

Professor Dr. Franz-Christoph Zeitler
Vizepräsident
der Deutschen Bundesbank

Regulierung der Finanzmärkte

Seminar der Münchener Juristischen Gesellschaft
am 10. Februar 2011, Münchener Justizpalast

– Es gilt das gesprochene Wort –

Seite 1 von 16

I.

Die schwere Finanzmarktkrise der Jahre 2007 ff ist – trotz begrüßenswerter Erholung vieler Marktsegmente – noch nicht dauerhaft überstanden. Erinnern wir uns kurz an die einzelnen Etappen der Krise:

- Sie begann mit dem Zusammenbruch des Marktvertrauens in bestimmte, heute als „toxisch“ bezeichnete Wertpapiere (strukturierte Verbriefungen).
- Sie erfasste anschließend Kreditinstitute, die diese Wertpapiere in großem Umfang auf Ihrer Bilanz hatten oder auf ihre Bilanz nehmen mussten (weil der Markt die Finanzierung dieser Papiere über „ausgelagerte Einheiten“ – SPV's nicht mehr gestattete).
- Sie erfasste schließlich Staaten, die (wie im Falle Irlands) zuvor eine einseitige Förderung ihres Finanzsektors betrieben hatten und nun als Garanten für die Stabilität ihres Finanzsektors riesige Schulden- und Defizitberge in Kauf nehmen mussten, oder die (wie im Falle Griechenlands) die Konsolidierung der Staatshaushalte immer auf das jeweils nächste Jahr verschoben und dabei auch vor unrichtigen Statistiken nicht zurückgeschreckt hatten.

Die Antwort der europäischen Staatengemeinschaft, durch an Auflagen geknüpfte Garantien und gegebenenfalls Kredite einen „Rettungsschirm für Staaten“ aufzuspannen, ist vorübergehend wohl unvermeidbar, kann aber letztlich nur Zeit kaufen – die Zeit, um dauerhaft durch eine Verbesserung der finanzpolitischen und ökonomi-

schen Fundamentaldaten eine Wiedergewinnung des Vertrauens zu erreichen. Währungskrisen oder – im Falle einer Währungsunion ohne Wechselkursmechanismus – Schuldenkrisen sind ja im Grunde Vertrauenskrisen, bei denen lange Phasen geringer Risikowahrnehmung der Märkte durch – oft ins Gegenteil überschießendes - Misstrauen abgelöst werden.

Auch die internationale Staatengemeinschaft steht vor der Aufgabe einer Regulierung der Finanzmärkte oder besser und weniger bürokratisch ausgedrückt, einen „Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte“ zu schaffen. Im Folgenden will ich zunächst – vor diesem erfahrenen juristischen Auditorium – über die Verfahren und Hintergründe dieser internationalen Regelsetzung sprechen, dann den Blick auf die Ursachen der Krise lenken und schließlich das Hauptaugenmerk auf die regulatorische Antwort richten, die tiefer und breiter angelegt sein muss, als dies etwa in den meisten Talkshows zum Ausdruck kommt.

II.

Vor einem Blick auf die neuen materiellen Regelungsinhalte lohnt gerade vor diesem Kreis ein Blick auf das Prozedere, die Art und Weise, wie internationale Regeln erarbeitet werden:

Unterhalb der Ebene der Staats- und Regierungschefs und der Finanzminister der G20 gibt es zwei Gremien, den sog. Baseler Ausschuss zur Bankenaufsicht und das Financial Stability Board (FSB), die beide bei der BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich mit Sitz in Basel) angesiedelt sind. Während das FSB sich um den gesamten Ordnungsrahmen und auch um seine Implementierung kümmert, geht es

im Baseler Komitee mit der Formulierung von rechtlichen Regeln für die Tätigkeit der Kreditinstitute „konkret zur Sache“.

