

*Paper für den Kongress Momentum 11: Gleichheit – Track #2: Banken, Bücher und Bilanzen:
Von der Finanzkrise zu europäischer Regulierung?
27.-30. Oktober 2011, Hallstatt, Österreich*

**BLASEN, BONI UND BILANZEN:
INTERORGANISATIONALE PRAKTIKEN UND ENTSTEHUNG VON KRISEN**

Sebastian Botzem
Wissenschaftszentrum Berlin
botzem@wzb.eu

Leonhard Dobusch
Freie Universität Berlin – Institut für Management
Leonhard.Dobusch@fu-berlin.de

BLASEN, BONI UND BILANZEN:

INTERORGANISATIONALE PRAKTIKEN UND ENTSTEHUNG VON KRISEN

Das finanzielle Ausmaß der Finanzkrise, die vor mehr als vier Jahren begann, ist weiterhin kaum zu ermessen. Im Sommer 2009 taxierte die Commerzbank – im Zuge der Finanzkrise selbst in existentielle Schwierigkeiten geraten – die globalen Kosten bis dahin auf 10,5 Billionen US-Dollar.¹ Davon entfielen etwa 1,6 Billionen Dollar auf Verluste durch Abschreibungen und Pleiten, die weltweiten Wertverluste an Wohnimmobilien beliefen sich auf mehr als 4,6 Billionen, und der folgende Einbruch der Weltwirtschaft wurde mit rund 4,2 Billionen Dollar veranschlagt. Aus heutiger Sicht lässt sich mit einiger Gewissheit sagen, dass die Kosten weit mehr als die von der Commerzbank veranschlagten 10.500 Milliarden US-Dollar betragen: Hinzu kommen später eingetretene Insolvenzen und Abschreibungen sowie erhöhte Prämien für Staatsanleihen aufgrund drohender Staatsbankrotte (etwa für Island, Lettland, Ungarn, Ukraine, Griechenland oder Irland) oder die durch die Ausgliederung in Bad Banks entstehenden Verluste, die bei der öffentlichen Hand verbleiben werden. Auch die jüngste Krise des Euroraumes ist deshalb nicht unabhängig von der Finanzkrise zu verstehen. Klar wird damit auch, dass nicht nur über die bloße – kaum vorstellbare – Höhe der Kosten der Finanzmarktkrise weitgehend Ungewissheit herrscht; ungeklärt ist auch, auf welcher Basis diese Kosten kalkuliert werden und vor allem, wen diese Kosten betreffen. Regulative Antworten auf die globale Krise erfordern daher Einsichten über strukturelle Zusammenhänge sowie die Wahrnehmung bestehender Handlungsoptionen der beteiligten Akteure. Dieses Grundverständnis ist eine Voraussetzung, um das ambitionierte politische Ziel, alle Akteure, Produkte und Märkte effektiver Regulierung zu unterwerfen, erreichen zu können. Anders als in der Vergangenheit, sind moderne Finanzmärkte heute stark durch Finanzialisierung gekennzeichnet. Darunter versteht man eine zunehmende Orientierung der Beteiligten an hohen Renditen, die oftmals oberhalb des Wirtschaftswachstums liegen. Bei Finanzialisierung geht es also um eine andere Perspektive auf das Wirtschaften: es geht um unterschiedliche Arten und Weisen der Kapitalakkumulation.

Denn trotz – oder gerade wegen – der Popularität von Forschungsarbeiten über Finanzmärkte seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise mangelt es an einem präzisen Verständnis davon, was unter Finanzialisierung zu verstehen ist und welche interorganisationalen Praktiken letztlich zur Entstehung von Krisen führen. Vor allem die Komplexität wie auch die Dezentralität der Geschäftstätigkeit im Finanz(dienstleistungs)sektor sind bisher nicht

¹ Internetseite der FAZ (2011).

ausreichend erfasst. Daher verstehen wir die regulatorischen Antworten auf die Krise als unzureichend. Auch wenn Hedgefonds, Rating-Agenturen und Steueroasen thematisiert werden, fokussieren bisherige Maßnahmen stark auf Banken, ihre Eigenkapitalunterlegung, eine erhöhte Liquiditätsvorsorge sowie ein umfangreicheres Risikomanagement (Mayntz 2010).

