Marktteilnehmer um die systemische Wichtigkeit dieser Finanzinstitute in der heutigen Form wissen und ein staatliches Eingreifen bei Problemen deshalb antizipiert wird. Aus diesem Grund ist es unabdingbar, TBTF-Institute einer stärkeren Regulierung zu unterwerfen, um die Wahrscheinlichkeit als auch die Schärfe kommender Finanzkrisen zu verringern. Eine solche Re-Regulierung sollte darauf abzielen, TBTF-Institute einerseits in ihrer Größe abnehmen zu lassen und andererseits deren Vernetzung zu verringern. Es wäre erstrebenswert, durch diese Maßnahmen Finanzinstitute zu erschaffen, die marktwirtschaftlichen Kräften ausgesetzt und in weiterer Folge tatsächlich einer Selbstregulierung – und jener der Märkte – überlassen werden können.

Es bleibt anzumerken, dass das Problembewusstsein in Hinblick auf TBTF seit der Weltfinanzkrise signifikant zugenommen hat. Reformvorschläge in dieser Hinsicht laufen aber Gefahr, von Interessenverbänden bis zu deren Unbrauchbarkeit entschärft zu werden (z.B. Dodd-Frank Act) oder aber den realen Gegebenheiten nicht gerecht zu werden. Hinsichtlich des letzteren Punktes ist die Einigung auf EU-Ebene zu nennen, bei Bankpleiten zukünftig in erster Linie Aktionäre und Gläubiger haften zu lassen.[1227] Dieser auf den ersten Blick logische Beschluss ignoriert die Tatsache, dass eine solche Haftung schon lange besteht, im Anlassfall aber aus Furcht vor einer Ansteckung des gesamten Finanzsystems außer Kraft gesetzt wird. Davon abgesehen sieht die angestrebte Reformierung weiterhin eine Ausnahmeregelung für systemisch wichtige Finanzinstitute vor und zementiert so den Status quo hinsichtlich der bevorzugten Behandlung von TBTF-Instituten.

Obgleich vorliegende Arbeit dringenden Handlungsbedarf in Hinblick auf eine Vielzahl an Missständen aufzeigte (Ratingagenturen, GSEs, Gehaltsstruktur im Bankensektor), so ist die aus meinem Blickwinkel dringlichste Aufgabe die Lösung des TBTF-Problems. In diesem Rahmen scheint es sinnvoll, den Einlagensicherungsschutz wieder auf jenen Bereich einzuschränken, welcher der Einführung des US-weiten Einlagenschutzes 1933 zugrunde gelegen hatte: dem Einlagengeschäft. Die Trennung von Einlageninstituten und Wertpapiergeschäft hatte – neben der wettbewerbsmindernden Funktion der Trennung der unterschiedlichen Finanzsektoren – den entscheidenden Vorteil, das staatliche Sicherheitsnetz auf die als notwendig empfundene Sicherung von Einlagen zu beschränken, ohne beispielsweise den Eigenhandel von Banken staatlich zu subventionieren. In diesem Zusammenhang muss festgehalten werden, dass Banken in ihrer Funktion als „*asset transformers*“ eine wichtige Rolle dahingehend zukommt, Sparern eine sichere und letztlich alternativlose Möglichkeit bereitzustellen, Geld unter Verzinsung trotz hoher Liquidität zu verwahren und gleichzeitig eine Zahlungsfunktion bereitzustellen. Diese Funktion kann einen gewichtigen Rechtfertigungsgrund für die staatliche

[1227] Handelsblatt (2013) – Banken sollen für Rettung selbst zahlen; EurActiv (2013) – EU Strikes Deal on Resolution Mechanism for Failed Banks.

Versicherung von Einlagen darstellen, die in diesem Zusammenhang als Konsumentenschutz angesehen werden kann.

Diese Begründung ist in anderen Bereichen aber nicht tragfähig. Für den Eigenhandel beispielsweise gibt es eine Vielzahl von Wettbewerbern, die diesem in effizienterer Weise nachzugehen geeignet sind und außerdem nicht durch das staatliche Sicherheitsnetz geschützt sind (z.B. Hedgefonds). Der direkt und indirekt staatlich subventionierte Eigenhandel von Banken ist folglich schwer nachzuvollziehen. Einen weiteren Punkt, der dringenden Reformbedarf aufzeigt, stellen die Eigenkapitalvorschriften dar. Insbesondere hinsichtlich höherer Eigenkapitalvorschriften werden vom Bankensektor oft gezielt Fehlinformationen gestreut, um diese als gesellschaftlich schädlich darzustellen. Admanti & Hellwig (2013) adressieren diese Politik des Verwirrens in ihrem äußerst lesenswerten Buch „*The Bankers' New Clothes*".[1228] Letztlich stellt das Eigenkapital einer Bank – und anderer Finanzinstitute – den einzigen Mechanismus dar, der garantiert, dass Verluste internalisiert werden und nicht vom Steuerzahler übernommen werden müssen. Darüber hinaus weist Hellwig (2010) auf die systemischen Gefahren hin, die niedrige Eigenkapitalquoten darstellen und während der Weltfinanzkrise deutlich wurden. Der hohe Verschuldungsgrad von Banken und anderen Finanzinstituten machte Notverkäufe von Vermögenswerten in großem Ausmaß notwendig („Deleveraging"), die die Abwärtsspirale von Preisen beschleunigten. Dies veranlasste ein weiteres „Deleveraging" und führte so zu einem Teufelskreis, der die Krise maßgeblich verstärkte.[1229] Im Rahmen der Eigenkapitalvorschriften sollte außerdem von risikogewichteten Eigenkapitalquoten abgegangen werden. Die Komplexität gegenwärtiger Bankaktivitäten macht es für Regulatoren impraktikabel oder gar unmöglich, das Risiko von Banken akkurat, geschweige denn zeitgerecht, einzuschätzen. Angesichts der Tatsache, dass die korrekte Quantifizierung von Risiko unter den gegebenen Umständen ausgeprägter Externalitäten für Banken selbst nicht vorteilhaft ist, stellen schwer überprüfbare Berechnungen des notwendigen Eigenkapitals basierend auf bankinternen Risikomodellen eine Möglichkeit für das Management dar, sowohl Regulatoren als auch Fremdkapitalgeber und Eigenkapitalgeber hinsichtlich des tatsächlichen Risikos im Ungewissen zu lassen. Der Nutzung von risikogewichteten Eigenkapitalquoten wird seit der Weltfinanzkrise sowohl von Regulatoren[1230] als auch Akademikern[1231] zunehmend kritisch gegenübergestanden. Acharya (2012) zeigt in diesem Zusammenhang, dass die Verdoppelung der Bilanzsumme der zehn größten Finanzinstitutionen weltweit zwischen 2004 und 2007 mit einer kaum veränderten

[1228] Admanti & Hellwig (2013) – The Bankers' New Clothes.
[1229] Hellwig (2010) – Capital Regulation After the Crisis.
[1230] Vgl. Haldane & Madouros (2012) – The Dog and the Frisbee; Tarullo (2008) – Banking on Basel.
[1231] Vgl. Admanti & Hellwig (2013) – The Bankers' New Clothes, S. 184-185; Admanti, DeMarzo, Hellwig & Pfleiderer (2011) – Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation; Caprio, Demirgüç-Kunt & Kane (2010) – The 2007 Meltdown in Structured Securitization, insbes. S. 143-144; Hellwig (2010) – Capital Regulation After the Crisis; Carmassi & Micossi (2012) – Time to Set Banking Regulation Right.

risikogewichteten Summe an Aktiva einherging.[1232] Haldane (2012) belegt, dass die Leverage-Ratios von scheiternden Banken während der Weltfinanzkrise signifikant höher waren als jene von überlebenden Banken. Die bessere Aussagekraft nicht-diskretionärer Leverage-Ratios gegenüber risikogewichteten Eigenkapitalquoten gilt insbesondere in Hinblick auf die komplexesten Banken. Während risikogewichtete Eigenkapitalquoten bezüglich der Wahrscheinlichkeit von Problemen während der Finanzkrise statistisch nicht aussagekräftig waren, stellte sich die Leverage-Ratio als statistisch hochsignifikant heraus.[1233] In diesem Kontext zeigt Acharya (2012), dass Banken mit dem höchsten Verhältnis von Gesamtaktiva zu risikogewichteten Vermögenswerten die höchsten Verluste während der Finanzkrise aufzuweisen hatten.[1234] Die empirischen Beobachtungen bezüglich risikogewichteter und bankinterner Eigenkapitalquoten legen nahe, dass nicht-diskretionären maximalen Leverage-Ratios gegenüber leicht zu manipulierenden risikogewichteten Eigenkapitalquoten klar den Vorzug zu geben ist.

Trotz der Beteuerung von Großbanken, dass das TBTF-Problem durch sogenannte „living wills" und den Dodd-Frank Act gelöst sei, entbehrt dies jeglicher Grundlage. Die Bankenübernahmen während der Weltfinanzkrise und die erneute Bestätigung unbedingten staatlichen Schutzes für die systemisch wichtigsten Banken haben den TBTF-Status verstärkt und so zum ungebrochenen Wachstum von TBTF-Instituten beigetragen. Das Resultat sind noch größere und vernetztere Banken, die heute schwerer abzuwickeln sind als während der Weltfinanzkrise. Auch hinsichtlich anderer Aspekte wurden aus vergangenen Krisen und insbesondere aus der Weltfinanzkrise von 2007-2009 wenig bis gar keine Lehren gezogen. So verfolgen die Zentralbanken durch ein historisch niedriges Zinsniveau heute exakt jene Strategie, die schon Anfang des 21. Jahrhunderts zur Subprime-Blase beitrug. Diese Niedrigzinspolitik führt, wie bereits in den Jahren vor 2007, zu einer Suche nach höherrentablen und deshalb riskanteren Anlagewerten. Die Folge davon sind heute Allzeithochs sowohl an den Aktienmärkten als auch bei Aktienkäufen auf Kredit („*margin debt*"). Der Umstand, dass Europa und die Vereinigten Staaten nach wie vor wirtschaftlich angeschlagen sind, lässt die Schlussfolgerung zu, dass diese Entwicklungen hauptsächlich liquiditätsgetrieben sind. Zusätzlich dazu tritt die Federal Reserve heute als wichtigster Nachfragefaktor für Mortgage-Backed Securities auf, die im monatlichen Umfang von $40 Milliarden gekauft werden. Auch in Hinblick auf die beiden Government-Sponsored Enterprises *Fannie Mae* und *Freddie Mac* sind die Grundbedingungen ähnlich wie vor der Krise, eine dringend benötigte Reform der GSEs bleibt bis heute ausstehend.[1235] Die MBS-Käufe durch die Federal Reserve

[1232] Acharya (2012) – The Dodd-Frank Act and Basel III, S. 14.
[1233] Haldane & Madouros (2012) – The Dog and the Frisbee.
[1234] Acharya (2012) – The Dodd-Frank Act and Basel III, S. 14-15.
[1235] Obwohl an einer etwaigen Reform von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* gearbeitet wird, sieht ein vorläufiger, parteiübergreifender Reformvorschlag nach wie vor eine durch den Staat bereitgestellte Kreditlinie in

sowie die anhaltend wichtige Rolle der GSEs im Immobilienmarkt nähren die Vermutung, dass der US-Immobilienmarkt ohne signifikante staatliche Stützung nicht überlebensfähig ist. Besorgniserregend ist darüber hinaus der Umstand, dass die Notenbanken der westlichen Industriestaaten allem Anschein nach über keine Strategie zur Beendigung der Niedrigzinspolitik verfügen. Infolge der wirtschaftlichen Probleme und des nach wie vor schwachen Finanzsektors scheint ein Rückzug der omnipräsenten Zentralbanken in weiter Ferne. Je länger aber von den Zentralbanken an einem marktfremden Niedrigzins festgehalten wird, desto wahrscheinlicher wird eine Überhitzung bestimmter Anlageklassen, deren Kollaps den Weg für die nächste Krise ebnen kann. Tatsächlich trugen die historisch niedrigen Zinsen sowie der Ankauf von forderungsbesicherten Wertpapieren und Staatsanleihen zu den boomenden Aktien- und Anleihenmärkten während der letzten Jahre bei. Neben Banken und Unternehmen insgesamt, deren Nettogewinnmargen durch die geringe Zinslast auf historischen Höchstniveau sind, profitiert von dieser Geldpolitik jedoch vornehmlich die sozial höchste Schicht. 2011 besaß das vermögendste Dezil der US-Bevölkerung mehr als 80% des US-Aktienmarktes und profitierte daher am meisten von der gegenwärtigen Geldpolitik.[1236] Das Resultat davon ist, dass die Einkommens- und Vermögensschere heute ausgeprägter ist als 2007. Vor dem Hintergrund, dass die sich bis 2007 entwickelnde Ungleichheit einen wichtigen Faktor darstellte, der zur Weltfinanzkrise von 2007-2009 führte, ist die Verstärkung der Einkommens- und Vermögens-ungleichheit besorgniserregend.

Bei Betrachtung all dieser Fakten ist eine Verbesserung schwer erkennbar. Wie die vorliegende Dissertation aufzeigte, stellen unüberlegte und inkonsistente staatliche Eingriffe einen Nährboden für Interessenkonflikte und Moral Hazard dar, die wiederum die Wahrscheinlichkeit von Finanzkrisen erhöhen. Das wirtschaftliche Vermächtnis vorangegangener Entscheidungsträger ist wahrlich ein nicht einfach zu meisterndes. Doch die gegenwärtige Politik legt nahe, dass in der Hoffnung auf eine unerwartet starke zukünftige Besserung auf Zeit gespielt wird. Diese Strategie führte in den letzten drei Jahrzehnten zumindest zwei Mal zu katastrophalen Ausgängen. Sowohl die S&L-Krise als auch die Reaktion auf das Platzen der dot.com-Blase, die letztlich zur Weltfinanzkrise führte, waren durch ein Aufschieben wirtschaftlicher Probleme charakterisiert. Die weitgehende Untätigkeit bis Ende 2013 und der zunehmende zeitliche Abstand zur Weltfinanzkrise von 2007-2009 lassen erahnen, dass für politische Entscheidungsträger eine weitere Krise vergleichbar jener von 2007-2009 erforderlich ist, um eine ernsthafte und nachhaltige Reform des Gesamt- und insbesondere des Finanzsystems zu

Krisenfällen vor (Chadbourn (2013) – Senators Aim for Deal on Fannie, Freddie Reform by Year-End). Eine solche hatte jedoch schon zuvor zur Einschätzung beigetragen, dass diese Institute systemisch bedeutsam wären und explizite Garantien (Kreditrahmen) im Ernstfall um implizite erweitert werden würden.

[1236] Alegretto (2011) – The State of Working America's Wealth, S. 15.

veranlassen. Eine solche Gelegenheit könnte sich früher ergeben, als dies von Politikern gemeinhin angenommen wird.

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

ABA	American Bankers Association
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Security
ADC	Acquisition, Development and Construction
BIS	Bank for International Settlement
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BoE	Bank of England
CBO	Congressional Budget Office
CD	Certificate of Deposit
CDO	Collateralised Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CEA	Council of Economic Advisers
CINB	Continental Illinois National Bank and Trust Company
CFMA	Commodity Futures Modernization Act
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
COP	Congressional Oversight Panel
CP	Commercial Paper
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
CRO	Chief Risk Officer
DGP	Debt Guarantee Program (im Rahmen des Temporary Liquidity Guarantee Program)
DIDMCA	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act
DIF	Deposit Insurance Fund
ECB	European Central Bank
EZB	Europäische Zentralbank
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FED	Federal Reserve (System)
FHFA	Federal Housing Finance Agency
FHLBB	Federal Home Loan Bank Board
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FDICIA	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act
FHLMC	Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)
FIRREA	Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act
FNMA	Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
GAO	(United States) General Accounting Office, seit 2004 Government Accountability Office
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act
GNMA	Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)
HUD	Department of Housing and Urban Development

IWF	Internationaler Währungsfonds
IMF	International Monetary Fund
LCFI	Large Complex Financial Institutions
LoLR	Lender-of-Last-Resort
MBS	Mortgage-Backed Security
NBER	National Bureau of Economic Research
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTS	Office of Thrift Supervision
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
RFC	Reconstruction Finance Corporation
RMBS	Residential Mortgage-Backed Security
S&P	Standard & Poor's
SEC	Securities Exchange Commission
SIFI	Systemically Important Financial Institutions
SPV	Special Purpose Vehicle
TAF	Term Auction Facility
TAGP	Transaction Account Guarantee Program (im Rahmen des Temporary Liquidity Guarantee Program)
TARP	Troubled Asset Relief Program
TBTF	Too-Big-to-Fail
TCTF	Too-Complex-to-Fail
TLGP	Temporary Liquidity Guarantee Program
TSLF	Term Securities Lending Facility
WaMu	Washington Mutual

TABELLEN- UND ABBILDUNGSVERZEICHNIS

TABELLEN:

Tabelle 1: Wirtschaftswachstum und Inflation, 1951-2000 100
Tabelle 2: Krisen, 1880-1997 103

ABBILDUNGEN:

Abbildung 1: Direct & Indirect Finance 20
Abbildung 2: Auszahlungsmatrix des Diamond-Dybvig-Modells 26
Abbildung 3: Reale Unternehmensgewinne des Finanz- und Nicht-Finanzsektors, 1929-2009 95
Abbildung 4: Durchschnittseinkommen im Bankensektor und in der Gesamtwirtschaft, 1948-2008 ... 96
Abbildung 5: Durchschnittliche jährliche Bankpleiten in den USA, 1900-1979 119
Abbildung 6: Eigenkapitalquoten von US-Geschäftsbanken 1900-1983 126
Abbildung 7: Eigenkapitalquote von US-Geschäftsbanken (inkl. ausländischer Filialen), 1934-1980 127
Abbildung 8: Anteil an US-Finanzintermediation nach Sektoren, 1957-1993 138
Abbildung 9: Verwaltetes Vermögen US-amerikanischer Geldmarktfonds in Mrd. $, 1975-1984 143
Abbildung 10: CINBs Entwicklung der Kredite & Kerneinlagen, 1977-1983 173
Abbildung 11: Anzahl der FDIC-versicherten Banken, 1980-1990 189
Abbildung 12: Marktanteil der Banken nach Größe (inflationsbereinigt), 1980-2000 209
Abbildung 13: Durchschnitts- & Medianeinkommen, 1989-2010 236
Abbildung 14: Anteil des Top-Dezils am US-Gesamteinkommen, 1917-2011 237
Abbildung 15: Eigenheimanteil der US-Bevölkerung, 1984-2012 248
Abbildung 16: US-Häuserpreisindex, 1980-2012 252
Abbildung 17: Federal Funds Rate, 2000-2007 255
Abbildung 18: Reale Federal Funds Rate, 2000-2011 (Federal Funds Rate abzgl. CPI in %) 256
Abbildung 19: Reale 3-monatige Treasury-Bill-Rendite, 2000-2012 (T-Bill-Rendite abzgl. CPI, ann., in %) 257
Abbildung 20: Emission von Asset-Backed Securities der GSEs und privater Unternehmen, 1985-2009 258
Abbildung 21: Weltweites CDO-Emissionsvolumen, 2000-2012 259
Abbildung 22: Relatives Entlohnungslevel im Finanzsektor und Deregulierung, 1906-2006 273

BIBLIOGRAFIE †

PRIMÄRQUELLEN

Bair (2010) – Systemically Important Institutions and the Issue of "Too Big to Fail":
Sheila C. Bair – Statement of Sheila C. Bair on Systemically Important Institutions and the Issue of "Too Big to Fail" Before the Financial Crisis Inquiry Commission. Room 538, Dirksen Senate Office Building, 2. September 2010.
URL: http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2010/spsep0210.html

Bear Stearns (2007) – Investorenbrief vom 17. Juli 2007:
Bear Stearns – Investorenbrief vom 17. Juli 2007.
URL: http://longorshortcapital.com/wp-content/bsam_7-17-0_jamescayne_bear.pdf

Bernanke (2008) – Aussage vor dem Kongress am 23. September 2008:
Ben S. Bernanke – Statement of Ben S. Bernanke, Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. United States Senate, 23. September 2008.
URL: http://www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Testimony&Hearing_ID=7a41ae9e-30b2-4d7f-8f1b-4ef2e8ae28f7&Witness_ID=c52a9dcc-1eb1-474c-a493-461c8fef9afd

Bernanke (2009) – Reflections on a Year of Crisis:
Ben S. Bernanke – Reflections on a Year of Crisis. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium. Jackson Hole, Wyoming, 15. September 2009.
URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090821a.htm

BIS (1999) – 69th Annual Report (1998):
Bank for International Settlement – 69th Annual Report. Bank for International Settlement, Basel 1999.
URL: http://www.bis.org/publ/ar99e.htm

BIS (2000) – The Global OTC Derivatives Market at End-December 1999:
Bank for International Settlement – The Global OTC Derivatives Market at End-December 1999. Press Release, 18. Mai 2000.
URL: http://www.bis.org/press/p000518.htm

BIS (2008) – OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2008:
Bank for International Settlement – OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2008. Monetary and Economic Department, November 2008.
URL: http://www.bis.org/publ/otc_hy0811.pdf

BIS (2011) – Revisions to Basel II:
Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision – Revisions to the Basel II Market Risk Framework. Basel, Februar 2011.
URL: http://www.bis.org/publ/bcbs193.pdf

BNP Paribas (2007) – Pressemitteilung vom 9. August:
BNP Paribas – Pressemitteilung vom 9. August.
URL: http://www.bnpparibas.com/en/news/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporaly-suspends-calculation-net-asset-value-fo

BoE (April 2007) – Financial Stability Report:
Bank of England – Financial Stability Report, 20. April 2007.