Vor der Krise tagten diese Gremien im sog. G10-Format; seit der Krise wurden sie auf den G 20-Rahmen erweitert: Darin spiegelt sich nicht nur die Globalisierung, die zunehmende Bedeutung von Staaten wie China, Indien, Brasilien wider. Der erweiterte Rahmen ist auch ein Reflex darauf, dass diese Krise im „Zentrum der industriellen Welt“, den USA, ihren Ausgang nahm und die Staaten der ehemals dritten Welt – wie man auch an den deutschen Exportzahlen sieht – eher einen Puffer zur Eindämmung und Bewältigung der Krise gebildet haben. „G20“ bedeutet letztlich auch eine Verschiebung der globalen Machtverhältnisse.

- Der Begriff „G20“ ist hierbei ein relativ offenes Format. So hat das FSB nicht 20, sondern 65 Mitglieder; auf die meisten Staaten kommen zwei oder mehrere Institutionen wie Finanzminister, Notenbank und Aufsichtsbehörden, hinzu kommen internationale Organisationen wie IWF, EZB, Europäische Kommission und Standardsetzer wie IASB oder das Baseler Komitee selbst.

Auch im Baseler Ausschuss sitzen faktisch 27 Staaten und – zusammen mit internationalen und europäischen Organisationen – insgesamt 55 teilnehmende Institutionen. Der Baseler Ausschuss hat sich somit seit seiner Gründung im Jahre 1974 – damals als Folge der Herstatt-Krise – beträchtlich erweitert.

- Nicht nur für Juristen interessant ist ein Blick auf die „Governance“, auf die Entscheidungsstrukturen dieser Gremien – am Beispiel des Baseler Komitees zur Bankenaufsicht:

Die Beschlüsse dieses Ausschusses sind umfangreiche und sehr detaillierte Regeln zur Bankenaufsicht, die an Präzision hinter keinem Rechtssatz zurückstehen. Sie sind aber keine Rechtssätze im eigentlichen Sinne, sondern „soft-law“ – Regeln, die ein anderes, nämlich einfacheres Entstehungsverfahren als der normale Prozess multilateraler Gesetzgebung hinter sich haben und auch bei ihrer Umsetzung auf Einsicht und Konsens der teilnehmenden Staaten, faktisch aber auch auf den Druck der Finanzmärkte zur Umsetzung der Regeln setzen.

Leider ist auch die innere Struktur dieser Gremien eher „soft“. So fehlen z. B. im Baseler Ausschuss jegliche „rules of procedure“, Verfahrensregeln über Fristen zur Ladung oder – sehr wichtig – Mindestfristen für die Vorlage von Sitzungsdokumenten; es fehlen konkrete Regeln über Abstimmung, Mehrheiten und Feststellung des angestrebten „Konsenses“; es fehlt auch ein eigentliches Protokoll; als Sitzungsergebnis werden vom Sekretariat lediglich abgestimmte Pressemitteilungen und „action points“ veröffentlicht. Dementsprechend ist der Einfluss des Ausschussesekretariats beträchtlich; es sitzt nicht nur mit dem Vorsitzenden und Generalsekretär am Verhandlungstisch selbst, sondern ist mit 13 Experten im Verhandlungssaal vertreten, während die jetzigen Teilnehmer seit der Umstellung auf den G 20-Rahmen nicht einmal einen Berater oder Protokollanten „in der 2. Reihe“ mitnehmen können.

- Trotz ihres Charakters als „soft law“ haben die Beschlüsse faktische Bindungswirkung. Sie werden z. B. in Europa vom Europäischen Parlament/der Kommission in eine Richtlinie (Kapitaladäquanzrichtlinie) übersetzt und darauf folgend ins nationale KWG übernommen. Dies wirft naturgemäß die Frage

nach der demokratischen Anbindung der Regelsetzung auf, da ja im Ausschuss selbst lediglich die Ebenen der Regierungen, Notenbanken und Aufsichtsinstitutionen vertreten sind. In der Praxis haben wir das Problem in Deutschland durch eine „soft procedure“ gelöst: Vor Beginn der heißen Phase der Verhandlungen fand eine parlamentarische Beratung im Finanzausschuss des Bundestags statt, die in einer Entschließung des Bundestags zu Basel III mündete; nach Abschluss der Verhandlungen ein Bericht des Verhandlungsführers der Deutschen Bundesbank vor dem Finanzausschuss im Bundestag.