Auffallend ist in der vorhandenen Literatur insbesondere, dass die makroinstitutionellen Arbeiten einerseits und die Organisationsuntersuchungen andererseits weitgehend unverbunden sind. Dies ist überraschend, weil alle Ansätze von tiefgreifenden Veränderungen ausgehen, die über Zeit und Raum erfolgen, ohne jedoch die Wechselwirkungen und Abhängigkeiten zu systematisieren. Konzeptionell soll dieses Papier dazu beitragen, diese Lücke zu füllen, die zwischen Makro- und Mikroansätzen der Finanzialisierungsdebatte besteht. Wir schlagen vor, dies mit Hilfe von Konzepten zu tun, die vor allem auf interorganisationale Beziehungen ausgerichtet sind. Mit ihrer Hilfe streben wir eine Rekonstruktion der Genese von Produkten und Geschäftsmodellen in Bereichen wie Immobilien- und Rohstoffmärkten an, die regelmäßig spekulative Tendenzen („Blasen“) aufweisen und versuchen so dominante Begründungs- und Handlungslogiken aufzuzeigen, um auf diese Weise systematische Zusammenhänge zwischen Mikro- und Makroebene erklären zu können. Gleichzeitig möchten wir damit den Schleier vermeintlicher „Anonymität der Finanzmärkte“ (vgl. z.B. Kitzmüller und Büchele 2004: 24) lüften und die durchaus stabilen und identifizierbaren Interorganisationsbeziehungen in den Blick nehmen, die wiederum Ansatzpunkte für regulatorische Interventionen darstellen können. Somit wollen wir einen Beitrag zur umfassenden Analyse globaler Finanzbeziehungen leisten (vgl. Helleiner 2011: 85) und vor allem die Bedeutung der Interdependenz einzelner, vermeintlich unverbundener einzelwirtschaftlicher Entscheidungen aufzeigen.

Denn was Leipold (2008: 216) für Steuerhinterziehung festhält, nämlich dass sie häufig „in für sich jeweils rechtlich unbedeutsame Einzelakte [zerfalle], die erst in ihrer Gesamtheit zur Tatbestandsverwirklichung führen“, lässt sich für Erklärung der Entstehung von Finanzkrisen verallgemeinern: Erst die interorganisationale Verkettung von jeweils unbedeutsamen Einzelakten führt in ihrer Gesamtheit zur Krise. Ortmann (2010: 263) zufolge macht eben diese „Gesamtheit der Einzelakte [...] jenes neue Emergenzniveau aus, das man mit den Konzepten des korporativen Akteurs und des organisationalen Handelns soziologisch auf den Begriff bringt“. Im Umkehrschluss erfordert dies aber das Einnehmen einer organisationalen Perspektive auch für jene, die eigentlich an systemisch-überorganisationalen Regulierungs-

und Steuerungskonzepten interessiert sind. Denn ein Verständnis der Systemlogik hinter den Einzelakten mag dann neue Regulierungsmöglichkeiten über „general principles“ im Braithwaitschen Sinne (2002; vgl. auch Black 2002) eröffnen, die im Falle komplexer und dynamischer Gegenstände auf an allgemeinen Prinzipien orientierte Auslegungsflexibilität von Regulierungsbehörden setzen.

Zu diesem Zweck schildern wir im nächsten Abschnitt kurz, warum und wie es gerade im Immobilienbereich immer wieder zu Blasenbildung kommt, wenn auch die dahinterliegende Logik keineswegs auf Immobilien beschränkt ist. Danach beschreiben wir nacheinander zuerst die an der Blasenbildung beteiligten Akteure und deren (inter-)organisationale Praktiken, bevor wir am Ende zu konkreten Regulierungsempfehlungen kommen.

Von Blasen zu Krisen

Spekulative Blasen gab es bereits vor der Entstehung moderner Finanzmärkte. Das wohl berühmteste historische Beispiel für eine Spekulationsblase ist die Tulpenmanie in den 30er Jahren des 17. Jahrhunderts, bei der die Preise für Tulpenzwiebeln über mehrere Jahre hinweg kontinuierlich in immer fantastischere Höhen stiegen, bevor der Markt 1637 plötzlich und abrupt völlig zusammenbrach (Dash 1999). Die Krise folgt auf die Blase nicht zuletzt deshalb, weil mit Blasen auch immer (Um-)Verteilungsprozesse einhergehen, die nach dem Platzen der Blase in eine Abwärtsspirale aus sich wechselseitig verstärkender Investitions- und Konsumzurückhaltung führen können – eben dem Keynes'schen Sparparadoxon, das in dem kollektiven Versuch, Überschuldung abzubauen („deleveraging“), resultiert.