Bush (2002) – Rede am 18. Juni 2002:
George W. Bush – Speech to HUD Employees on National Homeownership Month. Department of Housing and Urban Development, Washington, D.C., 18. Juni 2002.
URL: http://archives.hud.gov/remarks/martinez/speeches/presremarks.cfm

† Alle Fußnoten wurden am 18.12.13 auf ihr Funktionieren überprüft. Der 18.12.13 stellt somit für alle Dokumente den letzten Zugriff dar.

Bush (2003) – American Dream Downpayment Act:
George W. Bush – Remarks on Signing the American Dream Downpayment Act. Department of Housing and Urban Development, Washington, D.C., 16. Dezember 2003.
URL: http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=64935

Bush (2008) – Economic Crisis:
George. W. Bush – Speech on the Economic Crisis. Manhatten Institute, 13. November 2008.
URL: http://www.cfr.org/financial-crises/bushs-speech-economic-crisis-november-2008/p17767

Carnell (2004) – Improving the Regulation of Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks:
Richard S. Carnell – Improving the Regulation of Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks. Statement of Richard S. Carnell Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. United States Senate. 10. Februar 2004.
URL: http://www.banking.senate.gov/public/_files/carnell.pdf

CBO (2011) – The Budgetary Cost of Fannie Mae and Freddie Mac:
Congressional Budget Office – Statement of Deborah Lucas: The Budgetary Cost of Fannie Mae and Freddie Mac and Options for the Future Federal Role in the Secondary Mortgage Market Before the Committee on the Budget U.S. House of Representatives. Congressional Budget Office, Washington, D.C. 2. Juni 2011.
URL: http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/122xx/doc12213/06-02-gses_testimony.pdf

CFTC (1998) – Concept Release vom 6. Mai 1998:
Commodity Futures Trading Commission – Concept Release on Over-the-Counter Derivatives, 6. Mai 1998.
URL: http://www.cftc.gov/opa/press98/opamntn.htm#summary_of_request_for_comment

Committee on Banking, Finance and Urban Affairs (1984) – Inquiry into Continental Illinois:
Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives – Inquiry into Continental Illinois Corp. and Continental Illinois National Bank: Hearings Before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation, and Insurance of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, House of Representatives, Ninety-eighth Congress, Second Session, 18./19. September u. 4. Oktober 1984, United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1984.

COP (2009) – Guarantees and Contingent Payments in TARP and Related Programs:
Congressional Oversight Panel – November Oversight Report: Guarantees and Contingent Payments in TARP and Related Programs, 6. November 2009.
URL: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2009-11-06%20COP%20Guarantees%20in%20TARP.pdf

COP (2010) – The AIG Rescue:
Congressional Oversight Panel – June Oversight Report: The AIG Rescue, Its Impact on Markets, and the Government's Exit Strategy. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 2010.
URL: http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-111JPRT56698/pdf/CPRT-111JPRT56698.pdf

ECB (Juni 2006) – Financial Stability Review:
European Central Bank – Financial Stability Review, Juni 2006.

ECB (Juni 2007) – Financial Stability Review:
European Central Bank – Financial Stability Review, Juni 2007.

Fannie Mae (2012) – 10-Q für das 3. Quartal 2012:
Federal National Mortgage Association – Form 10-Q for the Quarterly Period Ended September 30, 2012.
URL: http://www.fanniemae.com/resources/file/ir/pdf/quarterly-annual-results/2012/q32012.pdf

FCIC (2011) – The Financial Crisis Inquiry Report:
The Financial Crisis Inquiry Commission – The Financial Crisis Inquiry Report. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 2011.

FDIC (2003) – Resolutions Handbook:
Federal Deposit Insurance Corporation – Resolutions Handbook.
URL: http://www.fdic.gov/bank/historical/reshandbook/index.html

FDIC (2003) – Resolutions Handbook:
Federal Deposit Insurance Corporation – Resolutions Handbook.
URL: http://www.fdic.gov/bank/historical/reshandbook/index.html

FED (1935) – Federal Reserve Bulletin:
Federal Reserve Board – *Federal Reserve Bulletin*, September 1935. United States Government Printing, Washington, D.C. 1935.

FED (2008) – Pressemitteilung vom 16. März 2008:
Board of Governors of the Federal Reserve System – Press Release, 16. März 2008.
URL: http://federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080316a.htm

FED (2008) – Pressemitteilung vom 14. September 2008:
Board of Governors of the Federal Reserve System – Press Release, 14. September 2008.
URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080914a.htm

FED (2012) – SFC Chartbook 2010:
Federal Reserve Board – Survey of Consumer Finances Chartbook 2010. 19. Juli 2012.
URL: http://www.federalreserve.gov/econresdata/scf/files/2010_SCF_Chartbook.pdf

FED (2013) – Historical Annual Data 1975-1984:
Federal Reserve Board – Z.1. Financial Accounts of the United States. Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts. Historical Annual Tables, 1975-1984, 6. Juni 2013.
URL: http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/annuals/a1975-1984.pdf

Federal Reserve Bank of Dallas (2012) – Annual Report 2011:
Federal Reserve Bank of Dallas (2012) – Annual Report 2011.
URL: http://www.dallasfed.org/assets/documents/fed/annual/2011/ar11.pdf

Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking (1932) – Branch Banking:
Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Committee on Branch, Group, and Chain Banking – Branch Banking in the United States. O.A., o. A. 1932.
URL: http://fraser.stlouisfed.org/publication/?pid=686

FED, US Treasury & FDIC (2008) – Pressemitteilung vom 14. Oktober 2008:
Board of Governors of the Federal Reserve System, U.S. Department of the Treasury & Federal Deposit Insurance Corporation – Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC, 14. Oktober 2008.
URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081014a.htm

Fisher (2006) – Confessions of a Data Dependent:
Richard W. Fisher – Confessions of a Data Dependent. Remarks Before the New York Association for Business Economics. New York, 2. November 2006.
URL: http://www.dallasfed.org/news/speeches/fisher/2006/fs061102.cfm

Fisher (2013) – Ending Too Big to Fail:
Richard W. Fisher – Ending 'Too Big to Fail'. Remarks Before the Conservative Political Action Conference National Harbor. Maryland, 16. März 2013.
URL: http://www.dallasfed.org/news/speeches/fisher/2013/fs130316.cfm

GAO (1979) – Converting Savings and Loan Associations from Mutual to Stock Ownership:
United States General Accounting Office – Converting Savings and Loan Associations from Mutual to Stock Ownership. A National Policy Needed. GAO/GGD-79-78 1, Oktober 1979.
URL: http://www.gao.gov/assets/130/127929.pdf

GAO (1994) – Financial Derivatives:
United States General Accounting Office – Financial Derivatives. Actions Needed to Protect the Financial System. Report to Congressional Requesters. GAO/GGD-94-133, Mai 1994.

GAO (1996) – Benefits Derived from Federal Ties:
United States General Accounting Office – FNMA and FHLMC: Benefits Derived From Federal Ties. GAO/GGD-96-98R, 25. März 1996.
URL: http://www.gao.gov/assets/160/155442.pdf

GAO (1996) – Financial Audit Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements:
United States General Accounting Office – Financial Audit Resolution Trust Corporation's 1995 and 1994 Financial Statements. GAO/AIMD-96-123, Juli 1996.
URL: http://www.gao.gov/archive/1996/ai96123.pdf

GAO (1996) – Housing Enterprises:
United States General Accounting Office – Housing Enterprises: Potential Impacts of Severing Government Sponsorship. GAO/GGD-96-120, Mai 1996.
URL: http://www.gao.gov/assets/160/155442.pdf

GAO (1999) – Long-Term Capital Management:
United States General Accounting Office – Long-Term Capital Management. Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk. GAO/GGD-00-3, Oktober 1999.

GAO (2010) – Fannie Mae and Freddie Mac:
United States Government Accountability Office – Fannie Mae and Freddie Mac: Analysis of Options for Revising the Housing Enterprises' Long-term Structures. GAO-09-782, September 2009.
URL: http://www.gao.gov/assets/300/295025.pdf

GAO (2010) – Financial Assistance:
United States Government Accountability Office – Financial Assistance. Ongoing Challenges and Guiding Principles Related to Government Assistance For Private Sector Companies. GAO-10-719, August 2010.
URL: http://www.gao.gov/products/GAO-10-719

GAO (2010) – Regulators' Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard:
United States Government Accountability Office – Federal Deposit Insurance Act: Regulators' Use of Systemic Risk Exception Raises Moral Hazard Concerns and Opportunities Exist to Clarify the Provision. GAO-10-100, April 2010.
URL: http://www.gao.gov/new.items/d10100.pdf

GAO (2011) – Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance:
United States Government Accountability Office – Federal Reserve System: Opportunities Exist to Strengthen Policies and Processes for Managing Emergency Assistance. GAO-11-696, Juli 2011.
URL: http://www.gao.gov/assets/330/321506.pdf

Geithner (2008) – Actions by the New York Fed in Response to Liquidity Pressures in Financial Markets:
Timothy F. Geithner – Actions by the New York Fed in Response to Liquidity Pressures in Financial Markets. Testimony Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. Washington, D.C., 3. April 2008.
URL: http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2008/gei080403.html

Greenspan (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998:
Alan Greenspan – Statement to Congress, October 1, 1998: Federal Reserve's Role in Facilitating the Private-Sector Refinancing of a Large Hedge Fund Long-Term Capital Management. *Federal Reserve Bulletin* (Dezember 1998), S. 1046-1050.

Greenspan (1998) – Bank Supervision, Regulation and Risk:
Alan Greenspan – Bank Supervision, Regulation, and Risk. Remarks by Chairman Alan Greenspan at the Annual Convention of the American Bankers Association, Honolulu, 5. Oktober 1996.
URL: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961005.htm

Greenspan (1998) – International Financial Risk Management:
Alan Greenspan – International Financial Risk Management. Remarks by Chairman Alan Greenspan Before the Council on Foreign Relations, Washington, D.C., 19. November 2002.
URL: http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021119

Greenspan (2008) – Aussage vor dem Kongress am 23. Oktober 2008:
Alan Greenspan – Statement to Congress. In: House Committee on Oversight and Government Reform – The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators, S. 11-14.

House Committee on Oversight and Government Reform (2008) – The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators:
House Committee on Oversight and Government Reform – The Financial Crisis and the Role of Federal Regulators, 110th Congress, 23. Oktober 2008.
URL: http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hhrg55764/pdf/CHRG-110hhrg55764.pdf

HUD (1995) – The National Homeownership Strategy:
United States Department of Housing and Urban Development – The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream. United States Department of Housing and Urban Development, Washington, D.C., Mai 1995.
URL: http://www.globalurban.org/National_Homeownership_Strategy.pdf

International Labour Organization (2013) – Global Wage Report:
International Labour Organization – Global Wage Report 2012/13. Wages and Equitable Growth. International Labour Office, Genf 2013.
URL: http://www.ilo.org/global/research/global-reports/global-wage-report/2012/WCMS_194843/lang--en/index.htm

Johnson (1964) – Rede am 22. Mai 1964:
Lyndon Johnson – Remarks at the University of Michigan, 22. Mai 1964.
URL: http://www.lbjlib.utexas.edu/johnson/archives.hom/speeches.hom/640522.asp

Levin (2011) – Wall Street and the Financial Crisis:
Carl Levin [Hrsg.] – Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse. Majority and Minority Staff Report, Permanent Subcommittee on Investigations, United States Senate, 13. April 2011.
URL: http://www.hsgac.senate.gov//imo/media/doc/Financial_Crisis/FinancialCrisisReport.pdf?attempt=2

Lindsey (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998:
Richard R. Lindsey – Testimony of Richard R. Lindsey, Director, Division of Market Regulation, Before the House Committee on Banking and Financial Services, Concerning Hedge Fund Activities in the U.S. Financial Markets, 1. Oktober 1998.
URL: http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty1498.htm

Madison (2006) – World Economy I:
Angus Madison – The World Economy. Volume I: A Millennial Perspective (Development Centre Studies). OECD Publishing, o.O. 2006.

McDonough (1998) – Aussage vor dem Kongress am 1. Oktober 1998:
William J. McDonough – Statement to Congress, October 1, 1998 (Federal Reserve's Role in Facilitating the Private-Sector Refinancing of a Large Hedge Fund Long-Term Capital Management). *Federal Reserve Bulletin* (Dezember 1998), S. 1050-1054.

Monetary Commission of the Indianapolis Convention (1898) – Report:
Monetary Commission of the Indianapolis Convention – Report of the Monetary Commission of the Indianapolis Convention. University of Chicago Press, Chicago 1898.

NCFIRRE (1993) – S&L Debacle:
National Commission of Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement – Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform. A Report to the President and Congress of the United States. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1993.

OCC (1863) – Annual Report:
Office of the Comptroller of the Currency – Annual Report of the Comptroller of the Currency: 1863. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1863.

OCC (1936) – Annual Report 1935:
Office of the Comptroller of the Currency – Seventy-Third Annual Report of the Comptroller of the Currency for the Year Ended October 31, 1935. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1936.

OTS (1988) – Savings and Home Financing:
Office of Thrift Supervision – Savings and Home Financing Source Book. United States Government Printing Office, Washington D.C. 1988.

Raines (2002) – Aussage vor dem Kongress am 25. September 2002:
Franklin D. Raines – Statement Before the U.S. House Committee on Financial Services, 25. September 2002.
URL: http://financialservices.house.gov/media/pdf/092503fr.pdf

Reagan (1981) – Antrittsrede am 20. Jänner 1981:
Ronald Reagan – Inaugural Address, 20. Jänner 1981.
URL: http://www.presidency.ucsb.edu/ws/?pid=43130

Roosevelt (1933) – Pressekonferenz am 8. März 1933:
Franklin D. Roosevelt –Press Conference, 8. März 1933.
URL: http://www.presidency.ucsb.edu/ws/index.php?pid=14672

SEC (2008) – Credit Rating Agencies:
United States Securities and Exchange Commission – Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies. By the Staff of the Office of Compliance Inspections and Examinations Division of Trading and Markets and Office of Economic Analysis. Juli 2008.
URL: http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf

Task Group on Regulation of Financial Services (1984) – Blueprint for Reform:
Task Group on Regulation of Financial Services (1984) – Blueprint for Reform. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1984.

US Congress (1985) – Continental Illinois Inquiry Report:
United States Congress, House, Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance – Continental Illinois National Bank: Report of an Inquiry into its Federal Supervision and Assistance: Staff Report to the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation, and Insurance of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs, House of Representatives, 99th Congress, First Session, 1985.

US Congress (1988) – Fraud, Abuse, and Misconduct in Federally Insured Financial Institutions:
United States Congress – Adequacy of Federal Efforts to Combat Fraud, Abuse, and Misconduct in Federally Insured Financial Institutions: Hearing Before a Subcommittee of the Committee on Government Operations, House of Representatives, 100th, First Session, 19. November 1987. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1988.

US Congress (1990) – Collapse of Drexel Burnham Lambert:
United States Congress, Senate, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs – The Issues Surrounding the Collapse of Drexel Burnham Lambert: Hearing Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, One Hundred First Congress, Second Session, on Lessons to be Learned from the Drexel Failure and Possible Regulatory Changes, 2. März 1990, Band 4. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1990.

US Department of Commerce & Bureau of the Census (1975) – Historical Statistics of the US (Part 1):
United States Department of Commerce & Bureau of the Census – Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970. Part 1. Bicentennial Edition. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1975.

US Department of the Treasury (1998) – Pressemitteilung vom 7. Mai 1998:
Joint Statement by Treasury Secretary Robert E. Rubin, Federal Reserve Board Chairman Alan Greenspan, and Securities and Exchange Commission Chairman Arthur Levitt, Press Release, 7. Mai 1998.

US District Court (2011) – SEC vs. Fannie Mae CEOs:
United States District Court for the Southern District of New York – United States Securities and Exchange Commission v. Daniel H. Mudd, Enrico Dallavecchia, and Thomas A. Lund. Civil Action No. 11-Civ., 16. Dezember 2011.
URL: http://www.sec.gov/litigation/complaints/2011/comp-pr2011-267-fanniemae.pdf

White House (2002) – Pressemitteilung, 17. Juni 2002:
White House – Fact Sheet: President Bush Calls for Expanding Opportunities to Homeownership, 17. Juni 2002.
URL: http://georgewbush-whitehouse.archives.gov/news/releases/2002/06/20020617.html

Working Group on Financial Markets (1999) – Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of LTCM:
President's Working Group on Financial Markets – Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, 28. April 1999.
URL: http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/Documents/hedgfund.pdf

Working Group on Financial Markets (1999) – OTC Derivatives Markets:
President's Working Group on Financial Markets – Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act, 9. November 1999.
URL: http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/otcact.pdf

SEKUNDÄRQUELLEN

o.A. (1936) – Federal Insurance of Deposits:
o.A. – Federal Insurance of Deposits. *Columbia Law Review* 36 (1936), S. 809-830.

Acharya (2009) – Derivatives, Short Selling, and Transparency:
Acharya – Derivatives, Short Selling, and Transparency. In: Acharya & Richardson (2009) – Restoring Financial Stability, S. 229-232.

Acharya (2012) – The Dodd-Frank Act and Basel III:
Viral V. Acharya – The Dodd-Frank Act and Basel III: Intentions, Unintended Consequences, and Lessons for Emerging Markets. ADBI Working Paper 392, 28. Oktober 2012.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2168006

Acharya & Richardson (2009) – Restoring Financial Stability:
Viral V. Acharya & Matthew Richardson [Hrsg.] – Restoring Financial Stability. How to Repair a Failed System. John Wiley & Sons, Hoboken 2009.

Acharya & Schnabl (2009) – How Banks Played the Leverage Game:
Viral V. Acharya & Philipp Schnabl – How Banks Played the Leverage Game. In: Acharya & Richardson (2009) – Restoring Financial Stability, S. 83-100.

Acharya & Yorulmazer (2007) – Too Many to Fail:
Viral V. Acharya & Tanju Yorulmazer – Too Many to Fail—An Analysis of Time-Inconsistency in Bank Closure Policies. *Journal of Financial Intermediation* 16 (2007), S. 1-31.

Acharya, Schnabl & Suarez (2010) – Securitization Without Risk Transfer:
Viral V. Acharya, Philipp Schnabl & Gustavo Suarez – Securitization Without Risk Transfer. NBER Working Paper 15730, Februar 2010.
URL: http://www.nber.org/papers/w15730

Acharya, Wachtel & Walter (2009) – International Alignment of Financial Sector Regulation:
Viral V. Acharya, Paul Wachtel & Ingo Walter – International Alignment of Financial Sector Regulation. In: Acharya & Richardson (2009) – Restoring Financial Stability, S. 365-376.

Acharya, Cooley, Richardson & Walter (2009) – Manufacturing Tail Risk:
Viral V. Acharya, Thomas Cooley, Matthew Richardson & Ingo Walter – Manufacturing Tail Risk: A Perspective on the Financial Crisis of 2007–2009. *Foundations and Trends in Finance* 4 (2009), S. 247-325.

Acharya, Cooley, Richardson & Walter (2011) – Regulating Wall Street:
Viral V. Acharya, Thomas F. Cooley, Matthew Richardson & Ingo Walter [Hrsg.] – Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance. John Wiley & Sons, Hoboken 2011.

Acharya, Engle, Figlewski, Lynch & Subrahmanyam (2009) – Centralized Clearing for Credit Derivatives:
Viral V. Acharya, Robert F. Engle, Stephen Figlewski, Anthony W. Lynch & Marti G. Subrahmanyam – Centralized Clearing for Credit Derivatives. In: Acharya & Richardson (2009) – Restoring Financial Stability, S. 251-268.

Acharya, Richardson, Nieuwerburgh & White (2011) – Guaranteed to Fail:
Viral Acharya, Matthew Richardson, Stijn van Nieuwerburgh & Lawrence J. White – Guaranteed to Fail: Fannie, Freddie, and the Debacle of Mortgage Finance. Skript zum 2011 erschienenen Buch, o.J.
URL: http://research.stlouisfed.org/conferences/gse/White.pdf

Adams (1879) – The Writings of Albert Gallatin III:
Henry Adams [Hrsg.] – The Writings of Albert Gallatin (Band 3). J. B. Lippincott & Co., London, 1879.

Admanti & Hellwig (2013) – The Bankers' New Clothes:
Anat Admanti & Martin Hellwig – The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It. Princeton University Press, Princeton & Oxford 2013.

Admanti, DeMarzo, Hellwig & Pfleiderer (2011) – Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation:
Anat R. Admati, Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig & Paul Pfleiderer – Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive. Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods Bonn 2010/42, 23. März 2011.
URL: http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2010_42online.pdf

Adrian & Shin (2010) – The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09:
Tobias Adrian & Hyun S. Shin – The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 439, März 2010 (überarbeitete Fassung vom April 2010).
URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr439.pdf

Adrian, Burke & McAndrews (2009) – The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility:
Tobias Adrian, Christopher R. Burke, and James J. McAndrews – The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility. *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 15 (2009), S. 1-10.

Adrian, Kimbrough & Marchioni (2011) – The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility:
Tobias Adrian, Karin Kimbrough & Dina Marchioni – The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 17 (2011), S. 25-39.

Afonso, Kovner & Schoar (2011) – Stressed, Not Frozen:
Gara Afonso, Anna Kovner & Antoinette Schoar – Stressed, Not Frozen: The Federal Funds Market in the Financial Crisis. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 437, März 2010 (überarbeitete Fassung vom Mai 2011).
URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr437.pdf

Akerlof (1970) – The Market for Lemons:
George A. Akerlof – The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), S. 488-500.

Akerlof & Romer (1993) – Looting:
George A. Akerlof & Paul M. Romer – Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit. *Brookings Papers on Economic Activity* (1993), S. 1-73.

Akerlof & Shiller (2010) – Animal Spirits:
George A. Akerlof & Robert J. Shiller – Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism. Princeton University Press, Princeton & Oxford 2010.