1 III.

Über die Ursachen der Krise wurden mittlerweile schon Bibliotheken geschrieben. Ich erinnere nur an vier Stichworte:

1. Ausgangspunkt waren die berühmten „Subprime-Kredite“ in den USA. Ein Euphemismus für Kredite nicht geprüfter oder minderer Bonität. Dahinter stand eine laxe Kreditkultur in vielen Ländern, die sich bei Bewertung und Beleihungsrelationen für Immobilienkredite zeigte, in anderen Ländern vor allem bei sog. private equity Finanzierungen und Unternehmensübernahmen mit hohem Fremdkapitalhebel.
2. Eine zu hohe Sorglosigkeit bei der Verbriefung und der marktbasierter Finanzierung. Dies gilt vor allem für außerbilanzielle Verbriefungen und Wiederverbriefungen mit hohem Abstraktionsgrad („CDO's of ABS“). Bekanntlich waren diese Verbriefungen „oder strukturierten Wertpapiere“ der Übertragungskanal der Krise von den USA nach Europa und in andere Länder.
3. Eine zu geringe Risikowahrnehmung im privaten Sektor, vor allem bei den Kreditinstituten, vor dem Hintergrund einer zuvor jahrelang scheinbar unerschöpflichen Liquidität der Finanzmärkte. Dies wurde verstärkt durch die Scheinsicherheit, die oft von vergangenheitsorientierten, rein quantitativen mathematischen Risikomessverfahren ausgegangen ist. Bestnoten von Rating-Agenturen für hochkomplexe Wertpapiere hatten diese Scheinsicherheit verstärkt.
4. Weltweit, jedenfalls außerhalb des Eurosystems, eine Tendenz, in der Geldpolitik die Bedeutung der monetären Analyse (zu Deutsch: Geldmenge) zu unterschätzen und einer konjunktur-(output) orientierten Strategie den Vorzug einzuräumen. Zwar blieben an der Oberfläche die Inflationsraten wegen der vorübergehend preisdämpfenden Wirkung der Globalisierung im Rahmen, die

geschaffene Liquidität blieb aber in anderer Form erhalten und wirkte sich als „Blasenbildner“ im Immobilienbereich und bei strukturierten Wertpapieren aus.

IV.

Nach dem Blick auf die Regelungsebenen, nach den Krisenursachen nun zu den hauptsächlich inhaltlichen Maßgaben des künftigen Rahmenwerks, das unter dem Namen „Basel III“ zusammengefasst wird.

- Die klassische Regel von „Basel I“ aus dem Jahr 1988 – damals als Konsequenz aus der Herstatt-Krise erarbeitet – war, 8 % der Aktiva einer Bilanz (damals im Wesentlichen Kreditforderungen und Beteiligungen) sind mit Eigenkapital zu unterlegen.
- Diese für die diversen Innovationen zu „schlichte“ Form der Kapitalunterlegung war der Grund für Basel II (2004): die undifferenzierte Eigenkapitalunterlegung hatte sich als Anreiz ausgewirkt, höhere Risiken einzugehen, da die Kapitalkosten die gleichen waren, unabhängig davon, ob Aktiva sehr risikoreich waren und deshalb höhere Erträge versprachen oder risiko- und margenarm waren. Im Grunde also eine Subventionierung der schlechten Risiken durch die guten. Basel II hat deshalb die Kapitalunterlegung nach unterschiedlichen Risikoklassen (Risikogewichten) differenziert.
- Basel III (2010) hat im Wesentlichen vier „Baustellen“, die ich im Folgenden näher erläutern möchte, ohne auf die für „bankaufsichtliche Gourmets“ interessanten Details einzugehen: Die Regeln für das Handelsbuch, die Eigenkapitalregeln, die künfti-

gen Liquiditätsstandards, ergänzende Regeln u. a. für „SIFI’s“, systemically important financial institutions.