Paradoxerweise ist die Entstehung und das Weiteranwachsen von Blasen auch zu einem Zeitpunkt, an dem die Entfernung der Marktpreise von realen Werten bereits offensichtlich erscheint, durchaus mit einzelwirtschaftlich-rationalem Akteurshandeln vereinbar. Denn aus InvestorInnensicht ist tatsächliche Wert eines Investmentobjekts nicht entscheidend; was zählt ist der erwartete Wert. Keynes (1936) beschreibt dieses Investmentverhalten wie folgt:

„[Investors] are concerned, not with what an investment is really worth to a man who buys it ‘for keeps’, but with what the market will value it at, under the influence of mass psychology, three months or a year hence. Moreover, this behaviour is not the outcome of a wrong-headed propensity. It is an inevitable result of an investment market organised along the lines described. For it is not sensible to pay 25 for an investment of which you believe the prospective yield to justify a value of 30, if you also believe that the market will value it at 20 three months hence.”

Im Falle von Blasenbildung ist es deshalb so, dass die Erkenntnis von AkteurInnen, dass sich in einem Markt eine Blase gebildet hat, keineswegs dazu führen muss, dass das Investitionsvolumen in diesem Markt zurückgeht. Ganz im Gegenteil, die Einsicht in ein mögliches Platzen der Blase kann zu verstärkten Investitionen und damit einer gesteigerten Dynamik der Blasenbildung führen, weil AkteurInnen versuchen, noch „ihren Schnitt“ zu machen, bevor die steigenden Preise ein Ende haben. Investoren surfen geradezu auf der Blase. In der Sprache von Investoren drückt sich diese, die Blase reflektierende Dynamik, verklausuliert in Warnungen wie folgender aus: „The Window of Opportunity is closing!“ (vgl. Botzem und Dobusch 2011).

Aufbauend auf Keynes erklärt Hyman Minsky (1986/2008) die steigende Investitionsdynamik in spekulativen Prozessen mit einer Verschiebung von Finanzierungspraktiken von nachhaltig über spekulativ bis hin zu Schneeballsystemen. Am Beispiel des Immobilienmarktes lässt sich eine derartige Verschiebung wie folgt nachvollziehen:

Stufe 1 (abgesicherte Finanzierung): Eine nachhaltige Form von Fremdfinanzierung liegt dann vor, wenn die Rückflüsse aus einer fremdfinanzierten Investition ausreichen, nicht nur die Zinsen zu bedienen, sondern auch Rückzahlungen zu leisten. Im Bereich von Wohnimmobilien liegt dieser Fall dann vor, wenn die Mieteinnahmen nach Abzug von Erhaltungsaufwänden und Zinszahlungen auch zur Kredittilgung verwendet werden.

Stufe 2 (spekulative Finanzierung): Erweisen sich die Rückflüsse aus Mieteinnahmen nicht nur im Einzelfall, sondern generell im Markt für Wohnimmobilien über längere Zeit als stabil, drängen vermehrt InvestorInnen auf den Markt, was wiederum steigende Preise für diese Investmentgüter zur Folge hat. Für die Inhaber von Wohnimmobilien bedeuten diese steigenden Preise einen Wohlstandsgewinn – ihre Investitionsgüter („assets“) sind mehr wert. Von spekulativer Finanzierung spricht man nun, wenn Mieteinnahmen nur noch für Zinszahlungen, nicht jedoch zur Kredittilgung verwendet werden. Die Akteure gehen demnach davon aus, spätestens am Ende der Kreditlaufzeit ihre Wohnimmobilie entweder gewinnbringend verkaufen oder einfach einen neuen Kredit aufnehmen zu können.

*Stufe 3 (Schneeballsystem, „ponzi finance“):*² In der dritten Stufe werden die erwarteten Wertsteigerungen von Wohnimmobilien bereits bei der Finanzierung neuer oder bestehender Wohnimmobilien mitgedacht und zumindest teilweise auch Zinszahlungen für die Finanzierung einer Wohnimmobilie mit Hilfe von Krediten auf andere Wohnimmobilien bedient. Dieses Finanzierungsmodell funktioniert klarerweise nur solange, solange immer neue Kredite für Ankauf von weiteren Wohnimmobilien vergeben oder Wertsteigerungen durch Verkäufe oder Aufstockung bestehender Kredite – sogenannter „loan to value“ – realisiert werden.