Akhavein, Berger & Humphrey (1997) – The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices:
Jalal D. Akhavein, Allen N. Berger & David B. Humphrey – The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function. Working Paper, 1997.
URL: http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1997/199709/199709pap.pdf

Alegretto (2011) – The State of Working America's Wealth:
Sylvia A. Alegretto – The State of Working America's Wealth, 2011. Through Volatility and Turmoil, the Gap Widens. Economic Policy Insitute Briefing Paper 292, 23. März 2011.
URL: http://epi.3cdn.net/2a7ccb3e9e618f0bbc_3nm6idnax.pdf

Allen (2005) – Modelling Financial Instability:
Franklin Allen – Modelling Financial Instability. *National Institute Economic Review* 192 (2005), S. 57-67.

Allen & Gale (2001) – Comparing Financial Systems:
Franklin Allen & Douglas Gale – Comparing Financial Systems. MIT Press, Cambridge/London 2001.

Alston, Grove & Wheelock (1994) – Why Do Banks Fail:
Lee J. Alston, Wayne A. Grove & David C. Wheelock – Why Do Banks Fail? Evidence from the 1920s. *Explorations in Economic History* 31 (1994), S. 409-431.

Altman (2009) – The Great Crash:
Roger C. Altman – The Great Crash, 2008: A Geopolitical Setback for the West. *Foreign Affairs*, Jänner/Februar 2009.
URL: http://www.foreignaffairs.com/articles/63714/roger-c-altman/the-great-crash-2008

Altman, Öncü, Richardson, Schmeits & White (2011) – Regulation of Rating Agencies:
Edward I. Altman, T. Sabri Öncü, Matthew Richardson, Anjolein Schmeits & Lawrence J. White – Regulation of Rating Agencies. In: Acharya, Cooley, Richardson & Walter (2011) – Regulating Wall Street, S. 443-467.

Amel & Liang (1997) – Determinants of Entry and Profits in Local Banking Markets:
Dean F. Amel & J. Nellie Liang – Determinants of Entry and Profits in Local Banking Markets. *Reviews of Industrial Organization* 12 (1997), S. 59-78.

American Bankers Association (1933) – The Guaranty of Bank Deposits:
American Bankers Association – The Guaranty of Bank Deposits. A Historical Account, with Statistical Analyses of the Banking and Actuarial Results, of Guaranty of Bank Deposits Experiments in Eight Western States. American Bankers Association, New York 1933.

American Bankers Association (1999) – The Making of a Law:
American Bankers Association – The Making of a Law: Q & A With Edward Yingling. *ABA Banking Journal*, Dezember 1999, S. 20-24.

Anderson & Gascon (2011) – Assistance Programs in the Wake of the Financial Crisis:
Richard G. Anderson & Charles S. Gascon – A Closer Look: Assistance Programs in the Wake of the Financial Crisis. Federal Reserve Bank of St. Louis *The Regional Economist*, Jänner 2011, S. 5-10.

Ashcraft & Schuermann (2008) – Understanding the Securitization of Subprime Mortgages:
Adam B. Ashcraft & Til Schuermann – Understanding the Securitization of Subprime Mortgages. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 318, März 2008.
URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf

Atkinson, Piketty & Saez (2011) – Top Incomes in the Long Run of History:
Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty & Emmanuel Saez – Top Incomes in the Long Run of History. *Journal of Economic Literature* 49 (2011), S. 3–71.

Avraham, Selvaggi & Vickery (2012) – A Structural View of US Bank Holding Companies:
Avraham, Selvaggi & Vickery – A Structural View of US Bank Holding Companies. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy* Review 18 (2012), S. 65-81.

Bachelier (1900) – Théorie de la Spéculation:
Louis Bachelier – Théorie de la Spéculation. Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure, 3e série, tome 17 (1900), S. 21-86.
URL: http://www.numdam.org/item?id=ASENS_1900_3_17__21_0
Eine englische Übersetzung des französischen Originals ist unter https://docs.google.com/file/d/0B5LLDy7-d3SKNGI0M2E0NGItYzFlMS00NGU2LWE2ZDAtODc3MDY3MzdiNmY0/edit?hl=en_GB verfügbar.

Badek (2010) – Ursachen der Immobilienkrise in den USA:
Bianca Badek (2010) – Ursachen der Immobilienkrise in den USA. Schriften der Wissenschaftlichen Hochschule Lahr 25, Oktober 2010.
URL: https://www.akad.de/fileadmin/akad.de/assets/PDF/WHL_Schriftenreihe/WHL_Schrift_Nr_25.pdf

Bagehot (1873) – Lombard Street:
Walter Bagehot – Lombard Street: A Description of the Money Market. Henry S. King & Co., London 1873.

Baldwin & Esty (1993) – Lessons from the Thrift Crisis:
Carliss Y. Baldwin & Benjamin C. Esty – Lessons from the Thrift Crisis. In: Hayes (1993) – Financial Services, S. 35-64.

Banque de France (2008) – Liquidity:
Banque de France – Financial Stability Review 11 (Special Issue on Liquidity), Februar 2008.

Barth (2009) – The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets:
James Barth – The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets: A Comprehensive Analysis of the Market Meltdown. John Wiley & Sons, Hoboken 2009.

Barth & Bradley (1989) – Thrift Deregulation:
James R. Barth & Michael G. Bradley – Thrift Deregulation and Federal Deposit Insurance. *Journal of Financial Services Research* 2 (1989), S. 231-259.

Barth & Schnabel (2012) – Too Big to Fail or to Save:
Andreas Barth & Isabel Schnabel – Too Big to Fail or to Save? Evidence from the CDS Market. 56th Panel Meeting of Economic Policy, Oktober 2012.
URL: http://www.tilburguniversity.edu/research/institutes-and-research-groups/ebc/events/2012/financial-stability/toobig.pdf

Barth, Brumbaugh & Wilcox (2000) – Repeal of Glass-Steagall:
James R. Barth, R. Dan Brumbaugh Jr. & James A. Wilcox – Policy Watch: The Repeal of Glass-Steagall and the Advent of Broad Banking. *Journal of Economic Perspectives* 14 (2000), S. 191-204.

Barth, Caprio & Levine (2001) – Banking Systems Around the Globe:
Ross Levine, Gerard Caprio & James Barth – Banking Systems Around the Globe: Do Regulations and Ownership Affect Performance and Stability? In: Mishkin (2001) – Prudential Supervision, S. 31-96.

Bartke (1972) – Home Financing at the Crossroads:
Richard W. Bartke – Home Financing at the Crossroads: A Study of the Federal Home Loan Mortgage Corporation. *Indiana Law Journal* 48 (1972), S. 1-42.

Bebchuk & Fried (2003) – Executive Compensation as an Agency Problem:
Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried – Executive Compensation as an Agency Problem. NBER Working Paper 9813, Juli 2003.
URL: http://www.nber.org/papers/w9813

Bebchuk & Fried (2004) – Pay Without Performance:
Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation. Harvard University Press, Cambridge/London 2004.

Bebchuk & Spamann (2010) – Regulating Bankers' Pay:
Lucian A. Bebchuck & Holger Spamann – Regulating Bankers' Pay. Harvard University, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Discussion Paper 641, 2010.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1410072

Becker (1983) – Political Influence:
Gary S. Becker – A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence. *The Quarterly Journal of Economics* 98 (1998), S. 371-400.

Begg (1982) – Rational Expectations Revolution:
David Begg – The Rational Expectations Revolution. *Economic Outlook* 6 (1982), S. 23–30.

Beltratti, Spear & Szabo (2010) – Write-Downs During the Subprime Financial Crisis:
Andrea Beltratti, Nasser Spear & Mark D. Szabo – The Value Relevance of Write-downs during the Subprime Financial Crisis. Centre for Studies in Economics and Finance, Working Paper, November 2010.
URL: http://www.csef.it/seminarpdf/beltratti.pdf

Benston (2000) – Repeal of the Glass-Steagall Act:
George J. Benston – The Federal "Safety Net" and the Repeal of the Glass-Steagall Act's Separation of Commercial and Investment Banking. *Journal of Financial Services Research* 2 (1989), S. 287-305.

Benston (2000) – Government Regulation of Banks:
George J. Benston – Is Government Regulation of Banks Necessary*? Journal of Financial Services Research* 18 (2000), S. 185-202.

Benston & Kaufman (1995) – Is the Banking and Payments System Fragile:
George J. Benston & George G. Kaufman – Is the Banking and Payments System Fragile? *Journal of Financial Services Research* 9 (1995), S. 209-240.

Benston & Kaufman (1997) – FDICIA After Five Years:
George J. Benston & George G. Kaufman – FDICIA After Five Years. *Journal of Economic Perspectives* 11 (1997), S. 139-158.

Benston & Kaufman (1998) – FDIC Improvement Act:
George J. Benston & George G. Kaufman – Deposit Insurance Reform in the FDIC Improvement Act: The Experience to Date. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 22 (1998), S. 2-20.

Benston & Smith (1976) – Transaction Costs:
George J. Benston & Clifford W. Smith Jr. – A Transactions Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 31 (1976), S. 215-231.

Benston, Hunter & Wall (1995) – Motivations for Bank Mergers and Acquisitions:
George J. Benston, William C. Hunter & Larry D. Wall – Motivations for Bank Mergers and Acquisitions: Enhancing the Deposit Insurance Put Option versus Earnings Diversification. *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (1995), S. 777-788.

Berend (2006) – Economic History of Europe:
Ivan T. Berend – An Economic History of Europe. Economic Regimes from Laissez-Faire to Globalization. Cambridge University Press, Cambridge 2006.

Berger & Humphrey (1991) – Inefficiencies over Scale and Product Mix Economies in Banking:
Allen N. Berger& David B. Humphrey – The Dominance of Inefficiencies over Scale and Product Mix Economies in Banking. *Journal of Monetary Economics* 28 (1991), S. 117–148.

Berger & Ofek (1995) – Diversification's Effect on Firm Value:
Philip G. Berger & Eli Ofek – Diversification's Effect on Firm Value. *Journal of Financial Economics* 37 (1995), S. 39-65.

Berger, Demsetz & Strahan (1999) – Consolidation of the Financial Services Industry:
Allen N. Berger, Rebecca S. Demsetz & Philip E. Strahan – The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future. *Journal of Banking & Finance* 23 (1999), S. 135-194.

Berger, Kashyap & Scalise (1995) – The Transformation of the U.S. Banking Industry:
Allen N. Berger, Anil K. Kashyap & Joseph M. Scalise – The Transformation of the U.S. Banking Industry: What a Long, Strange Trip It's Been. *Brookings Papers on Economic Activity* (1995), S. 55-218.

Berger, Black, Bouwman & Dlugosz (2013) – The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs:
Allen N. Berger, Lamont K. Black, Christa H. Bouwman & Jennifer L. Dlugosz – The Federal Reserve's Discount Window and TAF Programs: "Pushing on a String?" Working Paper, Juli 2013. URL: http://faculty.weatherhead.case.edu/bouwman/downloads/BergerBlackBouwmanDlugoszPushingOnAString.pdf

Berle & Means (1932) – The Modern Corporation and Private Property:
Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means – The Modern Corporation and Private Property. Mcmillan, New York 1932.

Bernanke (1983) – Nonmonetary Effects of the Financial Crisis:
Ben S. Bernanke – Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *The American Economic Review* 73 (1983), S. 257-276.

Bernanke (1990) – Clearing and Settlement During the Crash:
Ben S. Bernanke – Clearing and Settlement During the Crash. *The Review of Financial Studies* 3 (1990), S. 133-151.

Bernanke (2002) – On Milton Friedman's Ninetieth Birthday:
Ben S. Bernanke – On Milton Friedman's Ninetieth Birthday. Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, 8. November 2002.
URL: http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/default.htm

Bessis (2010) – Risk Management in Banking:
Joël Bessis – Risk Management in Banking. Wiley, Chichester 2010.

Bhattacharya & Thakor (1993) – Contemporary Banking Theory:
Sudipto Bhattacharya & Anjan V. Thakor – Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation* 3 (1993), S. 2-50.

Bhattacharya, Boot & Thakor (1998) – Economics of Bank Regulation:
Sudipto Bhattacharya, Arnoud W. Boot & Anjan V. Thakor – The Economics of Bank Regulation. *Journal of Money, Credit and Banking* 30 (1998), S. 745-770.

BIS (1999) – A Review of Financial Market Events in Autumn 1998:
Bank for International Settlements, Committee on the Global Financial System – A Review of Financial Market Events in Autumn 1998. *CGFS Publications* 12 (1999).

Black (2005) – The Best Way to Rob a Bank:
William Black – The Best Way to Rob a Bank is to Own One: How Corporate Executives and Politicians Looted the S&L Industry. University of Texas, Austin 2005.

Black & Scholes (1973) – Pricing of Options:
Fischer Black & Myron Scholes – The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (1973), S. 637-654.

Blanchard & Fischer (1993) – NBER Macroeconomics Annual 1993:
Olivier Blanchard & Stanley Fischer [Hrsg.] – NBER Macroeconomics Annual 1993. MIT Press, Cambridge/London 1993.

Blaug (1968) – Economic Theory:
Mark Blaug – Economic Theory in Retrospect. Richard D. Irwin, Homewood 1968.

Boas & Gans-Morse (2009) – Neoliberalism:
Taylor C. Boas & Jordan Gans-Morse – Neoliberalism: From New Liberal Philosophy to Anti-Liberal Slogan. *Studies in Comparative International Development* 44 (2009), S. 137-161.

Bodenhorn (1996) – Demise of New York's Safety Fund:
Howard Bodenhorn – Zombie Banks and the Demise of New York's Safety Fund. *Eastern Economic Journal* 22 (1996), S. 21-33.

Bodenhorn (2003) – State Banking in Early America:
Howard Bodenhorn – State Banking in Early America: A New Economic History. Oxford University Press, Oxford [u.a.] 2003.

Bodenhorn (2006) – Bank Chartering in New York:
Howard Bodenhorn – Bank Chartering and Political Corruption in Antebellum New York. Free Banking as Reform. In: Glaeser & Goldin (2006) – Corruption and Reform, S. 231-257.

Bonen (2008) – Financial Deregulation:
A.J.G. Bonen – Outside – Inside: The Relationship Between Financial Deregulation and Shareholder Primacy. *The BSIS Journal of International Studies* 5 (2008), S. 1-26.

Bordo (1985) – The Lender of Last Resort:
Michael D. Bordo – The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 76 (1990), S. 18-29.

Bordo, Goldin & White (1998) – The Defining Moment:
Michael D. Bordo, Claudia Goldin & Eugene N. White [Hrsg.] – The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century. University of Chicago Press, Chicago 1998.

Bordo, Goldin & White (1998) – The Defining Moment Hypothesis:
Michael D. Bordo, Claudia Goldin & Eugene N. White – The Defining Moment Hypothesis: The Editors' Introduction. In: Bordo, Goldin & White (1998) – The Defining Moment, S. 1-20.

Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2000) – Is the Crisis Problem Growing More Severe:
Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria S. Martinez-Peria – Is the Crisis Problem Growing More Severe? World Bank Working Paper, 2000.
URL: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/cris_problem_more_severe.pdf

Bordo, Eichengreen, Klingebiel & Martinez-Peria (2001) – Is the Crisis Problem Growing More Severe:
Michael Bordo, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel, Maria S. Martinez-Peria – Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy* 16 (2001), S. 53-82.

Borenstein (2011) – Financial Losses of US Airlines:
Severin Borenstein – On the Persistent Financial Losses of U.S. Airlines: A Preliminary Exploration. NBER Working Paper 16744, Jänner 2011.
URL: http://www.nber.org/papers/w16744

Born (1998) – The Lessons of LTCM:
Brooksley Born – The Lessons of Long-Term Capital Management L.P. Remarks of Brooksley Born, Chairperson Commodity Futures Trading Commission. Chicago Kent-IIT Commodities Law Institute, 15. Oktober 1998.
URL: http://www.cftc.gov/opa/speeches/opaborn-37.htm

Born (2001) – Responses to Derivative Crises:
Brooksley Born – International Regulatory Responses to Derivative Crises: The Role of the U.S. Commodity Futures Trading Commission. *Northwestern Journal of International Law & Business* 21 (2001), S. 607-640.

Boyd & Gertler (1993) – US Commercial Banking:
John H. Boyd & Mark Gertler – U.S. Commercial Banking. Trends Cycles, and Policy. In: Blanchard & Fischer (1993) – NBER Macroeconomics Annual 1993, S. 319-377.

Boyd & Gertler (1994) – Are Banks Dead:
John H. Boyd & Mark Gertler – Are Banks Dead? Or Are the Reports Greatly Exaggerated? *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 18 (1994), S. 2-23.

Boyd & Graham (1991) – Banking Consolidation Trend:
John H. Boyd & Stanley L. Graham – Investigating the Banking Consolidation Trend. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* (Spring 1991), S. 3-15.

Boyd & Heitz (2012) – Costs and Benefits of Too-Big-to-Fail:
John H. Boyd & Amanda Heitz – The Social Costs and Benefits of Too-Big-to-Fail. A "Bounding" Exercise. Working Paper, 2012.
URL: http://casee.asu.edu/upload/TBTF_AER_Final_New_Title.pdf

Boyd, Jagannathan & Kwak (2010) – What Caused the Current Financial Mess:
John H. Boyd, Ravi Jagannathan & Sungkyu Kwak – What Caused the Current Financial Mess and What Can We Do About It? Working Paper, 19. Jänner 2010.
URL: http://ssrn.com/abstract=1539209

Bradley (2000) – Deposit Insurance Coverage:
Christine M. Bradley – A Historical Perspective on Deposit Insurance Coverage. *FDIC Banking Review* 13 (2000), S. 1-25.

Brewer & Jagtiani (2009) – How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail:
Elijah Brewer III & Julapa Jagtiani – How Much Did Banks Pay to Become Too-Big-to-Fail and to Become Systemically Important? Federal Reserve Bank of Philadelphia Research Department Working Paper 34, 2009.
URL: http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/working-papers/2011/wp11-37.pdf

Brown & Dinç (2012) – Too Many to Fail:
Craig O. Brown & I. Serdar Dinç – Too Many to Fail? Evidence of Regulatory Forbearance When the Banking Sector Is Weak. *The Review of Financial Studies* 24 (2012), S. 1378-1405.

Brumbaugh & Carron (1987) – Thrift Industry Crisis:
R. Dan Brumbaugh Jr. & Andrew S. Carron – Thrift Industry Crisis: Causes and Solutions. *Brookings Papers on Economic Activity* (1987), S. 349-377.

Brunnermeier (2008) – Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008:
Markus K. Brunnermeier – Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), S. 77-100.

Buiter (2008) – Central Banks and Financial Crises:
Willem H. Buiter – Central Banks and Financial Crises. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, Discussion Paper 619, 2008.
URL: http://eprints.lse.ac.uk/24438

Burns (1977) – The Need for Order in International Finance:
Arthur F. Burns – The Need for Order in International Finance. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 63 (1977), S. 13-18.

Butkiewicz (1995) – Reconstruction Finance Corporation:
James L. Butkiewicz – The Impact of a Lender of Last Resort During the Great Depression: The Case of the Reconstruction Finance Corporation. *Explorations in Economic History* 32 (1995), S. 197-216.

Calavita, Pontell & Tillman (1997) – Big Money Crime:
Kitty Calavita, Henry N. Pontell & Robert H. Tillman – Big Money Crime: Fraud and Politics in the Savings and Loan Crisis. University of California Press, Berkeley [u.a.] 1997.

Calomiris (1989) – Deposit Insurance:
Charles W. Calomiris – Deposit Insurance: Lessons from the Record. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 13 (1989), S. 10-30.

Calomiris (1990) – Is Deposit Insurance Necessary:
Charles W. Calomiris – Is Deposit Insurance Necessary? A Historical Perspective. *The Journal of Economic History* 50 (1990), S. 283-295.

Calomiris (2000) – Regulation, Industrial Structure, and Instability in US Banking:
Charles W. Calomiris – Regulation, Industrial Structure, and Instability in US Banking: An Historical Perspective. In: Calomiris (2000) – U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective, S. 1-92.

Calomiris (2000) – U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective:
Charles W. Calomiris [Hrsg.] – U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective. Cambridge University Press, Cambridge 2000.

Calomiris (2007) – Bank Failures in Theory and History:
Charles W. Calomiris – Bank Failures in Theory and History: The Great Depression and Other "Contagious" Events. NBER Working Paper 13597, November 2007.
URL: http://www.nber.org/papers/w13597

Calomiris (2008) – The Subprime Turmoil:
Charles W. Calomiris – What's Old, What's New, and What's Next. 9th Jacques Polak Annual Research Conference, 13.-14. November 2008.
URL: http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2008/arc/pdf/cwc.pdf

Calomiris (2009) – A Recipe for Ratings Reform:
Charles W. Calomiris – A Recipe for Ratings Reform. *The Economist's Voice* 6 (2009), S. 1-4.

Calomiris (2009) – Rules of the Game:
Charles W. Calomiris – Banking Crises and the Rules of the Game. NBER Working Paper 15403.
URL: http://www.nber.org/papers/w15403

Calomiris & Gorton (1991) – The Origins of Banking Panics:
Charles W. Calomiris & Gary Gorton – The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation. In: Hubbard (1991) – Financial Markets and Financial Crisis, S. 109 – 174.

Calomiris & Wheelock (1998) – Was the Great Depression a Watershed for Monetary Policy:
Charles W. Calomiris & David Wheelock – Was the Great Depression a Watershed for Monetary Policy? In: Bordo, Goldin & White (1998) – The Defining Moment, S. 23-65.

Calomiris & White (1994) – The Origins of Deposit Insurance:
Charles W. Calomiris & Eugene N. White – The Origins of Deposit Insurance. In: Goldin & Libecap (1994) – The Regulated Economy, S. 145-188.

Campbell & Pedersen (2001) – The Rise of Neoliberalism:
John L. Campbell & Ove K. Pedersen – The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis. In: Campbell & Pedersen (2001) – The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis, S. 1-24.

Campbell & Pedersen (2001) – The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis:
John L. Campbell & Ove K. Pedersen [Hrsg.] – The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis. Princeton University Press, Princeton 2001.