Am 16. Dezember 2010 hat der Baseler Ausschuss den sog. „final rules text“ von Basel III beschlossen und veröffentlicht; damit sind die ersten drei der oben genannten Baustellen geschlossen und zumindest teilweise „für den Durchgangsverkehr geöffnet“.

Zwischen der Publikation des Konsultationspapiers im Dezember 2009 und dem endgültigen Beschluss der Regeln nach ihrer Billigung auf dem Gipfel von Seoul im Oktober lag somit nicht einmal ein Jahr. Zum Vergleich: bei Basel II lagen zwischen der Publikation des Konsultationspapiers (1999) und dem endgültigen Beschluss (2004) immerhin fünf Jahre. Mit Hermann Hesse könnte man dazu sagen: „Damit das Mögliche entsteht, muss immer wieder das Unmögliche versucht werden“.

Ziel von Basel III ist die Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Kreditinstitute und des Bankensystems und damit eine höhere Finanzstabilität.

Mittel zum Zweck sind verschiedene Maßnahmen, in deren Mittelpunkt als Herz von Basel III die Erhöhung der Qualität, Quantität und Flexibilität des Eigenkapitals steht. Im „Ausbauzustand“ gilt eine neu eingeführte Quote für „hartes Kernkapital“ von 4,5 %; ergänzt um einen ebenfalls aus hartem Kernkapital bestehenden Kapitalerhaltungspuffer in Höhe von 2,5 % und sonstiges Kernkapital von 1,5 % beträgt das Kernkapital insgesamt 8,5 % gegenüber bisher 4 %; einschließlich des Ergänzungskapitals in Höhe von 2 % beträgt das gesamte vorzuhaltende Kapital 10,5 %.

Hinzu kann noch – je nach Einzelfall und konjunktureller Situation – ein antizyklischer Puffer bei exzessivem Kreditwachstum von bis zu 2 ½ Prozent und für die großen global vernetzten Institute – die sog. SiFis – ein zusätzlicher Puffer an Verlustabsorptionsfähigkeit.

Mehr und härteres Eigenkapital der Institute soll über den damit verbundenen höheren Haftungsbeitrag der Gesellschafter zu mehr Vorsicht und zu mehr Robustheit des einzelnen Instituts und damit höherer Systemstabilität beitragen.

Via Eigenkapitalquote (mathematisch ein Quotient) können allerdings steigende Kapitalanforderungen zum Abbau von risikogewichteten Aktiva - im Nenner des Quotienten - führen, falls das im Zähler stehende Eigenkapital nicht im erforderlichen oder gewünschten Umfang erhöht werden kann; auf neudeutsch wird dies als „deleveraging“ bezeichnet - erwünscht, soweit es hochkomplexe Finanzprodukte oder Eigenhandelspositionen ohne Kundenbezug betrifft (prop-trading), unerwünscht, wenn Kredite an Unternehmen oder Haushalte betroffen sind.

Auflösen lässt sich dieses Spannungsverhältnis nur über die Zeitachse durch Vertrauensschutz- und Übergangsregelungen; dem hat der Baseler Ausschuss Rechnung getragen. Die finale Ausbaustufe der Kapitalquoten wird erst im Jahr 2019 erreicht; der Vertrauensschutz für bereits emittierte Kapitalinstrumente (jenseits des „harten Kernkapitals“) läuft bis zu zehn Jahren.

Manche Kommentatoren sehen in den langen Übergangsfristen eine Schwächung der Reformabsichten von Basel III, von einem „Sieg der Lobby“ war zu lesen. Dem möchte ich widersprechen! Übergangsregelungen sind zur Vermeidung einer Kredit-

klemme in der Realwirtschaft notwendig - aufgrund unserer Auswirkungsstudien können wir den Anpassungsbedarf der großen deutschen Institute mit ungefähr 50 Mrd. Euro Kernkapital schätzen; anders als anglo-amerikanische Institute müssen deutsche Banken zudem ihre Finanzierung auf „common equity“ umstellen; Finanzierungsinstrumente außerhalb von Aktien und einbehaltenen Gewinnen (z. B. auch stille Beteiligungen mit „harten“ Klauseln zur Verlustteilnahme) werden bei AG's ab 2013 nicht mehr als „hartes Kernkapital“ anerkannt (Entscheidung des Gipfels von Pittsburgh 2009: „form over substance“).