Der Übergang zwischen diesen verschiedenen Finanzierungsformen erfolgt dabei in der Regel fließend und wird durch eine Vielfalt an Finanzierungsformen – bewusst und unbewusst – verschleiert. Um zu verstehen, warum es immer wieder zu solchen Blasen kommt und wie in diesem Kontext Realvermögen umverteilt wird, ist es sinnvoll, die beteiligten Akteure und deren Geschäftspraktiken genauer unter die Lupe zu nehmen.

Welche Akteure sind an der Entstehung von Blasen im Immobiliensektor beteiligt?

Im folgenden beschreiben wir kurz die an der Entstehung von Immobilienblasen maßgeblich beteiligten Akteure sowie, in schematischer Art und Weise, deren Zusammenwirken bei den damit verbundenen Umverteilungsprozessen.

Immobilienunternehmen: Das klassische – und aus InvestorInnen­sicht langweilige, weil nur mit begrenzten Renditen versehen – Geschäftsmodell von Immobilienunternehmen besteht in Kauf und Verwaltung von Wohn- oder Geschäftshäusern. Im langweiligsten, dafür aber nachhaltigsten Fall, werden beim Kauf einer Wohnimmobilie ca. 80 bis 85 Prozent des Kaufbetrags mittels Bankkredits und der Rest mittels Eigenkapital zugeschossen. Die gewöhnliche Geschäftstätigkeit besteht in der Folge darin, für möglichst gute Auslastung bzw. geringe Leerstände, Werterhaltung und zahlungskräftige Mieter zu sorgen. Gewinne werden nach diesem Modell über kontinuierliche Mieteinnahmen erzielt. Im Falle eines boomenden Immobilienmarktes mit kontinuierlich steigenden Preisen tritt dieses Geschäftsmodell jedoch häufig in den Hintergrund zu Gunsten eines höheren Anteils an Fremdfinanzierung und des Ziels der Realisierung von Veräußerungsgewinnen, beispielsweise im Zuge eines Börsegangs. Gewinne durch Mieteinnahmen zu erzielen verliert in diesem Modell an Bedeutung, ja wird teilweise sogar unmöglich, weil überhöhte Preise bezahlt werden, um schneller das für einen

² Die englische Bezeichnung von pyramidenspielartigen Investitionsformen geht auf Charles Ponzi zurück, der in den 1920er Jahren ein derartiges System mit beträchtlichem Volumen betrieben hatte.

Börsegang erforderliche Volumen zu erzielen. Die eigentliche Hausverwaltung – das Facility Management – wird in beiden Fällen in der Regel an darauf spezialisierte Dienstleistungsunternehmen vergeben, während sich das Immobilienunternehmen nur noch auf die Finanzierung neuer Immobilienkäufe konzentriert.

Banken: Im Immobilienbereich agieren Banken in mehreren Rollen. Wie bei den Immobilienunternehmen gibt es dabei langweilige, risikoarme sowie risikoreiche und dafür renditestarke Varianten, die allerdings mehr oder weniger miteinander verschränkt sind. So gibt es zwar weiterhin das eher konservative Geschäft der Vergabe von grundbuchbesicherten Krediten in Höhe von bis zu 85 Prozent des Werts einer Immobilie (der sogenannte „Senior Loan“). Die dadurch entstehenden Forderungen werden jedoch in der Regel nicht einfach gehalten, sondern verbrieft und als sogenannte Asset Backed Securities (ABS) weiterverkauft. Im Zuge dieser Verbriefung werden unterschiedlich risikoreiche Pakete geschnürt, die wiederum unterschiedlich hoch verzinst sind und gerade dadurch für Anleger attraktiver. Neben diesen, eher klassischen Kreditvergabegeschäften verfügen größere Bankhäuser aber in der Regel auch über Investmentbanking-Abteilung. Diese vergeben nun nicht klassische, grundbuchbesicherte Kredite sondern hochriskante Zwischenfinanzierungen, mit denen die vom Senior Loan nicht abgedeckten 15-20 Prozent einer Immobilie abgedeckt werden. Aus Perspektive des Senior Lenders stellen derartige Kredite quasi Eigenkapital des Kreditnehmers dar. Derartige Kredite sind gewöhnlich hochverzinslich (bis zu 20 Prozent p.a.) und häufig noch mit besonderen Gebühren für den Fall einer Veräußerung oder eines Börsegangs versehen. Auf Seiten des Kreditnehmers (Immobilienunternehmen, s.o.) erlauben solche Kredite einerseits eine quasi vollständige Fremdfinanzierung („leverage“) von Immobilieninvestments, zwingen allerdings andererseits zu einer riskanten Wachstumsstrategie, die auf steigende Preise angewiesen ist, weil derart hohe Zinsen aus laufenden Mieteinnahmen in der Regel nicht zu bedienen sind.