Caprio, Demirgüç-Kunt & Kane (2010) – The 2007 Meltdown in Structured Securitization:
Gerard Caprio Jr., Asli Demirgüç-Kunt & Edward J. Kane (2010) – The 2007 Meltdown in Structured Securitization: Searching for Lessons, Not Scapegoats. *The World Bank Research Observer* 25 (2010), S. 125-155.

Carmassi & Micossi (2012) – Time to Set Banking Regulation Right:
Jacopo Carmassi & Stefano Micossi – Time to Set Banking Regulation Right. Centre for European Policy Studies (CEPS) Paperbacks, 15. März 2012.

Carnell (1993) – The Culture of Ad Hoc Discretion:
Richard Carnell – The Culture of Ad Hoc Discretion. In: Kaufman & Litan (1993) – Assessing Bank Reform, S. 113-121.

Carpenter & Murphy (2010) – Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under Glass-Steagall:
David H. Carpenter & M. Maureen Murphy – Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under the Glass-Steagall Act (GSA) and the Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA). Congressional Research Service Report for Congress, 12. April 2010.
URL: http://assets.opencrs.com/rpts/R41181_20100412.pdf

Carrow & Kane (2002) – The Value of Relaxing Long-Standing Regulatory Restraints on Banks 1970-2000:
Kenneth A. Carrow & Edward J. Kane – Event-Study Evidence of the Value of Relaxing Long-Standing Regulatory Restraints on Banks, 1970–2000. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 42 (2002), S. 439–463.

Cassidy (2009) – How Markets Fail:
John Cassidy – How Markets Fail. The Logic of Economic Calamities. Penguin Books, London 2009.

Cecchetti (2009) – The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis:
Stephen G. Cecchetti – Crisis and Response: The Federal Reserve in the Early Stages of the Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), S. 51–75.

Cecchetti & Kharroubi (2012) – Reassessing the Impact of Finance on Growth:
Stephen G. Cecchetti & Enisse Kharroubi – Reassessing the Impact of Finance on Growth. BIS Working Paper 381, Juli 2012.
URL: http://www.bis.org/publ/work381.pdf

Chaddock (1910) – Safety Fund in New York:
Robert E. Chaddock & National Monetary Commission – The Safety Fund Banking System in New York, 1829-1866. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1910.
URL: http://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/nmc/nmc_581_1910.pdf

Chen, Steiner & Whyte (2006) – Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking:
Carl R. Chen, Thomas L. Steiner & Ann M. Whyte – Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking? An Analysis of the Banking Industry. *Journal of Banking & Finance* 30 (2006), S. 915–945.

Chernow (2004) – Alexander Hamilton:
Ron Chernow – Alexander Hamilton. Penguin Books, New York 2004.

Chomsky (1999) – Profit Over People:
Noam Chomsky – Profit Over People. Neoliberalism and Global Order. Seven Stories Press, New York [u.a.] 1999.

Chung & Richardson (2006) – Deposit Insurance Altered the Composition of Bank Suspensions During the 1920s:
Ching-Yi Chung & Gary Richardson – Deposit Insurance Altered the Composition of Bank Suspensions During the 1920s: Evidence from the Archives of the Board of Governors. *Contributions to Economic Analysis & Policy* 5, Article 34 (2006).

Clark (1988) – Economies of Scale and Scope:
Jeffrey A. Clark – Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: A Review of the Literature. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 73 (1988), S. 16-33.

Clarke (1988) – Crisis of the State:
Simon Clarke – Keynesianism, Monetarism and the Crisis of the State. Edward Elgar Publishing, Hants 1988.

Clarke (o.J.) – Neoliberal Theory of Society:
Clarke, Simon – The Neoliberal Theory of Society. Working Paper, o.J.
URL: http://homepages.warwick.ac.uk/~syrbe/pubs/Neoliberalism.pdf

Cline (1995) – International Debt Reexamined:
William R. Cline – International Debt Reexamined. Institute for International Economics, Washington, D.C. 1995.

Colander/Föllmer/Goldberg/Haas/Juselius/Kirman/Lux/Sloth (2009) – The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics:
David Colander/Hans Föllmer/Armin Haas/Michael Goldberg/Katarina Juselius/Alan Kirman/Thomas Lux/Brigitte Sloth – The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics. Kiel Working Papers 1489, Februar 2009.
URL: http://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/the-financial-crisis-and-the-systemic-failure-of-academic-economics/KWP_1489_ColanderetalFinancial%20Crisis.pdf

Conway (1960) – Savings and Loan Principles:
Lawrence V. Conway – Savings and Loan Principles. American Savings and Loan Institute Press, Chicago 1960.

Cook & Laroche (1993) – Instruments of the Money Market:
Timothy Q. Cook & Robert K. Laroche [Hrsg.] – Instruments of the Money Market. Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond 1993.
URL: http://www.richmondfed.org/publications/research/special_reports/instruments_of_the_money_market

Coval, Jurek & Stafford (2009) – The Economics of Structured Finance:
Joshua Coval, Jakub Jurek & Erik Stafford – The Economics of Structured Finance. *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), S. 3–25.

Cox (1967) – Regulation of Interest on Deposits:
Albert H. Cox Jr. – Regulation of Interest on Deposits: An Historical Review. *The Journal of Finance* 22 (1967), S. 274-296.

Critchfield/Davis/Davison/Gratton/Hanc/Samolyk (2004) – Community Banks:
Tim Critchfield/Tyler Davis/Lee Davison/Heather Gratton/George Hanc/Katherine Samolyk – The Future of Banking in America. Community Banks: Their Recent Past, Current Performance, and Future Prospects. *FDIC Banking Review* 16 (2004), S. 1-31.

Crotty (2007) – Why Are Financial Firm Profits So High:
James Crotty – If Financial Market Competition Is so Intense, Why Are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current 'Golden Age' of Finance. Political Economy Research Institute Working Paper 134, April 2007.
URL: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_101-150/WP134.pdf

Davis (2002) – History of Money:
Glyn Davis – A History of Money: From Ancient Times to the Present Day. University of Wales Press, Cardiff 2002.

Davison & Ramirez (2012) – Local Banking Panics of the 1920s:
Lee K. Davison & Carlos D. Ramirez – Local Banking Panics of the 1920s. George Mason University, Department of Economics Paper 12-56, 2012.
URL: http://ssrn.com/abstract=2171092

De Long & Shleifer (1991) – The Stock Market Bubble of 1929:
J. Bradford De Long & Andrei Shleifer – The Stock Market Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds. *Journal of Economic History* 52 (1991), S. 675-700.

Demesetz, Saidenberg & Strahan (1996) – Banks With Something to Lose:
Rebecca S. Demsetz, Marc R. Saidenberg, and Philip E. Strahan – Banks with Something to Lose: The Disciplinary Role of Franchise Value. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 2 (1996), S. 1-14.

Demirgüç-Kunt & Detragiache (1998) – Determinants of Banking Crises:
Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache – The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. *IMF Staff Papers* 45 (1998), S. 81-109.

Demirgüç-Kunt & Detragiache (1999) – Financial Liberalization and Financial Fragility:
Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache – Financial Liberalization and Financial Fragility. World Bank Policy Research Working Paper 1917, November 1999.
URL: http://elibrary.worldbank.org/doi/book/10.1596/1813-9450-1917

Demirgüç-Kunt & Detragiache (2002) – Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability:
Asli Demirgüç-Kunt & Enrica Detragiache – Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics* 49 (2002), S. 373–406.

Derthick & Quirk (1985) – The Politics of Deregulation:
Martha Derthick & Paul J. Quirk – The Politics of Deregulation. The Brookings Institution, Washington, D.C. 1985.

Diamond (1984) – Financial Intermediation and Delegated Monitoring:
Douglas W. Diamond – Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies* 51 (1984), S. 393-414.

Diamond & Dybvig (1983) – Bank Runs:
Douglas W. Diamond & Phillip H. Dybvig – Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *The Journal of Political Economy* 91 (1983), S. 401-419.

Diamond & Rajan (2001) – Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility:
Douglas Diamond & Raghuram G. Rajan – Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking. *Journal of Political Economy* 109 (2001), S. 287-327.

Diamond & Rajan (2001) – Banks and Liquidity:
Douglas Diamond & Raghuram G. Rajan – Banks and Liquidity. *American Economic Review* 91 (2001), S. 422-425.

Dimson & Mussavian (1998) – A Brief History of Market Efficiency:
Elroy Dimson & Massoud Mussavian – A Brief History of Market Efficiency. *European Financial Management* 4 (1998), S. 91-103.

Dooley (1994) – Debt Crisis:
Michael P. Dooley – A Retrospective on the Debt Crisis. NBER Working Paper 4963, Dezember 1994.
URL: http://www.nber.org/papers/w4963

Dowd, Cotter, Humphrey & Woods (2013) – How Unlucky Is 25-Sigma:
Kevin Dowd, John Cotter, Chris Humphrey & Margaret Woods – How Unlucky Is 25-Sigma? UCD Business School Working Paper 13, 2008.
URL: http://www.smurfitschool.ie/academicsampresearch/workingpapers/WP_08_13.pdf

EBA (2013) – Consistency of Risk-Weighted Assets:
European Banking Authority – Interim Results of the EBA Review of the Consistency of Risk-Weighted Assets. Top-Down Assessment of the Banking Book. 26. Februar 2013.
URL: http://www.eba.europa.eu/documents/10180/15947/Interim-results-EBA-review-consistency-RWAs_1.pdf/ca66e71f-7f91-40ad-9d76-8425fbc73473

Economides, Hubbard & Palia (1999) – Federal Deposit Insurance:
Nicholas Economides, R. Glenn Hubbard & Darius Palia – Federal Deposit Insurance: Economic Efficiency or Politics? *The Cato Review of Business and Government* 22 (1999), S. 15-17.

Edwards & Mishkin (1995) – Decline of Traditional Banking:
Franklin R. Edwards & Frederic S. Mishkin – The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 1 (1995), S. 27-47.

Eichengreen (1992) – Golden Fetters:
Barry J. Eichengreen – Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939 (NBER Series on Long-Term Factors in Economic Development). Oxford University Press, New York 1992.

Eichengreen (2008) – Globalizing Capital:
Barry J. Eichengreen – Globalizing Capital. A History of the International Monetary System. Princeton University Press, Princeton/Oxford 2008.

Eichengreen (2008) – The European Economy Since 1945:
Barry J. Eichengreen – The European Economy Since 1945: Coordinated Capitalism & Beyond (Princeton Economic History of the Western World). Princeton University Press, Princeton 2008.

Eichengreen & Lindert (1991) – The International Debt Crisis in Historical Perspective:
Barry Eichengreen & Peter H. Lindert [Hrsg.] – The International Debt Crisis in Historical Perspective. MIT Press, Cambridge & London 1991.

Eichengreen & Temin (2010) – Fetters of Gold and Paper:
Barry J. Eichengreen & Peter Temin – Fetters of Gold and Paper. NBER Working Paper 16202.
URL: http://www.nber.org/papers/w16202

Eigner & Melichar (2009) – Das Ende der Boden-Credit-Anstalt:
Peter Eigner & Peter Melichar – Das Ende der Boden-Credit-Anstalt 1929 und die Rolle Rudolf Siegharts. *Österreichische Zeitschrift für Geschichtswissenschaften* 19 (2009), S. 56-114.

Eisenbeis & Wall (2002) – FDICIA:
Robert A. Eisenbeis & Larry D. Wall – Reforming Deposit Insurance and FDICIA. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 87 (2002), S. 1-16.

Emerson (1934) – Banking Act of 1933:
Guy Emerson – Guaranty of Deposits Under the Banking Act of 1933. *The Quarterly Journal of Economics* 48 (1934), S. 229-244.

Emminger (1985) – International Debt Crisis:
Otmar Emminger – The International Debt Crisis and the Banks. *Intereconomics* 20 (1985), S. 107-113.

Fama (1970) – Efficient Capital Markets:
Eugene F. Fama – Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25 (1970), S. 383-417.

FCIC (2010) – Government Rescues of "Too-Big-to-Fail" Financial Institutions:
Financial Crisis Inquiry Commission – Preliminary Staff Report: Government Rescues of "Too-Big-to-Fail" Financial Institutions. 31. August 2010.
URL: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/2010-0831-Governmental-Rescues.pdf

FDIC (1998) – History of Deposit Insurance:
Federal Deposit Insurance Corporation – A Brief History of Deposit Insurance in the United States. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1998.
URL: http://www.fdic.gov/bank/historical/brief/brhist.pdf

FDIC (1984) – The First Fifty Years:
Federal Deposit Insurance Corporation – The First Fifty Years. A History of the FDIC, 1933-1983. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C. 1984.

FDIC (1998) – Managing the Crisis:
Federal Deposit Insurance Corporation & Resolution Trust Corporation – Managing the Crisis. The FDIC and RTC Experience, 1980-1994. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C. 1998.

FDIC (1997) – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s:
Federal Deposit Insurance Corporation – Banking Crises of the 1980s and Early 1990s (Band 1: History of the Eighties – Lessons for the Future). Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C. 1984.

FDIC (1997) – Symposium Proceedings:
Federal Deposit Insurance Corporation – Symposium Proceedings, January 16, 1997 (Band 2: History of the Eighties – Lessons for the Future). Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C. 1984.

Federal Reserve Bank of Boston (o. J.) – DIDMCA:
Federal Reserve Bank of Boston – Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980.
URL: http://www.bos.frb.org/about/pubs/deposito.pdf

Feldstein (1994) – American Economic Policy in the 1980s:
Martin Feldstein [Hrsg.] – American Economic Policy in the 1980s. University of Chicago Press, Chicago 1994.

Feldstein, deCarmoy, Narusawa & Krugman (1987) – Restoring Growth in the Debt-Laden Third World:
Martin Feldstein, Herve deCarmoy, Koei Narusawa, Paul R. Krugman – Restoring Growth in the Debt-Laden Third World. A Task Force Report to the Trilateral Commission (*Triangle Papers* 33). The Trilateral Commission, New York [u.a.] 1987.

Fischel (1937) – Jews in the Economic and Political Life of Mediaeval Islam:
Walter Fischel – Jews in the Economic and Political Life of Mediaeval Islam. Royal Asiatic Society, London 1937.

Fisher (1933) – Debt-Deflation:
Irving Fisher – The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 4 (1933), S. 337-357.

Fleckenstein & Sheehan (2008) – Greenspan's Bubbles:
William A. Fleckenstein & Frederick Sheehan – Greenspan's Bubbles: The Age of Ignorance at the Federal Reserve. McGraw Hill, New York [u.a.] 2008.

Fleming, Hrung & Keane (2009) – The Term Securities Lending Facility:
Michael J. Fleming, Warren B. Hrung, and Frank M. Keane – The Term Securities Lending Facility. Origin, Design and Effects. *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 15 (2009), S. 1-10.

Fletcher (1989) – Keynesian Revolution:
Gordon A. Fletcher – The Keynesian Revolution and Its Critics. Issues of Theory and Policy for the Monetary Production Economy. Macmillan, Houndmills & London 1989.

Flood (1992) – Deposit Insurance Debate:
Mark D. Flood – The Great Deposit Insurance Debate. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 74 (1992), S. 51-77.

Frame & White (2004) – Fussing and Fuming Over Fannie and Freddie:
W. Scott Frame and Lawrence J. White – Fussing and Fuming over Fannie and Freddie: How Much Smoke, How Much Fire? Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 2004-26, 2004.
URL: http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/wp0426.pdf

Freedman & Micksen (2002) – Salomon Brothers:
Richard D. Freedman & Velvet V. Mickens – Salomon Brothers: "Apologies are Bullshit". NYU Stern Case Study 2002.

Friedman (1968) – The Role of Monetary Policy:
Milton Friedman – The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review* 58 (1968), S. 1-17.

Friedman (2000) – Japan Now and the United States Then:
Benjamin M. Friedman – Japan Now and the United States Then: Lessons from the Parallels. In: Mikitani & Posen (2000) – Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience, S. 37-56.

Friedman & Schwartz (1993 [1963]) – Monetary History of the US:
Milton Friedman & Anna J. Schwartz – A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press, Princeton 1993.

Friedman (2002 [1962]) – Capitalism and Freedom:
Milton Friedman – Capitalism and Freedom: Fortieth Anniversary Edition. University of Chicago Press, Chicago 2002.

Friedman (1980) – Free to Choose:
Milton Friedman – Free to Choose. Harcourt Brace Jovanovich, New York & London, 1980.

FSB (2011) – Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions:
Financial Stability Board (2011) – Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions. 4. November 2011.
URL: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104bb.pdf

Galbraith (1991) – History of Economics:
John K. Galbraith – A History of Economics: The Past as the Present. Penguin Books, London 1991.

Galbraith (1998) – The Affluent Society:
John K. Galbraith – The Affluent Society. Houghton Mifflin Harcourt, New York 1958.

Galbraith (2009, [1954]) – The Great Crash 1929:
John K. Galbraith – The Great Crash 1929. Houghton Mifflin Harcourt, Boston 2009.

Gallatin (1831) – Currency and Banking System of the US:
Albert Gallatin – Considerations on the Currency and Banking System of the United States. In: Adams (1879) – The Writings of Albert Gallatin III, S. 231-364.

Garcia (1996) – Deposit Insurance:
Gillian Garcia – Deposit Insurance: Obtaining the Benefits and Avoiding the Pitfalls. IMF Working Paper WP/96/83, August 1996.

Garcia/Baer/Brewer/Allardice/Cargill/Dobra/Kaufman/Gonczy/Laurent/Motte (1983) – Garn-St Germain:
Gillian Garcia, Herbert Baer, Elijab Brewer, David Allardice, Thomas Cargill, John Dobra, George Kaufman, Anne M. Gonczy, Robert Laurent & Larry Motte – The Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 7 (1983), S. 3-31.

Glaeser & Goldin (2006) – Corruption and Reform:
Edward L. Glaeser & Claudia Goldin [Hrsg.] – Corruption and Reform: Lessons from America's Economic History. University of Chicago Press, Chicago 2006.

Goldin & Libecap (1994) – The Regulated Economy:
Claudia Goldin & Gary D. Libecap [Hrsg.] – The Regulated Economy: A Historical Approach to Political Economy. University of Chicago Press, Chicago 1994.

Goldin & Margo (1991) – The Great Compression:
Claudia Goldin & Robert A Margo – The Great Compression: The Wage Structure in the United States at Mid-Century. NBER Working Paper 3817, August 1991.
URL: http://www.nber.org/papers/w3817

Golembe (1955) – Origins of Deposit Insurance:
Carter H. Golembe – Origins of Deposit Insurance in the Middle West, 1834-1866. *Indiana Magazine of History* (Juni 1955), S. 113-120.

Golembe (1960) – Deposit Insurance Legislation of 1933:
Carter Golembe – The Deposit Insurance Legislation of 1933. An Examination of Its Antecedents and Its Purposes. *Political Science Quarterly* 75 (1960), S. 181-200.

Golembe & Warburton (1958) – Insurance of Bank Obligations 1829-1866:
Carter Golembe & Clark Warburton – Insurance of Bank Obligations in Six States During the Period 1829-1866. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C. 1958.

Goodfriend & King (1988) – Financial Deregulation:
Marvin Goodfriend & Robert G. King – Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 74 (1988), S. 3-22.

Goodhart (2008) – Liquidity Risk Management:
Charles A. Goodhart – Liquidity Risk Management. In: Banque de France – Liquidity, S. 39-44.

Goodhart (2009) – Liquidity Management:
Charles A. Goodhart – Liquidity Management. Symposium Paper, 9. September 2009.
URL: http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2009/papers/Goodhart.09.11.09.pdf

Goodhart (2009) – Regulatory Response to the Financial Crisis:
Charles A. Goodhart – The Regulatory Response to the Financial Crisis. Edward Elgar, Cheltenham/Northampton 2009.

Gorton (1984) – Private Clearinghouses:
Gary Gorton – Private Clearinghouses and the Origins of Central Banking. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review* (Jänner/Februar 1984), S. 3-12.

Gorton (2008) – The Panic of 2007:
Gary Gorton – The Panic of 2007. NBER Working Paper 14358, September 2008.
URL: http://www.nber.org/papers/w14358

Gorton (2009) – Banking and the Panic of 2007:
Gary Gorton – Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007. Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, 11.-13. Mai 2009.

Gorton & Rosen (1992) – Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking:
Gary Gorton & Richard Rosen – Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking. NBER Working Paper 4247, Dezember 1992.
URL: http://www.nber.org/papers/w4247

Gramlich (2007) – Subprime Mortgages:
Edward M. Gramlich – Subprime Mortgages. America's Latest Boom and Bust. The Urban Institute Press, Washington, D.C. 2007.

Greenbaum & Thakor (2007) – Contemporary Financial Intermediation:
Stuart I. Greenbaum & Anjan V. Thakor – Contemporary Financial Intermediation. Academic Press, Burlington [u.a.] 2007.

Greenspan (2010) – The Crisis:
Alan Greenspan – The Crisis. *The Brookings Papers on Economic Activity* (Frühling 2010), S. 201-246.

Grossman (1992) – Moral Hazard in the Thrift Industry:
Richard S. Grossman – Deposit Insurance, Regulation, and Moral Hazard in the Thrift Industry: Evidence from the 1930's. *The American Economic Review* 82 (1992), S. 800—821.

Grossman (2002) – Fear and Greed:
Richard S. Grossman – Fear and Greed: The Evolution of Double Liability in American Banking, 1865-1930. *Explorations in Economic History* 44 (2007), S. 59-80.

Grossman (2010) – Unsettled Account:
Richard S. Grossman – Unsettled Account: The Evolution of Banking in the Industrialized World Since 1800. Princeton University Press, Princeton/Oxford 2010.

Guaranty Trust Company of New York (1918) – War Finance Corporation:
Guaranty Trust Company of New York – War Finance Corporation Act. Guaranty Trust Company of New York, New York 1918.