Eine weitere Lösung galt es, für das sog. „regulatorische Paradoxon“ zu finden: Was helfen höhere Kapitalanforderungen, wenn das Eigenkapital selbst in einer Krise gar nicht zu einer Abfederung der Risiken genutzt werden kann, da ein Unterschreiten der Mindestkapitalquote bereits zu aufsichtlichen Sanktionen (bis zum Entzug der Geschäftserlaubnis) führt?

Die *Auflösung* dieses Widerspruchs geschieht durch die Einführung eines Kapitalpufferkonzepts, wonach die Institute künftig einen Kapitalerhaltungspuffer vorhalten müssen, der in Krisenzeiten abgeschmolzen werden darf. Bei Unterschreitung des Kapitalpuffers wird die Aufsicht statt der bisher üblichen bankaufsichtlichen Sanktionen „lediglich“ Gewinnausschüttungen ganz oder teilweise untersagen.

V.

Stellt der neue Eigenkapitalbegriff das Herzstück von Basel III dar, so steht der neue Liquiditätsstandard für das Atmungssystem. Nicht die Insolvenz, sondern die Illiquidi-

tät – die mangelnde, aber lebensnotwendige Luft – hat in der Finanzkrise viele Institute in Bedrängnis gebracht.

Die monatliche Liquiditätskennziffer¹ (LCR) verlangt als wesentliches Element einen Liquiditätspuffer – gewissermaßen ein „eingebauter Stresstest“: Der Bestand an liquiden Aktiva soll es dem Institut ermöglichen, den kumulierten Nettoabfluss von Zahlungsmitteln in einem akuten Stressszenario über einen Zeitraum von 30 Tagen eigenständig zu überstehen.

Der Liquiditätspuffer soll aus *hochliquiden Aktiva* bestehen. Ursprünglich war vorgesehen, neben Barmitteln und bestimmten Guthaben bei der Zentralbank nur Staatsanleihen anzuerkennen. Um eine übermäßige Fokussierung auf öffentliche Schuldner zu vermeiden, dürfen nach der Baseler Vereinbarung jetzt bis zu 40 % der hochliquiden Aktiva auch Unternehmensanleihen und Pfandbriefe privater Emittenten mit vergleichbarer Marktfähigkeit und Wertbeständigkeit sein; die Kriterien dafür sollen allerdings noch im Einzelnen festgelegt werden.

Die Ergänzung der Staatsanleihen um private Titel war für uns von hoher ordnungspolitischer Bedeutung, da das Aufsichtsrecht über jeden Verdacht erhaben sein sollte, im Interesse hochverschuldeter Staaten einen „bias“, d. h. eine Schlagseite zugunsten von Staatsanleihen und zu Lasten privater Titel zu entfalten. Die großzügige

¹ LCR =

$$\frac{\text{Liquiditätspuffer aus hochliquiden Aktiva}}{\text{Kumulierter Nettoabfluss von Zahlungsmitteln bei Stress in den nächsten 30 Tagen}} \geq 100\%$$

Behandlung der Staatstitel im Baseler Regelwerk steht im Übrigen auch in einem Spannungsverhältnis zur Diskussion um europäische Stresstests, in dem - trotz des Rettungsschirms – vielfach eine umfassende Einbeziehung aller Staatsanleihen (auch im Bankbuch) gefordert wird – was sicherlich die Fähigkeit und Bereitschaft der Finanzinstitute zum Erwerb von Staatsanleihen begrenzt.

Die monatsbezogene Liquiditätskennziffer wird durch die auf ein Jahr bezogene stabile Finanzierungskennziffer² (NSFR) ergänzt. Damit soll eine extreme, revolving am Kapitalmarkt finanzierte Fristentransformation (und damit auch das Zinsänderungsrisiko) eingeschränkt werden; nicht eingeschränkt werden soll jedoch der längerfristige Kredit als solcher, wenn er z. B. durch stabile Einlagen finanziert ist.