Hedge Funds und andere Schattenbanken: Hedge Funds und andere Investment-Vehikel außerhalb von Banken erfüllen im Immobilienbereich die gleiche Rolle wie die oben beschriebenen Investmentbanking-Abteilungen innerhalb von Banken. Sie ermöglichen Immobilienunternehmen ihre Einkäufe quasi vollständig mit Hilfe von Fremdkapital zu finanzieren, zwingen diese aber gleichzeitig zu aggressivem Wachstum, weil die Renditeerwartungen aus dem klassischen Mietgeschäft unmöglich zu erfüllen sind.

Wirtschaftsprüfer und technische Gutachter: Eine zentrale, häufig aber unterschätzte Rolle in der Immobilienwirtschaft spielen Wirtschaftsprüfer und technische Gutachter. Denn da jedes

Immobilienobjekt immer einzigartig ist, erfolgt die Bewertung durch Gutachter im Vergleich zu anderen, ähnlichen Gebäuden. Die „Marktpreise“ von Immobilien sind also in der Regel Gutachterschätzungen und damit prinzipiell fiktiv. Gleichzeitig sind sie von entscheidender Bedeutung nicht nur beim Kauf der Immobilie, sondern auch danach. Da Bankkredite in Abhängigkeit zum solcherart geschätzten Wert vergeben werden („loan to value“), erlaubt eine gutachterliche Aufwertung die stärkere Hypothekenbelastung der Immobilie. Dieses Fremdkapital kann von Immobilienunternehmen in der Folge wiederum zur Deckung von Fremdkapitallücken bei weiteren Immobilienankäufen dienen. Wirtschaftsprüfer und Gutachter werden dabei sowohl von Banken (z.B. vor der Kreditvergabe) als auch von Immobilienunternehmen (z.B. zur Bilanzerstellung) beauftragt bzw. bezahlt, die meist beide ein Interesse an möglichst hoher Bewertung haben.

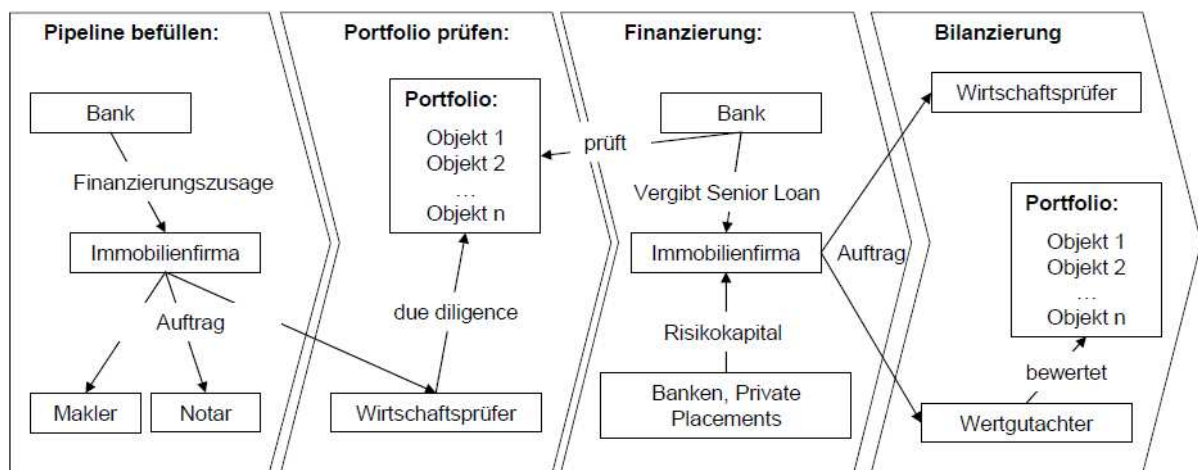


Abbildung 1: Typischer Geschäftsprozess im Immobilieninvestmentbereich

Abbildung 1 fasst das Zusammenwirken dieser Akteure rund um ein fokales Immobilienunternehmen schematisch zusammen.

Welche (inter-)organisationalen Praktiken befeuern die Bildung von Blasen und das Verschieben von Vermögen?