Gup (2003) – Too Big to Fail:
Benston E. Gup [Hrsg.] – Too Big to Fail: Policies and Practices in Government Bailouts. Praeger Publishers, Westport 2003.

Guttmann & Plihon (2010) – Consumer Debt and Financial Fragility:
Robert Guttmann & Dominique Plihon – Consumer Debt and Financial Fragility. I*nternational Review of Applied Economics* 4 (2010), S. 269-283.

Hackley (1973) – Lending Functions of the Federal Reserve Banks:
Howard H. Hackley – Lending Functions of the Federal Reserve Banks: A History. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. 1973.

Haldane & Madouros (2012) – The Dog and the Frisbee:
Andrew G. Haldane & Vasileios Madouros – The Dog and the Frisbee. Speech Given at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 36th Economic Policy Symposium, "The Changing Policy Landscape". Jackson Hole, Wyoming 31. August 2012.
URL: http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech596.pdf

Hansen (1953) – Guide to Keynes:
Alvin H. Hansen – A Guide to Keynes. McGraw Hill, London [u.a.] 1953.

Hardach (2000) – Die Große Depression in den USA 1929-1939:
Gerd Hardach – Die Große Depression in den USA 1929-1939. *Beiträge zur historischen Sozialkunde* 30 (2000), S. 8-16.

Hardin (1962) – Tragedy of the Commons:
Garrett Hardin – The Tragedy of the Commons. *Science* 162 (1968), S. 1243-1248.

Harvey (2007) – Neoliberalism:
David Harvey – A Brief History of Neoliberalism. Oxford University Press, Oxford 2007.

Hayes (1993) – Financial Services:
Samuel L. Hayes III [Hrsg.] – Financial Services. Perspectives and Challenges. Harvard Business School Press, Boston 1993.

He, Qian & Strahan (2011) – Credit Ratings and the Evolution of the Mortgage-Backed Securities Market:
Jie He, Jun Qian & Philip E. Strahan – Credit Ratings and the Evolution of the Mortgage-Backed Securities Market. *American Economic Review* 101 (2011), S. 131-135.

Hellmann, Murdock & Stiglitz (2000) – Liberalization, Moral Hazard and Prudential Regulation:
Thomas Hellmann, Kevin Murdock & Joseph E. Stiglitz – Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? *The American Economic Review* 90 (2000), S. 147-165.

Hellmann, Murdock & Stiglitz (2002) – Franchise Value and the Dynamics of Financial Liberalization:
Thomas Hellmann, Kevin Murdock & Joseph E. Stiglitz – Franchise Value and the Dynamics of Financial Liberalization. In: Meyendorff & Thakor (2002) – Financial Systems in Transition, S. 111-127.

Hellwig (2010) – Capital Regulation After the Crisis:
Martin F. Hellwig – Capital Regulation After the Crisis: Business as Usual? CESifo DICE Report 2/2010, S. 40-46.

Herb (2009) – Turning Off the TLGP Tap:
Matt Herb – Turning Off the TLGP Tap: FDIC Says 'Last Call' for Cheap Debt. SNL Financial, 18. September 2009.
URL: http://www2.snl.com/Interactivex/article.aspx?CDID=A-10036796-12080

Herring & Safra (o.J.) – The Collapse of Continental:
Richard J. Herring & Jacob Safra – The Collapse of Continental Illinois National Bank and Trust Company: The Implications for Risk Management and Regulation. Financial Institutions Center, Wharton Business School, University of Pennsylvania, o.J.
URL: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/case%20studies/continental%20full.pdf

Hetzel (1991) – Too Big to Fail:
Robert L. Hetzel – Too Big to Fail: Origins, Consequences, and Outlook. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 77 (1999), S. 3-15.

Hetzel (2008) – Monetary Policy of the Federal Reserve:
Robert L. Hetzel – The Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. Cambridge University Press, Cambridge [u.a.] 2008.

Hetzel (2009) – Should Increased Regulation of Bank Risk-Taking Come from Regulators or from the Market:
Robert L. Hetzel – Should Increased Regulation of Bank Risk-Taking Come from Regulators or from the Market? *Economic Quarterly* 95 (2009), S. 161–200.

Hobsbawn (2003) – Zeitalter der Extreme:
Eric Hobsbawn – Das Zeitalter der Extreme. Weltgeschichte des 20. Jahrhunderts. Deutscher Taschenbuch Verlag, München 2003.

Holdsworth & Dewey (1910) – First and Second Bank of the US:
John T. Holdsworth & Davis R. Dewey – The First and Second Banks of the United States. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1910.

Homer & Sylla (2005) – History of Interest Rates:
Sidney Homer & Richard Sylla – A History of Interest Rates. John Wiley & Sons, Hoboken 2005.

Hooks & Robinson (2002) - Deposit Insurance and Moral Hazard in Texas in the 1920s:
Linda M. Hooks & Kenneth J. Robinson – Deposit Insurance and Moral Hazard: Evidence from Texas Banking in the 1920s. *The Journal of Economic History* 62 (2002), S. 833-853.

Hubbard (1991) – Financial Markets and Financial Crisis:
Glenn Hubbard [Hrsg.] – Financial Markets and Financial Crisis. University of Chicago Press, Chicago 1991.

Hudelson (1999) – Modern Political Philosophy:
Richard Hudelson – Modern Political Philosophy (Explorations in Philosophy). M. E. Sharpe, New York 1999.

Humphrey (1989) – Lender of Last Resort:
Thomas M. Humphrey – Lender of Last Resort: The Concept in History. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* 75 (1989), S. 8-16.

Humphrey (2010) – Lender of Last Resort:
Thomas M. Humphrey – Lender of Last Resort: What It Is, Whence It Came, and Why the Fed Isn't It. *Cato Journal* 30 (2010), S. 333-364.

Jensen (1986) – Agency Costs of Free Cash Flow:
Michael Jensen – Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* 76 (1986), S. 323-329.

Jensen & Meckling (1976) – Theory of the Firm:
Michael Jensen & William H. Meckling – Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (1976), S. 305-360.

Johnson & Kwak (2010) – 13 Bankers:
Simon Johnson & James Kwak – 13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown. Pantheon Books, New York 2010.

Johnson, Magee, Nagarajan & Newman (1985) – Sudden Executive Deaths:
W. Bruce Johnson, Robert P. Magee, Nandu J. Nagarajan & Harry A. Newman – An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Managerial Labor Market. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985), S. 151-174.

Johnston (1983) – McFadden Act:
Verle B. Johnston – The McFadden Act: A Look Back. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 19. August 1983, S. 1-3.

Joint Forum (2009) – Use of Credit Ratings:
Joint Forum – Stocktaking on the Use of Credit Ratings. Basel Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements, Basel, Juni 2009.
URL: http://www.bis.org/publ/joint22.pdf

Jones & Oshinsky (2009) – Industry Consolidation and Deposit Insurance Reform:
Kenneth D. Jones & Robert C. Oshinsky - The Effect of Industry Consolidation and Deposit Insurance Reform on the Resiliency of the U.S. Bank Insurance Fund. *Journal of Financial Stability* 5 (2009), S. 57–88.

Jorion (2000) – Risk Management Lessons from LTCM:
Phillipe Jorion – Risk Management Lessons from Long-Term Capital Management. *European Financial Management* 6 (2000), S. 277-300.

Kahneman (2012) – Thinking, Fast and Slow:
Daniel Kahneman – Thinking, Fast and Slow. Penguin Books, London 2012.

Kalemli-Ozcan, Sorensen & Yesiltas (2011) – Leverage Across Firms, Banks, and Countries:
Sebnem Kalemli-Ozcan, Bent Sorensen & Sevcan Yesiltas – Leverage Across Firms, Banks, and Countries. NBER Working Paper 17354, August 2011.
URL: http://www.nber.org/papers/w17354

Kamoi & Richardson (2011) – History of Regulation 1789-2009:
Alejandro Kamoi & Gary Richardson – A Brief History of Regulations Regarding Financial markets in the United States: 1789 to 2009. NBER Working Paper 17443, September 2011.
URL: http://www.nber.org/papers/w17443

Kane (1989) – Incentive-Incompatible Deposit-Insurance:
Edward J. Kane – How Incentive-Incompatible Deposit Insurance Funds Fail. NBER Working Paper 2836, Februar 1989.
URL: http://www.nber.org/papers/w2836

Kane (1989) – S&L Insurance Mess:
Edward J. Kane – The S&L Insurance Mess. Urban Institute Press, Washington, D.C. 1989.

Kane (1996) – Innovations in Bank Risk Management:
Edward J. Kane – Reducing Taxpayer Exposure to Loss from Innovations in Bank Risk Management. *Journal of Money, Credit and Banking* 28 (1996), S. 980-985.

Kane (1999) – Banking Powers:
Edward J. Kane – Implications of Superhero Metaphors for the Issue of Banking Powers. *Journal of Banking & Finance* 23 (1999), S. 663-673

Kane (2012) – Bankers and Brokers First:
Edward J. Kane – Bankers and Brokers First. Loose Ends in the Theory of Central-Bank Policymaking. Boston College, Department of Finance, Working Paper, 26. Jänner 2012.
URL: https://www2.bc.edu/edward-kane/Bankers%20and%20Brokers%20First.pdf

Kane & Wilson (1998) – Contracting-Theory Interpretation of Federal Deposit Insurance:
Edward J. Kane & Berry K. Wilson – A Contracting-Theory Interpretation of the Origins of Federal Deposit Insurance. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (1998), S. 573-595.

Kareken & Wallace (1978) – Deposit Insurance and Bank Regulation:
John H. Kareken & Neil Wallace – Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial-Equilibrium Exposition. *The Journal of Business* 51 (1978), S. 413-438.

Kaufman (1994) – Bank Contagion:
George G. Kaufman – Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence. *Journal of Financial Services Research* 8 (1994), S. 123–50.

Kaufman (1995) – The US Financial System:
George G. Kaufman – The U.S. Financial System. Money, Markets, and Institutions. Sixth Edition. Prentice Hall, Englewood Cliffs 1995.

Kaufman (2002) – Too Big to Fail in Banking:
George G. Kaufman – Too Big to Fail in Banking: What Remains? *The Quarterly Review of Economics and Finance* 42 (2002), S. 423–436.

Kaufman (2003) – Too Big to Fail:
George G. Kaufman – Too Big to Fail in U.S. Banking: Quo Vadis? In: Gup (2003) – Too Big to Fail, S. 153-167.

Kaufman (2004) – Depositor Liquidity and Loss Sharing:
George G. Kaufman – Depositor Liquidity and Loss Sharing in Bank Failure Resolutions. *Contemporary Economic Policy* 22 (2004), S. 237-249.

Kaufman & Litan (1993) – Assessing Bank Reform:
George G. Kaufman & Robert E. Litan [Hrsg.] – Assessing Bank Reform: FDICIA One Year Later. Brookings Institution, Washington, D.C. 1993.

Kaufman & Mote (1994) – Declining Industry:
George G. Kaufman & Larry Mote – Is Banking a Declining Industry? A Historical Perspective. *Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives* 18 (1994), S. 2-21.

Kaufman & Wallison (2001) – The New Safety Net:
George G. Kaufman & Peter J. Wallison – The New Safety Net. *Regulation* 24 (2001), S. 28-35.

Keeley (1985) – The Regulation of Bank Entry:
Michael C. Keeley – The Regulation of Bank Entry. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review* (Sommer 1985), S. 5-13.

Keeley (1985) – Bank Entry and Deregulation:
Michael C. Keeley – Bank Entry and Deregulation. *Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter*, 25. August 1985 (ohne Seitenangabe).

Keeley (1990) – Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking:
Michael C. Keeley – Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking. *The American Economic Review* 80 (1990), S. 1183-1200.

Keeton (1984) – Deposit Insurance and the Deregulation of Deposit Rates:
William R. Keeton – Deposit Insurance and the Deregulation of Deposit Rates. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 69 (1984), S. 28-46.

Kelleher, Hall & Bradley (2012) – The Cost of the Economic Crisis Is More Than $12.8 Trillion:
Dennis Kelleher, Stephen Hall & Katelynn Bradley – The Cost of the Wall Street-Caused Financial Collapse and Ongoing Economic Crisis Is More Than $12.8 Trillion. Better Markets, 15. September 2012.
URL: http://bettermarkets.com/sites/default/files/Cost%20Of%20The%20Crisis.pdf

Kenwood & Lougheed (2010) – International Economy 1820-2000:
George Kenwood & Alan Lougheed – The Growth of the International Economy, 1820-2000. Routledge, Oxon 2010.

Keynes (1920) – Economic Consequences of the Peace:
John M. Keynes – The Economic Consequences of the Peace. Harcourt, Brace and Howe, New York 1920.

Keynes (1991 [1936]) – General Theory:
John M. Keynes – The General Theory of Employment, Interest, and Money. First Harvest/Harcourt, New York 1991.

Keys, Mukherjee, Seru & Vig (2010) – Did Securitization Lead to Lax Screening:
Benjamin J. Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru & Vikrant Vig – Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans. *Quarterly Journal of Economics* 125 (2010), S. 307-362.

Kindleberger (1973) – The World in Depression 1929-1939:
Charles P. Kindleberger – The World in Depression: 1929-1939 (History of the World Economy in the Twentieth Century 4). Allen Lane, London 1973.

Kindleberger (1984) – The World in Depression 1929-1939:
Charles P. Kindleberger – The World in Depression: 1929-1939. University of California Press, Berkeley 1986.

Kindleberger & Aliber (2000) – Manias, Panics, and Crashes:
Charles P. Kindleberger & Robert Aliber – Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises. John Wiley & Sons, Hoboken 2000.

King (1933) – Back to Barter:
Murray E. King – Back to Barter. *Annals of Public and Cooperative Economics* 9 (1933), S. 257-261.

Knight (2006 [1921]) – Risk, Uncertainty and Profit:
Frank H. Knight – Risk, Uncertainty and Profit. Dover Publications, Mineola/New York 2006.

Kobayashi & Orui (2010) – GSE Crisis and Its Implications:
Masahiro Kobayashi & Yuji Orui – GSE Crisis and Its Implication – With Focus on Corporate Governance. *Public Policy Review* 6 (2010), S. 369-406.

Kohn (1999) – Bills of Exchange:
Meir Kohn – Bills of Exchange and the Money Market to 1600. Darthmouth College, Department of Economics, Working Paper 99-04, Februar 1999.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151849

Kohn (1999) – Coinage and Its Problems:
Meir Kohn – Medieval and Early Modern Coinage and Its Problems. Dartmouth College, Department of Economics, Working Paper 99-02, Februar 1999.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151828

Kovacevich (1996) – Deposit Insurance:
Richard M. Kovacevich – Deposit Insurance: It's Time to Cage the Monster. *Federal Reserve Bank of Minneapolis fedgazette*, April 1996, ohne Seitenangaben.
URL: http://www.minneapolisfed.org/publications_papers/pub_display.cfm?id=2682

Kraft (1984) – The Mexican Rescue:
Joseph Kraft – The Mexican Rescue. Group of Thirty, New York 1984.

Kroszner (1998) – Rethinking Bank Regulation:
Randall S. Kroszner – Rethinking Bank Regulation: A Review of the Historical Evidence. *Journal of Applied Corporate Finance* 11 (1998), S. 48-58.

Kroszner (2008) – The Community Reinvestment Act and the Recent Mortgage Crisis:
Randall S. Kroszner – Speech at the Confronting Concentrated Poverty Policy Forum, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., 3. Dezember 2008.
URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20081203a.htm

Kroszner & Rajan (1994) – Is the Glass-Steagall Act Justified:
Randall S. Kroszner & Raghuram G. Rajan – Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933. *American Economic Review* 84 (1994), S. 810-832.

Kroszner & Strahan (2001) – Obstacles to Optimal Policy:
Randall S. Kroszner & Philip E. Strahan – Obstacles to Optimal Policy: The Interplay of Politics and Economics in Shaping Bank Supervision and Regulation Reforms. In: Mishkin (2001) – Prudential Supervision, S. 233-272.

Krugman, Enders & Rhodes (1994) – LDC Debt Policy:
Paul Krugman, Thomas O. Enders & William R. Rhodes – LDC Debt Policy. In: Feldstein (1994) – American Economic Policy in the 1980s, S. 691-740.

Kumhof & Rancière (2010) – Inequality, Leverage and Crises:
Michael Kumhof & Romain Rancière – Inequality, Leverage and Crises. IMF Working Paper WP/10/268, November 2010.
URL: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf

Kupiec & O'Brien (1995) – Capital Requirements for Market Risk:
Paul H. Kupiec & James M. O'Brien – A Precommitment Approach to Capital Requirements for Market Risk. Proceedings of the Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 1995.

Kushmeider (2005) – Restructuring Federal Bank Regulation:
Rose M. Kushmeider – The U.S. Federal Financial Regulatory System: Restructuring Federal Bank Regulation. *FDIC Banking Review* 17 (2005), S. 1-29.

Kuznets (1955) – Economic Growth and Income Inequality:
Simon Kuznets – Economic Growth and Income Inequality. *The American Economic Review* 45 (1955), S. 1-28.

Kuznets (1963) – Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations:
Simon Kuznets – Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations: VIII. Distribution of Income by Size. *Economic Development and Cultural Change* 11 (1963), S. 1-80.

Laffont & Tirole (1991) – Regulatory Capture:
Laffont & Tirole – The Politics of Government Decision-Making. A Theory of Regulatory Capture. *The Quarterly Journal of Economics* 106 (1991), S. 1089-1127.

Lamont & Polk (2002) – Does Diversification Destroy Value:
Owen A. Lamont & Christopher Polk – Does Diversification Destroy Value? Evidence from the Industry Shocks. *Journal of Financial Economics* 63 (2002), S. 51-77.

Larson (2011) – The Basel Capital Accords:
Joe Larson – The Basel Capital Accords. The University of Iowa Center for International Finance and Development, Working Paper, 2011.
URL: http://ebook.law.uiowa.edu/ebook/uicifd-ebook/what-are-basel-captial-accords

Leland & Pyle (1977) – Informational Asymmetries:
Hayne E. Leland & David H. Pyle – Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32 (1977), S. 371-387.

Levine (2012) – The Governance of Financial Regulation:
Ross Levine – The Governance of Financial Regulation: Reform Lessons from the Recent Crisis. *International Review of Finance* 12 (2012), S. 39-56.

Levonian (1995) – Why Banking Isn't Declining:
Mark E. Levonian – Why Banking Isn't Declining. *Federal Reserve Bank of San Francisco Weekly Letter* 95-03, 10. Jänner 1995.

Lindert (1991) – Response to Debt Crisis:
Peter H. Lindert – Response to Debt Crisis: What Is Different About the 1980s? In: Eichengreen & Lindert (1991) – The International Debt Crisis in Historical Perspective, S. 227-275.

Lindow (1963) – Bank Capital:
Wesley Lindow – Bank Capital and Risk Assets. *The National Banking Review* 1 (1963), S. 29-46.

Lowenstein (2002) – When Genius Failed:
Roger Lowenstein – When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management. How One Small Bank Created a Trillion-Dollar Hole. Four Estate, London 2002.

Lucas (1976) – Econometric Policy Evaluation:
Robert Lucas – Econometric Policy Evaluation: A Critique". *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 1 (1976), S. 19–46.

Lucas (2001) – Lecture at Trinity University:
Robert E. Lucas Jr. – Lecture at Trinity University, April 2001.
URL: http://www.trinity.edu/nobel/Lucas_files/Lucas%20web%20quotes.htm

Luttrell (1968) – Interest Rate Controls:
Clifton B. Luttrell – Interest Rate Controls—Perspective, Purpose, and Problems. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 50 (1968), S. 6-14.

Macey & Miller (1992) – Double Liability History:
Jonathan Macey & Geoffrey P. Miller – Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications. *Wake Forest Law Review* 27 (1992), S. 31-62.

MacKay & Phillips (2005) – How Does Industry Affect Firm Financial Structure:
Peter MacKay & Gordon M. Phillips – How Does Industry Affect Firm Financial Structure? *The Review of Financial Studies* 18 (2005), S. 1433-1466.

MacKenzie & Millo (2003) – Financial Derivatives Exchange:
Donald MacKenzie & Yuval Millo – Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. *American Journal of Sociology* 109 (2003), S. 107-145.

Madigan (2009) – Bagehot's Dictum in Practice:
Brian F. Madigan – Bagehot's Dictum in Practice: Formulating and Implementing Policies to Combat the Financial Crisis. Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 21. August 2009.
URL: http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/madigan20090821a.htm#f8

Maloney (2006) – Banks and the SEC:
Eugene F. Maloney – Banks and the SEC: A Regulatory Mismatch? *Annual Review of Banking & Financial Law* 25 (2006), S. 443-449.

Malysheva & Walter (2010) – How Large Has the Financial Safety Net Become?
Nadezhda Malysheva & John R. Walter – How Large Has the Financial Safety Net Become? The Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper 10-03R, März 2010, überarbeitete Version vom Februar 2013.
URL: http://www.richmondfed.org/publications/research/working_papers/2010/pdf/wp10-03r.pdf

Mandelbrot & Hudson (2008) – (Mis)Behaviour of Markets:
Benoit B. Mandelbrot & Richard L. Hudson – The (Mis)Behaviour of Markets. A Fractal View of Risk, Ruin and Reward. Profile Books, London 2008.

Marcus (1990) – Deregulation and Bank Financial Policy:
Alan J. Marcus – Deregulation and Bank Financial Policy. *Journal of Banking and Finance* 8 (1990), S. 557-565.

Marglin & Schor (1991) – Golden Age of Capitalism:
Stephen A. Marglin & Juliet B. Schor [Hrsg.] – The Golden Age of Capitalism: Reinterpreting the Postwar Experience (WIDER Studies in Development Economics). Clarendon Press, Oxford 1991.