Aus Regulierungsgesichtspunkten ist nun nicht nur die Existenz dieses auf Preissteigerung basierendes bzw. angewiesenen Geschäftsmodells von Bedeutung, sondern auch die Art und Weise der Umsetzung. Denn die Verteilungswirkung von zweiterem ist verstärkt die negativen Nachfrageeffekte nach Platzen der Blase.³

³ Je nachdem, wie zentral die Bedeutung ungleicher Vermögensverteilung für effektive Nachfrage und damit wirtschaftliche Dynamik eingeschätzt wird (vgl. z.B. Stockhammer 2011), würde den Verteilungsimplicationen von Blasen sogar eine größere Bedeutung als dem auf die Blase folgenden Deleveraging zukommen. Geht man dann nämlich Schumpeterianisch (1912) davon aus, dass ein gewisses Ausmaß an Übertreibung bzw.

Marktwertorientierte Kreditvergabe: Wurzel einer sich selbstverstärkenden Blasendynamik ist der Umstand, dass Marktwerte von Investitionsgütern nicht unabhängig sind von den Kreditvergabepraktiken, mit denen diese erworben werden. Denn der mittels Gutachter ermittelte Marktwert eines Investitionsguts bildet die Basis für den damit besicherten Investitionskredit (vgl. das oben beschriebene Prinzip des „loan to value“). Steigende Marktwerte führen deshalb zur Auszahlung höherer Kreditsummen, mit denen in der Folge weitere Investitionsobjekte gekauft werden, was wiederum den Marktwert steigen lässt. Auf diese Weise kann es zur Blasenbildung kommen, auch wenn die Fundamentaldaten – im Immobilienbereich also die Höhe der Mieteinnahmen – hinter der Preisentwicklung zurückbleiben.

Gebühren zwischen Unternehmen: Nahezu sämtliche der in Abbildung 1 dargestellten Geschäftsbeziehungen gehen mit der Zahlung von Gebühren einher, deren Höhe sich häufig prozentuell am Geschäftsvolumen orientieren. Insbesondere im Kontext der Kreditvergabe befördern Gebühren – im Unterschied zu klassischen Zinsen – blasenbildendes Verhalten. Denn gängige Geschäftspraxis ist, nicht die gesamte Kreditsumme auszuzahlen, sondern vom genehmigten Kredit sofort einen gewissen Anteil einzubehalten, was klarerweise den Effektivzinssatz erhöht. Auf diese Weise werden bereits unmittelbar bei Kreditvergabe buchhalterisch auf Seite der Bank Einnahmen erzielt, noch bevor irgendwelche Kreditrückflüsse aus den damit finanzierten Investments angefallen sind. Diese teilweise beträchtlichen Gebühreneinnahmen wirken somit bereits zum Zeitpunkt der Kreditvergabe gewinnerhöhend und sind damit auch Teil der Basis für Bonuszahlungen auf Seiten der Bank (zum Thema Bonuszahlungen siehe weiter unten). Prinzipiell gilt: je höher die Gebühren bei Kreditvergabe im Vergleich zu den laufenden Zinszahlungen, desto mehr wirkt bereits die bloße *Kreditvergabe* unmittelbar gewinnerhöhend. Dies beinhaltet naturgemäß den Anreiz, möglichst viele möglichst hohe Kredite zu vergeben und verführt gleichzeitig zu immer kurzfristigerem Denken. Verdient wird über die Vergabe, nicht die Verzinsung von Krediten längerer Laufzeit.

Gebühren innerhalb eines Unternehmensgeflechts: Ein wesentlicher Aspekt von Blasenbildung ist ein hoher Anteil an Fremdkapital bei der Unternehmensfinanzierung, der oft bis hin zu völligem Verzicht auf „echtem“ Eigenkapital führen kann. Verteilungspolitisch ist eine überwiegende Klassifizierung von Investitions- als Fremdkapital insofern problematisch,

Investitionsblasen notwendig zur Entfaltung kapitalistischer Produktivkraft und damit auch in allgemeinem gesellschaftlichen Interesse sind, ließe sich als eine Ableitung die Idee *progressiver* Vermögenszuwachssteuern formulieren. Dies würde im Falle des Aufschwungs automatisch verteilungspolitisch gegensteuernd wirken.

weil Zinsen als Unternehmensaufwand steuermindernd wirksam werden, während Dividenden auf Eigenkapital steuerpflichtige Gewinnausschüttungen darstellen würden. Sind die Empfänger dieser Zinszahlungen im Ausland, können so wirksam Steuern vermieden werden. Um diesen Effekt abzumildern gibt es zumindest in Deutschland seit 2008 eine sogenannte Zinsschranke in Höhe von 3 Millionen Euro (vgl. § 4h EstG iVm § 8 KStG). Um diese Zinsschranke zu umgehen und gleichzeitig möglichst kontinuierlich und de-facto steuerfrei Gewinne ausschütten zu können – und zwar weitgehend unabhängig vom Ergebnis der operativen Geschäftstätigkeit – werden die Investmentobjekte einer Vielzahl formal-rechtlich unabhängiger Holdinggesellschaften zugeordnet.⁴ Sämtliche dieser Holdinggesellschaften entrichten in der Folge eine umsatzbezogene Gebühr – „management fees“ – an eine in einer Offshore-Steuroase⁵ angesiedelten Briefkastenfirma, die Onshore wiederum gewinn- und damit steuermindernd wirksam werden. So werden zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen: die Zinsschranke wird umgangen und mittels umsatzbezogener Management-Gebühren werden Gewinne genau dort gemacht, wo dafür kaum Steuern gezahlt werden müssen. Neben diesen laufenden, umsatzbezogenen Managementgebühren fallen außerdem nach dem gleichen Muster Finanzierungsgebühren („structuring fees“) im Zusammenhang mit jeder Neuinvestition, wie z.B. dem Kauf weiterer Immobilienobjekte, auch innerhalb eines derartigen Unternehmensgeflechts – und damit zusätzlich zu etwaigen Bankgebühren an. Auch bei diesen, bis zu 3 Prozent des Finanzierungsvolumen ausmachenden, Gebühren handelt es sich quasi um eine vorgezogene Gewinnausschüttung bereits bei Kreditvergabe – lange bevor klar ist, ob sich die Investition überhaupt amortisieren wird bzw. ob überhaupt Gewinn erwirtschaftet werden kann. Die Empfehlung zur Einrichtung derartiger Unternehmens- und Gebührenkonstruktionen kommt dabei häufig unmittelbar von den kreditgebenden Institutionen, d.h in der Regel den involvierten Banken, die selbst ebenfalls derartige Zweckgesellschaften einsetzen.

Bonuszahlungen: Wie oben bereits angedeutet spielen Bonuszahlungen insofern eine Rolle bei Blasenbildung, weil diese auf Basis aktueller Gewinne berechnet werden und damit die Verrechnung bzw. den Abzug von Gebühren unmittelbar bei der Kreditvergabe so attraktiv machen. Was unmittelbar Gewinnerhöhend wirkt, wirkt sich auch unmittelbar auf die jährliche Bonuszahlung aus. Längerfristige Kredite mit laufenden Zinszahlungen kommen

⁴ In einer Holding werden also immer gerade so viele Investitionsobjekte gebündelt, dass deren kumulierte Zinszahlungen nicht unter die Zinsschranke fallen und damit gewinnmindernd wirksam werden.

⁵ Diese „Offshore“-Steuroasen zählen dabei zum allergrößten Teil durchaus zum Hoheitsgebiet der europäischen Union. Im Immobilienbereich besonders weit verbreitet sind beispielsweise Standorte auf den britischen Kanalinseln.

hingegen möglicherweise gar nicht mehr jenen MitarbeiterInnen zu Gute, die die Kreditverträge abgeschlossen haben. Wieder gilt: je höher der Anteil von Bonuszahlungen am Gehalt, desto stärker der Anreiz zu kurzfristigem Denken bei den handelnden Akteuren. Bonuszahlungen sind so ein wirksames Mittel, die Vorziehung von Gewinnausschüttung via Gebühren mit individuellen Anreizen für die beteiligten AkteurInnen zu verknüpfen. Umgekehrt bedeutet eine Begrenzung von Bonuszahlungen, dass eine Orientierung auf kurzfristige Gewinnausschüttung an Attraktivität verliert.

Ableitungen für Finanzmarktregulierung

Solange die Blase wächst, ist nicht Geld sondern ausschließlich Zeit die knappe Ressource. Kann genug gekauft, verbrieft und verkauft werden, bevor die Blase platzt? Hinzu kommt die mit Blasen verbundene Umverteilungswirkung hin zu Kreditgebern und damit Vermögensbesitzern. Der hohe Anteil an Fremdfinanzierung führt in Kombination mit Gebühren und Boni dazu, dass im Aufschwung ständig vorab Gewinne ausgeschüttet werden, die sich häufig überhaupt nicht realisieren lassen. Das alles passiert noch dazu größtenteils de-facto steuerfrei.