Mariathasan & Merrouche (2012) – Manipulation of Basel Risk-Weights:
Mike Mariathasan & Ouarda Merrouche – Manipulation of Basel Risk-Weights. University of Oxford, Department of Economics Discussion Paper 621, 2012.
URL: http://www.economics.ox.ac.uk/materials/papers/12210/paper621.pdf

Markowitz (1952) – Portfolio Selection:
Harry Markowitz – Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 7 (1952), S. 77-91.

Marks (2011) – The Most Important Thing:
Howard Marks – The Most Important Thing: Uncommon Sense for Thoughtful Investors. Columbia University Press, New York [u.a.] 2011.

Mason (2008) – Savings and Loans:
David L. Mason – From Buildings and Loans to Bail-Outs. A History of the American Savings and Loan Industry, 1831-1995. Cambridge University Press, Cambridge 2008.

Matthews & Thompson (2005) – The Economics of Banking:
Kent Matthews & John Thompson – The Economics of Banking. John Wiley & Sons, Chichester 2005.

Mayer (1990) – Bank Robbery:
Martin Mayer – The Greatest-Ever Bank Robbery. The Collapse of the Savings and Loan Industry. Charles Scribner's Sons, New York 1990.

März (1990) – Große Depression in Österreich 1930-1933:
Eduard März – Die große Depression in Österreich 1930-1933. *Wirtschaft und Gesellschaft* 16 (1990), S. 409-437.

McAllister & McMagnus (1993) – Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking:
Patrick H. McAllister & Douglas McMagnus – Resolving the Scale Efficiency Puzzle in Banking. *Journal of Banking & Finance* 17 (1993), S. 389-405.

Mehrez & Kaufman (2000) – Transparency, Liberalization, and Banking Crises:
Gil Mehrez & Daniel Kaufman – Transparency, Liberalization, and Banking Crises. World Bank Policy Research Working Paper 2286, Februar 2000.
URL: http://elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813-9450-2286

Meltzer (1976) – Regulation of Financial Institutions:
Allan H. Meltzer – Major Issues in the Regulation of Financial Institutions. *Journal of Political Economy* 75 (1976), S. 482-501.

Meltzer (1985) – Financial Failures and Financial Policies:
Allan H. Meltzer – Financial Failures and Financial Policies. Tepper School of Business Paper 791, September 1985.
URL: http://repository.cmu.edu/tepper/791

Meltzer (1988) – Reagan Administration:
Allan H. Meltzer – Economic Policies and Actions in the Reagan Administration. *Journal of Post Keynesian Economics* 10 (1988), S. 528-540.

Meltzer (2009) – A History of the Federal Reserve 1970-1986:
Allan H. Meltzer – A History of the Federal Reserve (Band 2, Buch 2: 1970-1986). University of Chicago Press, Chicago/London 2009.

Merton (1977) – Cost of Deposit Insurance:
Robert C. Merton – An Analytical Derivation of the Cost of Deposit Insurance and Loan Guarantees: An Application of Modern Option Pricing Theory. *Journal of Banking and Finance* 1 (1977), S. 3-11.

Merton (1973) – Rational Option Pricing:
Robert C. Merton – Theory of Rational Option Pricing. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 4, (1973), S. 141-183.

Meyendorff & Thakor (2002) – Financial Systems in Transition:
Anna Meyendorff & Anjan Thakor [Hrsg.] – Financial Systems in Transition: The Design of Financial Systems in Central Europe. MIT Press, Cambridge/London 2002.

Mikitani & Posen (2000) – Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience:
Ryoichi Mikitani & Adam S. Posen [Hrsg.] – Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience (Institute for International Economics Special Report 13). Institute for International Economics, Washington, D.C. 2000.

Miller & Pearce (2006) –Net Benefits of Freddie Mac and Fannie Mae:
James C. Miller III. & James E. Pearce – Revisiting the Net Benefits of Freddie Mac and Fannie Mae. Prepared for Freddie Mac, November 2006.
URL: http://www.freddiemac.com/corporate/reports/pdf/2006%20Pearce%20Miller%20report.pdf

Minsky (1982) – Can It Happen Again:
Hyman Minsky – Can "It" Happen Again? A Reprisal. Hyman P. Minsky Archive Paper 155, 1982.
URL: http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155

Minsky (2008) – Stabilizing an Unstable Economy:
Hyman Minsky – Stabilizing an Unstable Economy. McGraw-Hill, New York [u.a.] 2008.

Mishkin (1996) – Evaluating FDICIA:
Frederic S. Mishkin – Evaluating FDICIA. Paper Presented at the Brookings Institution National Issues Forum in Cooperation with the Chicago Clearing House Association. FDICIA: Bank Reform Five Years Later and Five Years Ahead, Washington, D.C., 19. Dezember 1996.
URL: http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/FDICIA96.pdf

Mishkin (2001) – Prudential Supervision:
Frederic S. Mishkin [Hrsg.] – Prudential Supervision: What Works and What Doesn't. University of Chicago Press, Chicago 2001.

Mishkin (2006) – How Big a Problem Is Too Big to Fail:
Frederic S. Mishkin – How Big a Problem is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts. *Journal of Economic Literature* 44 (2006), S. 988-1004.

Mitchell (1984) – Capital Adequacy at Commercial Banks:
Karlyn Mitchell – Capital Adequacy at Commercial Banks. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 69 (1984), S. 17-30.

Mitchener (2004) – Bank Supervision, Regulation, and Instability During the Great Depression:
Kris J. Mitchener – Bank Supervision, Regulation, and Instability During the Great Depression. NBER Working Paper 10475, Mai 2004.
URL: http://www.nber.org/papers/w10475

Mitchener & Richardson (2013) – Skin in the Game:
Kris J. Mitchener & Gary Richardson – Does "Skin in the Game" Reduce Risk Taking? Leverage, Liability and the Long-Run Consequences of New Deal Banking Reforms. NBER Working Paper 18895, 2013.

Moeller & Brady (2007) – Mergers and Acquisitions:
Scott Moeller & Chris Brady – Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield. John Wiley & Sons, Chichester 2007.

Monaco & Brooks (2001) – Deregulation and Wages in Trucking:
Kristen A. Monaco & Taggert J. Brooks – Deregulation and Wages in Trucking: A Time Series Phenomenon – A Time Series Approach. *Transportation After Deregulation* 6 (2001), S. 53–67.

Moran (2009) – Wall Street Meets Main Street:
Eamonn K. Moran – Wall Street Meets Main Street: Understanding the Financial Crisis. *North Carolina Banking Institute Journal* 13 (2009), S. 5-100.

Morgan & Stiroh (2005) – Too Big to Fail After All These Years:
Donald P. Morgan & Kevin J. Stiroh – Too Big to Fail After All These Years. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 220, September 2005.
URL: http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr220.pdf

Morgenson & Rosner (2011) – Reckless Endangerment:
Gretchen Morgenson & Joshua Rosner – Reckless Endangerment. How Outsized Ambition, Greed, and Corruption Led to Economic Armageddon. Times Books, New York 2011.

Morris (2009) – Two Trillion Dollar Meltdown:
Charles R. Morris – The Trillion Dollar Meltdown. Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash. Black, Melbourne 2009.

Morrison & White (2010) – Reputational Contagion:
Alan D. Morrison & Lucy White – Reputational Contagion and Optimal Regulatory Forbearance. European Central Bank Working Paper 1196, Mai 2010.
URL: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1196.pdf

Morse (2004) – Looking for New Customers:
Neil J. Morse – Looking for New Customers. *Mortgage Banking*, 1. Dezember 2004.

Mudge (2008) – What Is Neo-Liberalism:
Stephanie L. Mudge – What Is Neo-Liberalism? *Socio-Economic Review* 6 (2008), S. 703-731.

Myers (1970) – Financial History of the US:
Margaret G. Myers – A Financial History of the United States. Columbia University Press, New York/London 1970.

Nadler & Bogen (1933) – End of an Epoch:
Marcus Nadler & Jules I. Bogen – The Banking Crisis: The End of an Epoch. Dodd, Mead & Co., New York 1933.

Norton & Ariely (2011) – Building a Better America:
Michael I. Norton & Dan Ariely – Building a Better America: One Quintile at a Time. *Perspectives on Psychological Science* 6 (2011), S. 9-12.

O'Hara & Shaw (1990) – Deposit Insurance and Wealth Effects:
O'Hara & Shaw – Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being "Too Big to Fail". *The Journal of Finance* 45 (1990), S. 1587-1600.

Olson (1965) – Collective Action:
Mancur Olson – The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups (Harvard Economic Studies CXXIV). Harvard University Press, Harvard [u.a.] 1965.

Omarova (2009) – The Quiet Metamorphosis:
Saule T. Omarova – The Quiet Metamorphosis: How Derivatives Changed the "Business of Banking". *University of Miami Law Review* 63 (2009), S. 1041-1110.

Orhangazi (2007) – Financialisation and Capital Accumulation:
Özgür Orhangazi – Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Working Paper 149, Oktober 2007.
URL: http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1120&context=peri_workingpapers

Partnoy (1999) – The Siskel and Ebert of Financial Markets:
Frank Partnoy – The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly* 77 (1999), S. 619-714.

Partnoy (2006) – Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers:
Frank Partnoy – How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers. University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper 07-46, Mai 2006.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900257

Partnoy (2009) – Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies:
Frank Partnoy – Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective. University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper 09-014, Juli 2009.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1430608

Peck (2004) – Constructions of Neoliberalism:
Jamie Peck – Geography and Public Policy: Constructions of Neoliberalism. *Progress in Human Geography* 28 (2004), S. 392-405.

Peck, Theodore & Brenner (2009) – Neoliberal Urbanism:
Jamie Peck, Nik Theodore & Neil Brenner – Neoliberal Urbanism: Models, Moments, Mutations. *SAIS Review* 29 (2009), S. 49-66.

Peltzman (1989) – Economic Theory of Regulation:
Sam Peltzman – The Economic Theory of Regulation After a Decade of Deregulation. *Brookings Papers on Economic Activity* (Special Issue 1989), S. 1-59.

Peltzman (1989) – Entry in Commercial Banking:
Sam Peltzman – Entry in Commercial Banking. *Journal of Law and Economics* 8 (1965), S. 11-50.

Penas & Unal (2004) – Gains in Bank Mergers:
María Fabiana Penasa & Haluk Unal – Gains in Bank Mergers: Evidence from the Bond Markets. *Journal of Financial Economics* 74 (2004), S. 149–179.

Pennacchi (2006) – Deposit Insurance:
Geerge Pennacchi – Deposit Insurance, Bank Regulation, and Financial System Risks. *Journal of Monetary Economics* 53 (2006), S. 1-30.

Phaup, Dunson & Eyles (1996) – Assessing the Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac:
Marvin Phaup, Marlies Dunson & Matt Eyles – Assessing the Costs and Benefits of Fannie Mae and Freddie Mac. Congress of the United States, Congressional Budget Office. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1996.

Philippon (2011) – Has the US Finance Industry Become Less Efficient:
Thomas Philippon – Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? New York University Working Paper 2451/31370, November 2011.
URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1972808

Philippon & Reshef (2007) – Skill Biased Financial Development:
Thomas Philippon & Ariell Reshef – Skill Biased Financial Development: Education, Wages and Occupations in the U.S. Financial Sector. NBER Working Paper 13437, September 2007.
URL: http://www.nber.org/papers/w13437

Philippon & Reshef (2009) – Wages and Human Capital in the US Financial Industry:
Thomas Philippon & Ariell Reshef – Wages and Human Capital in the U.S. Financial Industry: 1906-2006. NBER Working Paper 14644, Jänner 2009.
URL: http://www.nber.org/papers/w14644.pdf

Pinto (2010) – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis:
Edward J. Pinto – Government Housing Policies in the Lead-Up to the Financial Crisis: A Forensic Study. Discussion Draft, 14. August 2010.
URL: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-docs/2010-08-14%20Pinto%20Government%20Policies.pdf

Pizzo, Fricker & Muolo (1989) – Inside Job:
Stephen Pizzo, Mary Fricker & Paul Muolo – Inside Job: The Looting of America's Savings and Loans. McGraw-Hill Publishing, New York [u.a.] 1989.

Pontell (2005) – White-Collar Crime:
Henry N. Pontell – White-Collar Crime and Major Financial Debacles in the United States. United Nations Asia and Far East Institute for the Prevention of Crime and the Treatment of Offenders (UNAFEI) *Research Material Series* 67 (2005), S. 189-201.

Posner (1974) – Economic Regulation:
Richard A. Posner – Theories of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 5 (1974), S. 335-358.

Power (1996) – Sovereign Debt:
Philip J. Power – Sovereign Debt: The Rise of the Secondary Market and Its Implications for Future Restructurings. *Fordham Law Review* 64 (1996), S. 2701-2772.

Pozsar, Adrian, Ashcraft & Boesky (2012) – Shadow Banking:
Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam Ashcraft & Hayley Boesky – Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York Staff Report 458, Februar 2012.
URL: http://www.ny.frb.org/research/staff_reports/sr458.pdf

Preston (1935) – The Banking Act von 1935:
Howard H. Preston – The Banking Act von 1935. *Journal of Political Economy* 43 (1935), S. 743-762.

Purnanandam (2011) – Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis:
Amiyatosh Purnanandam – Originate-to-Distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis. *The Review of Financial Studies* 24 (2011), S. 1881-1915.

Pyle (1993) – Savings and Loan Crisis:
David H. Pyle – The U.S. Savings and Loan Crisis. Hass School of Business, Finance Working Paper 227, April 1993.
URL: http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/rpf227.pdf

Quinn (1997) – Goldsmith Banking:
Stephen Quinn – Goldsmith-Banking: Mutual Acceptance and Interbanker Clearing in Restoration London. *Explorations in Economic History* 34 (1997), S. 411-432.

Rajan (2005) – Has Financial Development Made the World Riskier:
Raghuram G. Rajan – Has Financial Development Made the World Riskier? NBER Working Paper 11728, November 2005.
URL: http://www.nber.org/papers/w11728

Rajan (2010) – Fault Lines:
Raghuram G. Rajan – Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton University Press, Princeton/Oxford 2010.

Reinhart & Rogoff (2009) – This Time Is Different:
Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff – This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press, Princeton/Oxford 2009.

Rich & Wilson (1977) – Cambridge Economic History of Europe:
E.E. Rich & C.H. Wilson [Hrsg.] – Cambridge Economic History of Europe. The Economic Organization of Early Modern Europe (Band V). Cambridge University Press, Cambridge 1977.

Ritholtz & Task (2009) – Bailout Nation:
Barry Ritholtz & Aaron Task – Bailout Nation. How Greet and Easy Money Corrupted Wall Street and Shook the World Economy. John Wiley & Sons, Hoboken 2009.

Ritschl & Woitek (2006) – Did Monetary Forces Cause the Great Depression:
Albrecht Ritschl & Ulrich Woitek – Did Monetary Forces Cause the Great Depression? Working Paper, November 2006.
URL: http://personal.lse.ac.uk/ritschl/pdf_files/ritschl_woitek.pdf

Robb (1921) – Guaranty of Bank Deposits:
Thomas B. Robb – The Guaranty of Bank Deposits. Houghton Mifflin Company, Boston/New York 1921.

Roberts (2010) – Gambling With Other People's Money:
Russell Roberts – Gambling With Other People's Money. How Perverted Incentives Caused the Financial Crisis. George Mason University, Mercatus Center, Mai 2010.
URL: http://mercatus.org/publication/gambling-other-peoples-money

Rockoff (1974) – Free Banking:
Hugh Rockoff – The Free Banking Era: A Reexamination. *Journal of Money, Credit and Banking* 6 (1974), S. 141-167.

Rockwell (1988) – The Free Market Reader:
Llewellyn H. Rockwell Jr. [Hrsg.] – The Free Market Reader. Ludwig van Mises Institute, Burlingame 1988.

Rolnick (1987) – Benefits of Bank Deposit Rate Ceilings:
Arthur J. Rolnick – Benefits of Bank Deposit Rate Ceilings: New Evidence on Bank Rates and Risk in the 1920s. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 11 (1987), S. 2-18.

Romer & Romer (1993) – Postwar Transmission Mechanism:
Christina D. Romer & David H. Romer – Credit Channel or Credit Actions? An Interpretation of the Postwar Transmission Mechanism. NBER Working Paper 4485, Oktober 1993.
URL: http://www.nber.org/papers/w4485

Rosenblum (2012) – Choosing the Road to Prosperity:
Henry Rosenblum – Choosing the Road to Prosperity. Why We Must End Too Big to Fail—Now. In: Federal Reserve Bank of Dallas (2012) – Annual Report 2011, S. 3-23.
URL: http://www.dallasfed.org/assets/documents/fed/annual/2011/ar11.pdf

Rosnick & Baker (2012) – Missing the Story:
David Rosnick & Dean Baker – Missing the Story: The OECD's Analysis of Inequality. Center for Economic and Policy Research, Juli 2012.
URL: http://www.cepr.net/documents/publications/oecd-2012-07.pdf

Rothbard (1988) – Alan Greenspan:
Murray N. Rothbard – Alan Greenspan: A Minority Report on the New Fed Chairman. In: Rockwell (1988) – The Free Market Reader, S. 103-105.

Rothbard (2008) – Mystery of Banking:
Murray N. Rothbard – The Mystery of Banking. Ludwig van Mises Institute. Auburn 2008.

Ruebling (1970) – Regulation Q:
Charlotte E. Reubling – The Administration of Regulation Q. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 52 (1970), S. 29-40.

Ruggie (1982) – Embedded Liberalism:
John G. Ruggie – International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order. *International Organization* 36 (1982), S. 379-415.

Sachs (1987) – International Policy Coordination and the Developing Country Debt Crisis:
Jeffrey Sachs – International Policy Coordination: The Case of the Developing Country Debt Crisis. NBER Working Paper 2287, Juni 1987.
URL: http://www.nber.org/papers/w2287

Sachs & Huizinga (1987) – US Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis:
Jeffrey Sachs & Harry Huizinga – U.S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis. B*rookings Papers on Economic Activity* (1987), S. 555-606.

Saint-Etienne (1984) – The Great Depression 1929-1938:
Christiane Saint-Etienne – The Great Depression 1929-1938. Lessons for the 1980s. Hoover Press, Stanford 1984.

Samuelson (1965) – Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly:
Paul A. Samuelson – Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review* 6 (1965), S. 41-49.

Sargent & Wallace (1976) – Rational Expectations:
Thomas J. Sargent & Neil Wallace – Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. *Journal of Monetary Economics* 2 (1976), S. 169-183.

Saunders & Allen (2002) – Credit Risk Measurement:
Anthony Saunders & Linda Allen (2002) – Credit Risk Measurement. New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms. John Wiley & Sons, New York 2002.

Schubert (1991) – Creditanstalt Crisis:
Aurel Schubert – The Creditanstalt Crisis of 1931. Cambridge University Press, Cambridge [u.a.] 1991.

Schwartz (1989) – International Debts:
Anna J. Schwartz – International Debts: What's Fact and What's Fiction. Presidential Address to the Western Economic Association, July 2, 1988. *Economic Inquiry* 27 (1989), S. 1-19.

Schwartz (1989) – The Misuse of the Fed's Discount Window:
Anna J. Schwartz – The Misuse of the Fed's Discount Window. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 74 (1992), S. 58-69.

Seidman (2000) – Full Faith and Credit:
L. William Seidman – Full Faith and Credit. The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas. Beard Books, Washington, D.C. 2000.

Sewell (2011) – History of the Efficient Market Hypothesis:
Martin Sewell – History of the Efficient Market Hypothesis. UCL Department of Computer Science Research Note RN/11/04, 20. Jänner 2011.
URL: http://www.cs.ucl.ac.uk/fileadmin/UCL-CS/images/Research_Student_Information/RN_11_04.pdf

Sherman (2009) – History of Financial Deregulation:
Matthew Sherman – A Short History of Financial Deregulation in the United States. Center for Economic and Policy Research, Juli 2009.
URL: http://www.cepr.net/documents/publications/dereg-timeline-2009-07.pdf

Shiller (1984) – Stock Prices and Social Dynamics:
Robert J. Shiller – Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity* (1984), S. 457-498.

Shiller (2008) – The Subprime Solution:
Robert J. Shiller – The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do About It. Princeton University Press, Princeton/Oxford 2008.

Shin (2009) – Reflections on Northern Rock:
Hyun Song Shin – Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives* 23 (2009), S. 101-119.

Shleifer (2005) – Understanding Regulation:
Andrei Shleifer – Understanding Regulation. *European Financial Management* 11 (2005), S. 439-451.

Shleifer & Vishny (1997) – A Survey of Corporate Finance:
Andrei Shleifer & Robert W. Vishny – A Survey of Corporate Finance. *The Journal of Finance* 52 (1997), S. 737-783.

Shughart (1988) – Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933:
William F. Shughart – A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933. *Cato Journal* 7 (1988), S. 595-619.

Shull (2010) – Too Big to Fail in Financial Crisis:
Bernard Shull – Too Big to Fail in Financial Crisis: Motives, Countermeasures, and Prospects. Levy Economics Institute Working Paper 601, Juni 2010.
URL: http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_601.pdf

Shull & Hanweck (2011) – Bank Mergers in a Deregulated Environment:
Bernard Shull & Gerald A. Hanweck – Bank Mergers in a Deregulated Environment: Promise and Peril. Quorum Books, Westport 2001.

Silber (2009) – Why Did FDR's Bank Holiday Succeed:
William L. Silber – Why Did FDR's Bank Holiday Succeed? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 15 (2009), S. 19-30.

Simkovic (2013) – Competition and Crisis in Mortgage Securitization:
Michael Simkovic – Competition and Crisis in Mortgage Securitization. *Indiana Law Journal* 88 (2013), S. 213-271.

Sjostrom (2009) – The AIG Bailout:
William K. Sjostrom Jr. – The AIG Bailout. *Washington and Lee Law Review* 66 (2009), S. 943-991.

Skidelsky (2010) – Keynes:
Robert Skidelsky – Keynes. The Return of the Master. Public Affairs, New York 2010.