Regulierungsbestrebungen dürfen demnach nicht nur auf einer Makro-Ebene ansetzen, sondern müssen auch diese inter- und intraorganisationalen Praktiken auf einer Mikro-Ebene in den Blick nehmen – ohne sich jedoch dabei in Details zu verlieren. Die völlig zahnlose Zinsschranke ist das beste Beispiel für eine zu konkrete Regelung, die sich viel zu einfach umgehen lässt.

Exemplarisch lassen sich aus den Erörterungen im Rahmen dieses Papiers folgende Schlussfolgerungen für Finanzmarktregulierung ziehen:

- Blasen entstehen bereits im Rahmen von vor- und außerbörslichen Geschäftspraktiken, die es in jeglichem Versuch von Finanzmarktregulierung zu berücksichtigen gilt.
- Blasen sind für die Beteiligten AkteurInnen durchaus als solche zu erkennen, führen aber gerade nicht zu einer Abschwächung sondern im Gegenteil zu einer intensivierung diesbezüglicher Geschäftspraktiken. Hier gilt es Frühwarnsysteme auf europäischer Ebene im Rahmen von unabhängigen Aufsichtsbehörden zu installieren.

- Gebühren spielen sowohl bei der Kreditvergabe als auch bei der Verschiebung von Profit innerhalb von Unternehmensgeflechten eine entscheidende Rolle und verdienen mehr Aufmerksamkeit von Regulierungsbemühungen. Hier gilt es Gebühren von der Höhe des abgeschlossenen Geschäftsvolumens zu entkoppeln und im Bereich der Kreditvergabe weitgehend zu verbieten. Die Verschiebung von Profiten in Zweckgesellschaften in Steueroasen mit Hilfe von Gebühren ließe sich am Wirkungsvollsten durch die Bekämpfung der der Steueroasen selbst reduzieren.
- Sondersteuern auf Bonuszahlungen bis hin zu 90 Prozent ab einer gewissen Höhe würden zumindest die individuellen Anreize zu kurzfristigen Geschäftspraktiken reduzieren.

Generell gilt, dass machtvolle Regulierungsinstitutionen mit Handlungsmöglichkeiten ausgestattet werden müssten, nicht spezifisch-konkrete Praktiken (z.B. Leerverkäufe) zu verbieten, sondern, den Empfehlungen Braithwaites (2010) für komplexe Regelungsmaterien folgend, allgemein-blasenbildung befördernde Geschäftspraktiken zu adressieren.

Literatur

- Black, J. (2002): Regulatory Conversations. *Journal of Law and Society*, 29 (1), 163-196
- Botzem, S./Dobusch, L. (2011): How to regulate a moving target? Fragmentierung von Finanzprodukten, Kalkulation von Profit und Verschiebung von Verantwortung in der Immobilienwirtschaft. Gemeinsame Tagung der DVPW-Sektion „Politische Ökonomie“ und des DVPW-Arbeitskreises „Internationale Politische Ökonomie, May 27-28, 2011, Marburg, Germany
- Braithwaite, J. (2002): Rules and Principles: A Theory of Legal Certainty. *Australian Journal of Legal Philosophy*, 27, 47-82
- Dash, Mike (1999): Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions it Aroused. London: Gollancz
- Helleiner, E. (2011): Understanding the 2007–2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy. *Annual Review of Political Science*, first posted online on January 20, 2011: DOI: 10.1146/annurev-polisci-050409-112539
- Kitzmüller, E./Büchele, H. (2004): *Das Geld als Zauberstab und die Macht der internationalen Finanzmärkte*. Münster: LIT-Verlag
- Leipold, K. (2008): Die Strafbarkeit von Unternehmen. *Neue juristische Wochenschrift* 68, Spezial, Heft 7, S. 216f.

Mayntz, D. (2010): Die Handlungsfähigkeit des Nationalstaats bei der Regulierung der Finanzmärkte. *Leviathan* 38(2), S. 175-187

Minsky, Hyman P. (1986/2008): *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill

Ortmann, Günther (2010): *Organisation und Moral: Die dunkle Seite*. Göttingen: Velbrück Wissenschaft.

Stockhammer, E. (2011): Von der Verteilungs- zur Wirtschaftskrise. Vorabdruck von „Wirtschaft und Gesellschaft“, Online: http://wien.arbeiterkammer.at/bilder/d153/Studie_Stockhammer.pdf [20.09.2011]