Slovik (2012) – Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges:
Patrick Slovik – Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges. OECD Economics Department Working Paper 916, Dezember 2012.
URL: http://dx.doi.org/10.1787/5kg0ps8cq8q6-en

Sollis (2009) – Value at Risk:
Robert Sollis – Value at Risk: A Critical Overview. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 17 (2009), S. 398-414.

Sorkin (2010) – Too Big to Fail:
Andrew R. Sorkin – Too Big to Fail. Inside the Battle to Save Wall Street. Penguin, London [u.a.] 2010.

Spencer (1981) – Essays:
Herbert Spencer – Essays: Scientific, Political, and Speculative (Band 3). Williams and Norgate, London 1981.

Sprague (1903) – Branch Banking:
O. M. W. Sprague – Branch Banking in the United States. *Quarterly Journal of Economics* 17 (1903), S. 242-260.

Sprague (2000) – Bailout:
Irvine H. Sprague – Bailout. An Insider's Account of Bank Failures and Rescues. Beard Books, Washington, D.C. 2000.

Stern & Feldman (2009) – Too Big to Fail:
Gary H. Stern & Ron J. Feldman – Too Big to Fail. The Hazards of Bank Bailouts. Brookings Institution Press, Washington, D.C. 2009.

Stiefel (1989) – Krise der Credit-Anstalt:
Dieter Stiefel - Finanzdiplomatie und Weltwirtschaftskrise: die Krise der Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe 1931. F. Knapp, Frankfurt a.M. 1989.

Stigler (1971) – Economic Regulation:
George J. Stigler – The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science* 2 (1971), S. 3-21.

Stiglitz (2010) – Freefall:
Joseph E. Stiglitz – Freefall: Free Markets and the Sinking of the Global Economy. Penguin Books, London 2010.

Stiglitz (2008) – The Price of Inequality:
Joseph E. Stiglitz – The Price of Inequality. Allen Lane, London [u.a.] 2012.

Stiglitz, Orszag & Orszag (2002) – Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard:
Joseph E. Stiglitz, Jonathan M. Orszag & Peter R. Orszag – Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard. *Fannie Mae Papers* 1 (2002), S. 1-10.

Stiroh & Poole (2000) – Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s:
Kevin J. Stiroh and Jennifer P. Poole – The Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s. *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance* 6 (2000), S. 1-6.

Stout (2011) – Stout (2011) – Derivatives and the 2008 Credit Crisis:
Lynn A. Stout – Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis. *Harvard Business Law Review* 1 (2011), S. 1-38.

Tarullo (2008) – Banking on Basel:
Daniel K. Tarullo – Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation. Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C. 2008.

Taylor (2009) – Getting Off Track:
John B. Taylor – Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis. Hoover Institution Press, Stanford 2009.

Temin (1976) – Did Monetary Factors Cause the Great Depression:
Peter Temin – Did Monetary Factors Cause the Great Depression. WW Norton & Company, New York 1976.

Tett (2009) – Fool's Gold:
Gillian Tett – Fool's Gold. How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe. Free Press, New York [u.a.] 2009.

Thaler (2000) – Homo Economicus:
Richard D. Thaler – From Homo Economicus to Homo Sapiens. *Journal of Economic Perspectives* 14 (2000), S. 133-141.

Thies & Gerlowski (1989) – Deposit Insurance:
Clifford F. Thies & Daniel A. Gerlowski – Deposit Insurance: A History of Failure. *Cato Journal* 8 (1989), S. 677-693.

Thomson (2009) – Systemically Important Financial Institutions:
James B. Thomson – On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation. Federal Reserve Bank of Cleveland Policy Discussion Paper 27, August 2009.
URL: http://www.clevelandfed.org/research/policydis/pdp27.pdf

Thornton (1802) – An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain:
Henry Thornton – An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain. J. Hatchard, London 1802.

Thorsen (2009) – The Neoliberal Challenge:
Dag E. Thorsen – The Neoliberal Challenge. University of Oslo, Department of Political Science Working Paper, 10. Oktober 2009.
URL: http://folk.uio.no/daget/neoliberalism2.pdf

Todd (1992) – FDICIA's Discount Window Provisions:
Walker F. Todd – FDICIA's Discount Window Provisions. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, 15. Dezember 1992.

Todd (1993) – FDICIA's Emergency Liquidity Provision:
Walker F. Todd – FDICIA's Emergency Liquidity Provision. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* 29 (1993), S. 16-23.

Tullock (1957) – Paper Money:
Gordon Tullock – Paper Money-A Cycle in Cathay. *The Economic History Review* (New Series) 9 (1957), S. 393-407.

Umlauft (2013) – The Paradoxical Genesis of Too-Big-to-Fail:
Thomas S. Umlauft – The Paradoxical Genesis of Too-Big-to-Fail: How Distrust Towards Big Banks Led to TBTF. Explorations in Financial History Working Paper Series 1, Dezember 2013 (überarbeitete Version vom 2. Jänner 2014).
URL: http://ssrn.com/abstract=2373529

Upham & Lamke (1934) – Closed and Distressed Banks:
Cyril B. Upham & Edwin Lamke – Closed and Distressed Banks: A Study in Public Administration. The Brookings Institution, Washington, D.C. 1934.

Vallascas & Hagendorff (2013) – Risk Sensitivity of Capital Requirements:
Francesco Vallascas & Jens Hagendorff – The Risk Sensitivity of Capital Requirements: Evidence from an International Sample of Large Banks. *Review of Finance*, online publiziert am 12. Jänner 2013, S. 1-42.
URL: http://rof.oxfordjournals.org/content/early/2013/01/11/rof.rfs042.abstract

van der Wee (1977) – Monetary, Credit, and Banking Systems:
Herman van der Wee – Monetary, Credit, and Banking Systems. In: Rich & Wilson (1977) – Cambridge Economic History of Europe, S. 290–393.

Vásquez (1996) – Brady Plan:
Ian Vásquez – The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crisis. *Cato Journal* 16 (1996), S. 233-243.

Vaubel (1983) – The Moral Hazard of IMF Lending:
Roland Vaubel – The Moral Hazard of IMF Lending. *The World Economy* 6 (1983), S. 292-303.

Vidal (1910) – History of the Paris Bourse:
Emmanuel Vidal – History and Methods of the Paris Bourse. United States Government Printing Office, Washington, D.C. 1910.

Vincens (1957) – Demise of Double Liability:
John R. Vincens – On the Demise of Double Liability of Bank Shareholders. *The Business Lawyer* 12 (1957), S. 275-279.

Viner (1936) – Regulation and the Banking Situation:
Jacob Viner – Recent Legislation and the Banking Situation. *The American Economic Review* 26 (1936), S. 106-119.

Vittas (1991) – The Impact of Regulation on Financial Intermediation:
Dimitri Vittas – The Impact of Regulation on Financial Intermediation. World Bank, Policy, Research, and External Affairs, Financial Policy and Systems Working Paper 746, August 1991.

Vyas (2011) – Accounting Write-Downs by US Financial Institutions:
Dushyantkumar Vyas – The Timeliness of Accounting Write-Downs by U.S. Financial Institutions During the Financial Crisis of 2007–2008. *Journal of Accounting Research* 49 (2011), S. 823-860.

Wall (2010) – Too Big to Fail After FDICIA:
Larry D. Wall – Too Big to Fail After FDICIA. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 95 (2010), S. 1-16.

Wallison & Calomiris (2008) – The Last Trillion-Dollar Commitment:
Peter J. Wallison & Charles W. Calomiris – The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac. American Enterprise for Public Policy Research, Financial Services Outlook, September 2008.
URL: http://www.aei.org/article/economics/monetary-policy/the-last-trillion-dollar-commitment

Wallison & Ely (2000) – Nationalizing Mortgage Risk:
Peter J. Wallison & Bert Ely – Nationalizing Mortgage Risk: The Growth of Fannie Mae and Freddie Mac (AEI Studies on Financial Market Deregulation). AEI Press, Washington, D.C. 2000.

Walter (1998) – Safety Net Subsidy:
John R. Walter – Can a Safety Net Subsidy be Contained? *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 84 (1998), S. 1-20.

Walter & Weinberg (2002) – How Large Is the Federal Financial Safety Net:
John R. Walter and John A. Weinberg – How Large Is the Federal Financial Safety Net? *Cato Journal* 21 (2002), S. 369-393.

Wessel (2009) – In Fed We Trust:
David Wessel – In Fed We Trust. Crown Books, New York 2009.

Wheelock (1992) – Regulation and Bank Failures:
David C. Wheelock – Regulation and Bank Failures: New Evidence from the Agricultural Collapse of the 1920s. *The Journal of Economic History* 52 (1992), S. 806-825.

Wheelock & Kumbhaker (1992) – The Slack Banker Dances:
David C. Wheelock & Subal C. Kumbhaker – The Slack Banker Dances: Deposit Insurance and Risk-Taking in the Banking Collapse of the 1920s. Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 1992-002A, 1992.
URL: http://research.stlouisfed.org/wp/1992/92-002.pdf

Wheelock & Kumbhaker (1995) – Which Banks Choose Deposit Insurance:
David C. Wheelock & Subal C. Kumbhaker – Which Banks Chose Deposit Insurance? Evidence of Adverse Selection and Moral Hazard in a Voluntary Insurance System. *Journal of Money, Credit and Banking* 27 (1995), S. 186-201.

Wheelock & Wilson (1994) – Can Deposit Insurance Increase Bank Failure:
David C. Wheelock & Paul W. Wilson – Can Deposit Insurance Increase the Risk of Bank Failure? Some Historical Evidence. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 76 (1994), S. 57-71.

Wheelock & Wilson (1995) – Explaining Bank Failures:
David C. Wheelock & Paul W. Wilson – Explaining Bank Failures: Deposit Insurance, Regulation, and Efficiency. *The Review of Economics and Statistics* 77 (1995), S. 689-700.

White (1981) – State-Sponsored Insurance of Bank Deposits:
Eugene N. White – State-Sponsored Insurance of Bank Deposits in the United States, 1907-1929. *The Journal of Economic History* 41 (1981), S. 537-557.

White (1984) – Banking Innovation in the 1920s:
Eugene N. White – Banking Innovation in the 1920's: The Growth of National Banks' Financial Services. *Business and Economic History* 13 (1984), S. 92-104.

White (1986) – Before Glass-Steagall:
Eugene N. White – Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks. *Explorations in Economic History* 23 (1986), S. 33-55.

White (2007) – The Crash of 1882, Counterparty Risk and the Bailout of the Paris Bourse:
Eugene N. White – The Crash of 1882, Counterparty Risk and the Bailout of the Paris Bourse. NBER Working Paper 12933, Februar 2007.
URL: http://www.nber.org/papers/w12933

White (2001) – The Credit Rating Industry:
Lawrence J. White – The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis. New York University, Center of Law and Business Working Paper 01-001, 20. April 2001.
URL: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=267083

Whitman (1978) – Bridging the Gap:
Marina v. N. Whitman – Bridging the Gap. *Foreign Policy* 30 (1978), S. 148-156.

Wicker (2000) – Banking Panics of the Great Depression:
Elmus Wicker – The Banking Panics of the Great Depression. Cambridge University Press, Cambridge 2000.

Williams (1936) – Banking Act of 1935:
John H. Williams – The Banking Act of 1935. *The American Economic Review* 26 (1936), S. 95-105.

Wilmarth (2002) – The Transformation of the US Financial Services Industry 1975-2000:
Arthur E. Wilmarth Jr. – The Transformation of the US Financial Services Industry, 1975-2000: Competition Consolidation, and Increased Risks. *University of Illinois Law Review* (2002), S. 215-476.

Wilmarth (2009) – Financial Conglomerates:
Arthur E. Wilmarth Jr. – The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis. *Connecticut Law Review* 41 (2009), S. 963-1050.

Winston (1993) – Economic Deregulation:
Clifford Winston – Economic Deregulation: Days of Reckoning for Microeconomists. *Journal of Political Literature* 31 (1993), S. 1263-1289.

Zandi (2011) – To Shore Up the Recovery, Help Housing:
Mark Zandi – To Shore Up the Recovery, Help Housing. Special Report. *Moody's Analytics*, 25. Mai 2011.

ZEITUNGSARTIKEL

Andrews (2008) – Greenspan Concedes Error on Regulation:

Edmund L. Andrews – Greenspan Concedes Error on Regulation. *The New York Times*, 23. Oktober 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/10/24/business/economy/24panel.html

Appelbaum & Irwin (2009) – Wall Street's Trillion Dollars:

Binyamin Appelbaum & Neil Irwin – Congress's Afterthought, Wall Street's Trillion Dollars. *The Washington Post*, 30. Mai 2009.
URL: http://articles.washingtonpost.com/2009-05-30/business/36823661_1_emergency-powers-financial-system-regional-banks/2

Atlas (2003) – Banking Giants: Bank of America and FleetBoston Agree to Merger:

Riva D. Atlas – Banking Giants: The Overview: Bank of America and FleetBoston Agree to Merger. *The New York Times* 28. Oktober 2003.
URL: http://www.nytimes.com/2003/10/28/business/banking-giants-the-overview-bank-of-america-and-fleetboston-agree-to-merger.html?pagewanted=all&src=pm

Barr & Sperling (2008) – Poor Homeowners, Good Loans:

Michael S. Barr & Gene Sperling – Poor Homeowners, Good Loans. *The New York Times*, 17. Oktober 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/10/18/opinion/18barr.html

Bates & Granelli (1989) – Taggard Ties to Failed Texas S&L:

James Bates & James S. Granelli – Taggart Ties to Failed Texas S&L Questioned by House Committee. *Los Angeles Times*, 8. November 1989.
URL: http://articles.latimes.com/1989-11-08/business/fi-1018_1_house-committee

Blinder (2009) – Crazy Compensation and the Crisis:

Alan S. Blinder – Crazy Compensation and the Crisis. *The Wall Street Journal*, 28. Mai 2009.
URL: http://online.wsj.com/article/SB124346974150760597.html

Bonner (2007) – 25 Standard Deviations:

Bill Bonner – 25 Standard Deviations in a Blue Moon. *MoneyWeek*, 13. November 2007.
URL: http://www.moneyweek.com/news-and-charts/economics/25-standard-deviations-in-a-blue-moon

Brooks (2011) – Who Is James Johnson:

David Brooks – Who Is James Johnson? *The New York Times*, 16. Juni 2011.
URL: http://www.nytimes.com/2011/06/17/opinion/17brooks.html

Carney (2008) – Interview with Anna Schwartz:

Brian M. Carney – Bernanke Is Fighting the Last War: The Weekend Interview with Anna Schwartz. *The Wall Street Journal*, 18. Oktober 2008.
URL: http://online.wsj.com/article/SB122428279231046053.html#

Carrington (1984) – US Won't Let 11 Biggest Banks Fail:

Tim Carrington – U.S. Won't Let 11 Biggest Banks In Nation Fail. Testimony by Comptroller At House Hearing Is First Policy Acknowledgement. *The Wall Street Journal* (Eastern Edition, New York), 20. September 1984, S. 1.

Chadbourn (2013) – Senators Aim for Deal on Fannie, Freddie Reform by Year-End:

Margaret Chadbourn – Senators Aim for Deal on Fannie, Freddie Reform by Year-End. *Reuters.com*, 12. September 2013.
URL: http://www.reuters.com/article/2013/09/12/us-usa-housing-idUSBRE9880X120130912

Chan (2010) – Documents Show Internal Qualms at Rating Agencies:

Sewell Chan – Documents Show Internal Qualms at Rating Agencies. *The New York Times*, 22. April 2010.
URL: http://www.nytimes.com/2010/04/23/business/23ratings.html?_r=0

Chipman & Harper (2012) – Parsons Blames Glass-Steagall Repeal for Crisis:

Kim Chipman & Christine Harper – Parsons Blames Glass-Steagall Repeal for Crisis. *Bloomberg.com*, 20. April 2012.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2012-04-19/parsons-blames-glass-steagall-repeal-for-crisis.html

Clark & Treanor (2008) – Greenspan:
Andrew Clark & Jill Treanor – Greenspan – I Was Wrong About the Economy. Sort of. *The Guardian*, 24. Oktober 2008.
URL: http://www.guardian.co.uk/business/2008/oct/24/economics-creditcrunch-federal-reserve-greenspan

Duhigg (2008) – Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point:
Charles Duhigg – Pressured to Take More Risk, Fannie Reached Tipping Point. *The New York Times*, 4. Oktober 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/10/05/business/05fannie.html

EurActiv (2013) – EU Strikes Deal on Resolution Mechanism for Failed Banks:
EurActiv [Hrsg.] – EU Strikes Deal on Resolution Mechanism for Failed Banks. *EurActiv.com*, 12. Dezember 2013.
URL: http://www.euractiv.com/euro-finance/eu-strikes-deal-resolution-mecha-news-532298

Financial Times (2012) – Sandy Weill Stages an Epic Conversion:
The Financial Times [Hrsg.] – Sandy Weill Stages an Epic Conversion. Better to Restore Glass-Steagall than a Weak Volcker Rule. *The Financial Times*, 26. Juli 2012.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fd3c9c16-d730-11e1-a378-00144feabdc0.html#axzz2ZoXyC6aU

Fox (2008) – While the Regulators Fiddled:
Justin Fox – While the Regulators Fiddled…. *Time.com*, 17. September 2008.
URL: http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1841981,00.html

Frye & Son (2011) – Cassano's Pay:
Andrew Frye & Hugh Son – Cassano's Pay at AIG Peaked at $44.6 Million in 2003. *Bloomberg.com*, 10. Februar 2011.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2011-02-10/cassano-s-pay-at-aig-swaps-unit-peaked-at-44-6-million-fcic-data-show.html

Geisst (2003) – Interview:
Charles Geisst – Interview. *PBS.org/Frontline*, 8. Mai 2003.
URL: http://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/wallstreet/interviews/geisst.html

Goodman (2008) – Greenspan Legacy:
Peter S. Goodman – Taking a Hard New Look at a Greenspan Legacy. *The New York Times*, 08. Oktober 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/10/09/business/economy/09greenspan.html?pagewanted=all&_r=0

Handelsblatt (2013) – Banken sollen für Rettung selbst zahlen:
Handelsblatt [Hrsg.] – Banken sollen für Rettung selbst zahlen. *Handelsblatt*, 12. Dezember 2013.
URL: http://www.handelsblatt.com/politik/international/abwicklung-maroder-institute-banken-sollen-fuer-rettung-selbst-zahlen/9206610.html

Heinemann (1971) – Black Banking:
H. Erich Heinemann – Black Banking, Participation of F.D.I.C. in Assisting Boston Institution Raises Questions. *The New York Times*, 4. August 1971, S. 43 u. 45.

Hirsh (2010) – Capital Offense:
Michael Hirsh – Capital Offense: How Washington's Wise Men Turned America's Future Over to Wall Street. *The New York Times*, 13. Dezember 2010.
URL: http://www.nytimes.com/2010/12/13/books/excerpt-capital-offense.html?pagewanted=all

Holmes (1999) – Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending:
Steven A. Holmes – Fannie Mae Eases Credit to Aid Mortgage Lending. *The New York Times*, 30. September 1999.
URL: http://www.nytimes.com/1999/09/30/business/fannie-mae-eases-credit-to-aid-mortgage-lending.html

Ivry (2009) – Reed Says 'I'm Sorry' for Role in Creating Citigroup:
Bob Ivry – Reed Says 'I'm Sorry' for Role in Creating Citigroup. *Bloomberg.com*, 6. November 2009.
URL: http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=albMYVE7D578

Ivry, Keoun & Kuntz (2011) – Secret Fed Loans Gave Banks $13 Billion Undisclosed to Congress:
Bob Ivry, Bradley Keoun & Phil Kuntz – Secret Fed Loans Gave Banks $13 Billion Undisclosed to Congress. *Bloomberg.com*, 28. November 2011.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2011-11-28/secret-fed-loans-undisclosed-to-congress-gave-banks-13-billion-in-income.html

Kuntz & Ivry (2011) – Fed's Once-Secret Data Compiled by Bloomberg Released to Public:
Phil Kuntz & Bob Ivry – Fed's Once-Secret Data Compiled by Bloomberg Released to Public. *Bloomberg.com*, 23. Dezember 2011.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2011-12-23/fed-s-once-secret-data-compiled-by-bloomberg-released-to-public.html

Keoun & Kuntz (2011) – Wall Street Aristocracy Got $1.2 Trillion in Secret Loans:
Bradley Keoun & Phil Kuntz – Wall Street Aristocracy Got $1.2 Trillion in Secret Loans. *Bloomberg.com*, 22. August 2011.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2011-08-21/wall-street-aristocracy-got-1-2-trillion-in-fed-s-secret-loans.html

Kleinfeld (1991) – Don Dixon:
N.R. Kleinfeld – He Had Money, Women, an S.&L. Now Don Dixon Has Jail. *The New York Times*, 17. März 1991.
URL: http://www.nytimes.com/1991/03/17/business/he-had-money-women-an-s-l-now-don-dixon-has-jail.html?pagewanted=all&src=pm

Knox (2006) – 43% of First-Time Home Buyers Put No Money Down:
Noelle Knox – 43% of First-Time Home Buyers Put No Money Down. *USA Today*, 17. Jänner 2006.
URL: http://usatoday30.usatoday.com/money/perfi/housing/2006-01-17-real-estate-usat_x.htm

Kollewe (2008) – Write-Downs of Largest Banks Reach $274bn:
Julia Kollewe – Write-Downs of Largest Banks Reach $274bn. *The Guardian*, 29. Juli 2008.
URL: http://www.theguardian.com/business/2008/jul/29/creditcrunch

Krugman (2005) – Running Out of Bubbles:
Paul Krugman – Running Out of Bubbles. *The New York Times*, 27. Mai 2005.
URL: http://www.nytimes.com/2005/05/27/opinion/27krugman.html

Krugman (2007) – Friedman:
Paul Krugman – Who Was Milton Friedman? *The New York Times*, 15. Februar 2007.
URL: http://www.nybooks.com/articles/archives/2007/feb/15/who-was-milton-friedman

Krugman (2008) – Fannie, Freddie and You:
Paul Krugman – Fannie, Freddie and You. *The New York Times*, 14. Juli 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/07/14/opinion/14krugman.html?_r=0

Krugman (2008) – How Did Economists Get It So Wrong:
Paul Krugman – How Did Economists Get It So Wrong? *The New York Times*, 2. September 2009.
URL: http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all&_r=0

Krugman (2008) – Rottenness:
Paul Krugman – Rottenness. *The New York Times*, 8. April 2008.
URL: http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/04/08/rottenness

Larsen (2007) – Goldman Pays the Price of Being Big:
Peter T. Larsen – Goldman Pays the Price of Being Big. *The Financial Times*, 13. August 2007.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d2121cb6-49cb-11dc-9ffe-0000779fd2ac.html

Leonnig (2008) – How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis:
Carol D. Leonnig – How HUD Mortgage Policy Fed the Crisis. *The Washington Post*, 10. Juni 2008.
URL: http://articles.washingtonpost.com/2008-06-10/politics/36851089_1_subprime-loans-fannie-and-freddie-subprime-lenders

Lowenstein (2008) – Triple-A Failure:
Roger Lowenstein – Triple-A Failure. The Ratings Game. *The New York Times*, 27. April 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/04/27/magazine/27Credit-t.html?pagewanted=all&_r=0

Mendelsohn (1984) – Continental Seen as Biggest Banking Setback Since 1931:
M.S. Mendelsohn – Continental Seen as Biggest Banking Setback Since 1931: Run Was the First Instance of Large-Scale Withdrawals of Credit Lines in the International Interbank Market. *American Banker*, 21. Mai 1984, S. 1.

Morgenson (2008) – Debt Watchdogs:
Gretchen Morgenson – Debt Watchdogs: Tamed or Caught Napping? *The New York Times*, 6. Dezember 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/12/07/business/07rating.html

New York Times (2007) – 2 Bear Stearns Funds Are Almost Worthless:
The New York Times [Hrsg.] – 2 Bear Stearns Funds Are Almost Worthless. *The New York Times*, 17. Juli 2007.
URL: http://www.nytimes.com/2007/07/17/business/17cnd-bond.html?_r=0

O'Brien (1998) – Worries About Loans Revive Ghost of 1980's Bank Debacle:
Timothy L. O'Brien – Worries About Loans Revive Ghost of 1980's Bank Debacle. *The New York Times*, 16. Juli 1998.
URL: http://www.nytimes.com/1998/07/16/business/worries-about-loans-revive-ghost-of-1980-s-bank-debacle.html?pagewanted=all&src=pm

O'Harrow & Dennis (2008) – Downgrades and Downfall:
Robert O'Harrow Jr. & Brady Dennis – Downgrades and Downfall. *The Washington Post*, 31. Dezember 2008.
URL: http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/12/30/AR2008123003431.html

Obama (2008) – Renewing the American Economy:
Barack Obama – Renewing the American Economy. Speech at Cooper Union in New York. *New York Times*, 27. März 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/03/27/us/politics/27text-obama.html?pagewanted=all

Pozen (2009) – Stop Pining for Glass-Steagall:
Robert Pozen – Stop Pining for Glass-Steagall. *Forbes.com*, 10. Mai 2009.
URL: http://www.forbes.com/forbes/2009/1005/opinions-glass-steagall-on-my-mind.html

Rajan (2008) – Bankers' Pay Is Deeply Flawed:
Raghuram Rajan – Bankers' Pay Is Deeply Flawed. *The Financial Times*, 9. Jänner 2008.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/18895dea-be06-11dc-8bc9-0000779fd2ac.html#axzz2YmN8hVHa

Reinhart (2008) – Fallout from a Bailout:
Vincent R. Reinhart – Fallout from a Bailout." *The Washington Post*, 22. Mai, S. A25.
Ein Reprint des Artikels ist unter nachfolgender Adresse abrufbar:
http://www.aei.org/article/economics/financial-services/fallout-from-a-bailout

Roberts (2008) – How Government Stoked the Mania:
Russell Roberts – How Government Stoked the Mania. *The Wall Street Journal*, 3. Oktober 2008.
URL: http://online.wsj.com/article/SB122298982558700341.html

Roubini (2009) – Laissez-Faire Capitalism Has Failed:
Nouriel Roubini – Laissez-Faire Capitalism Has Failed. *Forbes.com*, 19. Februar 2009.
URL: http://www.forbes.com/2009/02/18/depression-financial-crisis-capitalism-opinions-columnists_recession_stimulus.html

Sorkin & Thomas (2004) – J.P. Morgan Chase To Acquire Bank One:
Andrew R. Sorkin & Landon Thomas Jr. – J.P. Morgan Chase to Acquire Bank One in $58 Billion Deal. *The New York Times*, 14. Jänner 2004.
URL: http://www.nytimes.com/2004/01/14/business/14CND-BANK.html

Stiglitz (2008) – Fannie's and Freddie's Free Lunch:
Joseph E. Stiglitz – Fannie's and Freddie's Free Lunch. *The Financial Times*, 24. Juli 2008.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c6999a06-5994-11dd-90f8-000077b07658.html#axzz2aYkaetR3

Stiglitz (2009) – Capitalist Fools:
Joseph E. Stiglitz – Capitalist Fools. *Vanity Fair*, Jänner 2009.
URL: http://www.vanityfair.com/magazine/2009/01/stiglitz200901

Stiglitz (2010) – Needed: A New Economic Paradigm:
Joseph E. Stiglitz – Needed: A New Economic Paradigm. *The Financial Times*, 19. August 2010.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d5108f90-abc2-11df-9f02-00144feabdc0.html#axzz2M94x7n1w

Streitfeld & Morgenson (2008) – Building Flawed American Dreams:
David Streitfeld & Gretchen Morgenson – Building Flawed American Dreams. *The New York Times*, 18. Oktober 2008.
URL: http://www.nytimes.com/2008/10/19/business/19cisneros.html?pagewanted=all

Summers (2006) – The Great Liberator:
Lawrence H. Summers – The Great Liberator. *The New York Times*, 19. November 2006.
URL: http://www.nytimes.com/2006/11/19/opinion/19summers.html?_r=0

TIME (1979) – Chrysler's Crisis Bailout:
TIME [Hrsg.] – Chrysler's Crisis Bailout. *Time*, 20. August 1979.
URL: http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,947356,00.html

Torres, Ivry & Lanman (2010) – Fed Reveals Bear Stearns Assets Swallowed to Get JPMorgan to Rescue Firm:
Craig Torres, Bob Ivry & Scott Lanman – Fed Reveals Bear Stearns Assets Swallowed to Get JPMorgan to Rescue Firm. *Bloomberg.com*, 1. April 2010.
URL: http://www.bloomberg.com/news/2010-04-01/fed-reveals-bear-stearns-assets-swallowed-to-get-jpmorgan-to-rescue-firm.html

Vucheva (2008) – 'Laissez-Faire' Capitalism Is Finished:
Elitsa Vucheva – 'Laissez-Faire' Capitalism Is Finished, Says France. *EUObserver.com*, September 26, 2008.
URL: http://euobserver.com/political/26814

Wolf (2008) – Regulators Should Intervene in Bankers' Pay:
Martin Wolf – Regulators Should Intervene in Bankers' Pay. *The Financial Times*, 16. Jänner 2008.
URL: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/73a891b4-c38d-11dc-b083-0000779fd2ac.html#axzz2YHM1fsOt

Zuill & Stempel (2009) – AIG Has $61.7 Billion Loss:
Lilla Zuill & Jonathan Stempel – AIG has $61.7 Billion Loss. *Reuters.com*, 2. März 2009.
URL: http://uk.reuters.com/article/2009/03/02/uk-aig-idUKTRE5210SZ20090302

INDIREKT ZITIERTE PUBLIKATIONEN

P. Crane & M. Krasner – Brokerage Cash Sweep Options: The Shift from Money Funds to FDIC-Insured Bank Deposit Accounts. iMoneyNet Inc. Special Report, November 2004.

FDIC News Release PR-6, 18 January 1972.

Paul A. Gigot – On the Offensive. *The Wall Street Journal*, 15. Oktober 1981, S. 1.

Charles A. Goodhart – Evolution of Central Banks. London School of Economics and Political Science, London 1985.

Hearings Before the Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, on H. R. 11362, U.S. House of Representatives, 72nd Congress, First Session.

House of Representatives, Vermont – Journal of the House 1836.

H.G. Johnson – Further Essays in Monetary Economics. Allen & Unwin, London 1972.

Martin Luther King III. – Minority Housing Gap: Fannie Mae, Freddie Mac Fall Short. *The Washington Times*, 17. November 1999, S. A17.

R. C. Longworth & Bill Barnhart – How Panic Followed the Sun in Debacle at Chicago Bank. *Chicago Tribune*, 27. Mai 1984.

Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation & Federal Reserve Board – Joint News Release, 17. Mai 1984.

Sanford Rose (1981) – Will Success Spoil Continental Illinois? *American Banker*, 25. August 1981.

The Wall Street Journal, 23. Jänner 1981.

United States Congress, House, Committee on Government Operations – Combating Fraud, Abuse and Misconduct in the Nation's Financial Institutions: Current Federal Reports are Inadequate. 72nd Report, 13 Oktober 1989.

George H. Wang, Daniel Sauerhaft & Donald Edwards – Predicting Thrift-Institution Examination Ratings. Office of Policy and Economic Research, Federal Home Loan Bank Board, Working Paper 131, 1987.

WEBSITES

- http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm (18.12.13)
- http://www.sifma.org/research/statistics.aspx (18.12.13)
- http://www.parliament.uk/documents/commons/lib/research/rp2002/rp02-044.pdf (18.12.13)
- http://www.frbsf.org/currency/expansion/history/text2.html (18.12.13)
- http://www.gutenberg.ca/ebooks/keynes-slump/keynes-slump-00-h.html (18.12.13)
- http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13)
- http://data.nber.org/databases/macrohistory/contents/chapter13.html (18.12.13)
- http://docs.fdrlibrary.marist.edu/031233.html (18.12.13)
- http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13)
- http://www.nber.org/cycles.html (18.12.13)
- http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/moral-hazard.html (18.12.13)
- http://www.econlib.org/library/Enc/TragedyoftheCommons.html (18.12.13)
- http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?g=g1p (18.12.13)
- http://mises.org/freemarket_detail.aspx?control=488 (18.12.13)
- http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_histo4.htm (18.12.13)
- http://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_dt_01.htm (18.12.13)
- http://www.fdic.gov (18.12.13)
- http://www.fdic.gov/news/news/press/2010/pr10161.html (18.12.13)
- http://www.fdic.gov/news/news/press/2010/pr10161.html (18.12.13)
- http://research.stlouisfed.org/fred2/data/FEDFUNDS.txt (18.12.13)
- http://thomas.loc.gov (18.12.13)
- https://www.credit-suisse.com/us/privatebanking/en/glossary_indices.jsp (18.12.13)
- http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/1999/june/using-camels-ratings-to-monitor-bank-conditions/ (18.12.13)
- http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2007/an071130.html (18.12.13)
- http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu (18.12.13)
- http://www.bloomberg.com/data-visualization/federal-reserve-emergency-lending (18.12.13)

ABSTRACT (DEUTSCH)

Das Versagen internationaler Finanzmärkte in den Jahren 2007-2009 ging mit einer Infragestellung eines auf freien und selbstregulierten Märkten basierenden Kapitalismus einher, dessen Vorherrschen im Mittelpunkt vieler Erklärungsversuche für die Weltfinanzkrise steht. Vorliegende Dissertation untersucht, inwiefern diese Einschätzung gerechtfertigt ist, und kommt zum Ergebnis, dass die Finanzkrise nicht das Resultat freier Märkte war, sondern dem Spannungsverhältnis zwischen denselben einerseits und weitreichender staatlicher Regulierung sowie staatlichen Interventionen andererseits zuzuschreiben ist. Im Zentrum der Forschung dieser Arbeit steht die Einführung staatlicher Einlagensicherung in den USA als Antwort auf die Weltwirtschaftskrise von 1929-1933. Die Folge der Versicherung von Bankverbindlichkeiten durch den Staat war eine gesteigerte Risikoneigung von Banken („Moral Hazard"), die insbesondere infolge der Erosion der gleichzeitig mit der Einlagensicherung 1933 eingeführten Restriktionen seit den 1980er Jahren zunahm. Diese ab 1933 eingeführten staatlichen Restriktionen waren nämlich durch die Versicherung von Bankverbindlichkeiten erforderlich gemacht worden und sollten der exzessiven Aufnahme von Risiko entgegenwirken. Die zunehmende Anzahl an Finanz- und Bankenkrisen infolge des erhöhten Risikoprofils des Bankensektors machte vermehrt staatliche Intervention notwendig, um die negativen Folgen eines sonst möglichen Kollapses des sukzessiv dominanter werdenden Finanzsektors zu verhindern. Mit jedem staatlichen Eingriff, der Finanzinstitutionen nicht den vollen Umfang ihrer Verluste tragen ließ, wurde diesen ein weiterer Anreiz dafür geliefert, zukünftig exzessives Risiko einzugehen, welches nicht sie – die Finanzinstitute – selbst, sondern der Staat zu tragen hatte. So ist der Zeitraum seit 1980 von einem auf Moral Hazard zurückzuführenden fragilen Bankensektor geprägt. In Zusammenhang mit den staatlichen Versuchen, den zunehmend fragilen Finanzsektor zu stabilisieren, ist vor allem die Entwicklung des Phänomens „Too-Big-to-Fail" zu nennen. Dieses beschreibt den Unwillen politischer Entscheidungsträger und Regulatoren, große und systemisch bedeutsame Finanzinstitute bei drohendem Bankrott normalen Marktgesetzen zu unterwerfen; stattdessen werden diese Institute aufgefangen („Bailout"). Darüber hinaus kommen der Ausweitung der historisch eng definierten Rolle der Federal Reserve als „Lender-of-Last-Resort" einerseits und „Regulatory Forbearance" sowie dem „Greenspan Put" andererseits eine zentrale Bedeutung zu.

In vorliegender Arbeit wird die Entwicklung oben genannter Phänomene historisch nachgezeichnet und deren Bedeutung in Hinblick auf die Finanzkrise 2007-2009 erläutert. Somit ergibt sich für die Arbeit eine Bedeutung für das Verständnis einerseits der Finanzkrise 2007-2009 selbst und andererseits für die historische Entwicklung der Finanzmärkte generell, welche seit dem frühen 19. Jahrhundert sporadisch und seit den 1970/80er Jahren eingehend analysiert wird. Besondere Beachtung erfährt hier die etwa 1980 einsetzende Phase, die häufig als eine der „Deregulierung" aufgefasst wird. Die Dissertation soll dazu beitragen, die Charakterisierung des Zeitraums seit 1980 als „Laissez-Faire" einer Neubewertung zu unterwerfen. Zentrale Aussage der Dissertation ist, dass dieser Zeitraum weniger durch eine Liberalisierung als vielmehr durch eine „selektive Liberalisierung" gekennzeichnet ist. Basierend auf einem Komplex an Entwicklungen seit etwa der Mitte des 20. Jahrhunderts, die zu einem oft als Laissez-Faire-Markt wahrgenommenen Regulierungszustand führten, wurden Banken zunehmend befähigt, aufgrund eines mangelhaften Verständnisses für Liberalisierung für eine Lockerung der historischen Restriktionen zu lobbyieren. Parallel hierzu wurde aber der staatliche Einlagenschutz aufrechterhalten und das staatliche Sicherheitsnetz generell ausgeweitet. Dies hatte eine Destabilisierung der Finanzmärkte zur Folge, indem die Aufnahme extremen Risikos insbesondere durch große Banken staatlich gefördert wurde. Dementsprechend sollten große Finanzinstitute eine maßgebliche Rolle sowohl hinsichtlich der Bildung der Immobilienblase, die zur Weltfinanzkrise 2007-2009 führte, als auch während der Krise selbst spielen und einen kausalen Faktor für deren Ausbruch darstellen.

ABSTRACT (ENGLISH)

The failure of financial markets during 2007-2009 fundamentally challenged the belief in capitalist systems based on free and self-regulating financial markets, whose prevalence stands at the centre of many explanations for the financial crisis of 2007-2009. This dissertation analyses to what extent this assessment is justified and finds that the financial crisis was not the result of free markets, but rather the predictable consequence of the interplay of "free" and "liberalised" markets on the one hand and extensive government regulation and interventions on the other. That "selective liberalisation" introduced a predetermined breaking point as it severely distorted financial sector employees' incentives. The work in hand focuses in particular on the introduction of federal deposit insurance in the United States in response to the Great Depression of 1929-1933, the corollary of which was a heightened risk inclination of banks (moral hazard). In order to attenuate the negative effects of government guarantees for the private sector and to prevent banks from exploiting (underpriced) deposit insurance at taxpayers' cost, concurrent with introduction of deposit insurance, New Deal legislations severely restricted banking activities. As these New Deal restrictions affecting the banking sector successively eroded, particularly since the 1980s, the risk profile of banks thus increased dramatically. The growing number of financial and banking crises resulting from inordinate risk-taking by the banking sector necessitated an increasingly pro-active role of the government in order to prevent the financial system from collapsing. Government interventions, which sheltered financial institutions from the consequences of risk-taking, however, provided these institutions with a further incentive for aggressive risk-taking, as resulting profits would be private but losses would be socialised. Consequently, the era from c. 1980s onwards is characterised by a successively fragile banking sector owing to moral hazard. In the context of measures undertaken to stabilise the increasingly unstable financial sector the rise of the too-big-to-fail doctrine is of particular importance. The qualifier TBTF implies policy-makers' and regulators' indignation to subject large, systemically important financial firms to the rules of the game of market-based economies; instead, such firms are often bailed out by the government. Particular importance is furthermore attached to the expansion of the historically narrowly defined role of the Federal Reserve acting as lender-of-last-resort, regulatory forbearance and the Greenspan put.

The work in hand traces back the development of the above-mentioned phenomena and elucidates their relevance in respect of the financial crisis 2007-2009. The dissertation thus contributes both to the understanding of the financial crisis of 2007-2009 and to the development of US financial markets in general, which is being analysed from the early-1800s and in greater detail from the 1970/80s onwards. Particular emphasis is put on the period starting c. 1980, which is often seen as one shaped by deregulation. The disseration aims at contributing to subjecting this period's labelling to a serious re-evaluation. The central statement of this dissertation is that the period starting in the 1980s is characerised less by "liberalisation" but rather by "selective liberalisation". Based on a complex of developments since the mid-1900s, banks and other financial firms were successively enabled to lobby for a relaxation of historical restrictions based on a superficial understanding of liberalisation. Concurrent – and inconsistent – with financial sector liberalisation, however, federal deposit insurance and the government safety net in general were not reformed but instead have been expanded. As a result, "selective liberalisation" destabilised financial markets, as financial institutions – and particularly large financial institutions – were incentivised to take on excessive risk subsidised by the government. As a corollary, large, systemically important financial institutions played a crucial role in the build-up of the bubble leading to the financial crisis of 2007-2009 and indeed proved to be its main catalyst.

CURRICULUM VITAE

THOMAS S. UMLAUFT

AUSBILDUNG

10/2009 – 01/2014	**Doktoratsstudium** (Wirtschaftsgeschichte), Universität Wien, Institut für Wirtschafts- und Sozialgeschichte
09/2011 – 06/2012	**Masterstudium** (MSc Finance), Cass Business School, London, Abschluss mit Auszeichnung („with distinction")
10/2010 – 05/2011	**Diploma for Graduates** (Banking), London School of Economics & University of London, Abschluss mit Auszeichnung („with merit")
10/2003 – 05/2009	**Diplomstudium** (Mag. phil. in Geschichte), Universität Wien, Abschluss mit Auszeichnung
01/2003 – 08/2003	**Österreichisches Bundesheer**, Jägerbataillon 24, 3. Jägerkompanie, St. Johann (Tirol)
1994 – 2002	**Matura**, Bundesgymnasium Dornbirn, Dornbirn

PRAKTIKA

09/2010 – 10/2010	Global Business Development, **Salus Alpha** (Hedgefonds), Wien
08/2009 – 09/2009	Sales Corporate Customers, **Hypo Landesbank Vorarlberg** (Bank), Bregenz

SEMINARE, KURSE & WEITERBILDUNGEN

09/2013 – 12/2013	Zertifikat in „Financial Accounting", University of Pennsylvania, Wharton Business School via www.coursera.com
02/2013 – 05/2013	Zertifikat in „Financial Engineering and Risk Management", Columbia University via www.coursera.com
07/2009 – 08/2010	Zertifikat in „Financial Markets" und „Crisis, Reform and the International Role of the European Union", London School of Economics, London, Summer Programme
06/2009 – 07/2009	Zertifikat in „International Political Economy", London School of Economics, London, Summer Programme

Seit 2009	„Chartered Market Technician"-Programm (CMT), Market Technicians Association (MTA), New York, Level II (letztes Exam im Mai 2014)
08/2008	Zertifikat: Banking Summer College, Management Academy, Vienna
09/2006	Zertifikat: Cours de Civilisation Française de la Sorbonne, Université Paris-Sorbonne, Paris
08/2006	Sprachaufenthalt, Colegio Delibes, Salamanca
09/2002 – 12/2002	Sprachaufenthalt und Zertifikat in „Philosophy, Politics & Economics", St. Clare's, Oxford

SPRACHEN

Deutsch	Muttersprache
Englisch	Fließend
Fransösisch	Schulkenntnisse
Spanisch	Grundkenntnisse

INTERESSEN

Forschung	Finanzkrisen, Bankwesen, Finanzmärkte, Regulierung, Bankenregulierung, angewandte Makroökonomie, Finanz- und Geldpolitikgeschichte, Behavioural Finance/Economics, Aufstieg und Fall ökonomischer und sozialer Systeme