Für die monatliche Liquiditätsdeckungskennziffer und die stabile Finanzierungskennziffer ist eine verbindliche Einführung ab 2015 bzw. 2018 vorgesehen, und beide Kennziffern sollen in 2013 bzw. in 2016 auf eventuellen konzeptionellen Anpassungsbedarf überprüft werden. Für die Verankerung dieser Überprüfungsklausel im „final rules text“ hat sich Deutschland nachdrücklich eingesetzt, und ich bin froh, dass wir hierfür Unterstützung erhalten haben.

VI.

Basel III ist wichtig und wird als bedeutender Meilenstein der Bankenregulierung gelobt – aber: können wir damit die nächste Finanzkrise verhindern?

² NSFR = $\frac{\text{Höhe der verfügbaren stabilen Finanzierungsmittel}}{\text{Höhe der notwendigen stabilen Finanzierungsmittel}} \geq 100\%$

Historische Erfahrung und Erkenntnistheorie (künftige Krisen werden aus unerwarteter Richtung kommen) legen eine gewisse Bescheidenheit nahe. Aber: das Bankensystem wird durch Basel III robuster und kann künftige Finanzmarktverwerfungen besser bewältigen.

Eine zentrale Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass Basel III – wie von den Staats- und Regierungschefs in Seoul (November 2010) bekräftigt – in allen wichtigen Finanzzentren weltweit umgesetzt wird und insbes. die USA sich nicht – etwa durch Verweis auf den Frank-Dodd Act – einer Umsetzung wesentlicher Teile des Regelwerks entziehen. Ein funktionierender internationaler Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte muss über das bankaufsichtliche Regelwerk hinausgehen und insbesondere Bereiche wie „Rechnungslegung und Bilanzierungsregeln“, transparente und robuste Marktinfrastruktur, solide Kreditvergabe und Beleihungsstandards umfassen sowie „regulatorisches Licht“ auf die sog. Schattenbanken werfen.

(i) Zum Thema „Schattenbanken“. Für die Systemstabilität wäre wenig gewonnen, wenn durch die strikteren bankaufsichtlichen Regeln die Risiken nicht abgebaut würden, sondern lediglich von Schattenbanken (außerbilanzielle Finanzierungsvehikel - SPV's -, hedge funds, private equity, alternative investment) übernommen würden. Der Grundsatz „same business, same risk, same rules“ muss konsequent umgesetzt werden. Daher begrüße ich ausdrücklich, dass das Thema „Schattenbanken“ im Financial Stability Board auf der Agenda dieses Jahres steht.

(ii) Zum Thema Rechnungslegungs- und Bilanzierungsregeln. Die Zeitwertbilanzierung hat sich in der Krise als volatil, prozyklisch und zu stark kurzfristori-

entiert erwiesen. Anders als nach klassischem HGB können auch nicht realisierte, auf Marktannahmen beruhende, Gewinne ausgeschüttet und als Grundlage für Boni verwendet werden. Der deutsche Gesetzgeber hat deshalb im Bilanzmodernisierungsgesetz (BilMoG) für Marktwertgewinne aus Finanzinstrumenten eine Rücklage (Ausschüttungssperre) vorgesehen, die einen „eingebauten Puffer“ gegen die volatilen Marktwertveränderungen bildet. Die internationalen Standardsetzer (IASB, FASB) zeigen sich allerdings gegenüber Korrekturen an der Zeitwertbewertung reserviert.

(iii) Die Überprüfung fragwürdiger Haftungsregeln in manchen Staaten betrifft z. B. sog. „non recourse loans“, bei denen ein Schuldner nur mit dem beliebigen Grundstück, nicht jedoch mit seinem Vermögen haftet und deshalb leicht verleitet werden kann, Kredite aufzunehmen, die seine Leistungsfähigkeit übersteigen. Gerade die Haftungsregeln haben in einer marktwirtschaftlichen Ordnung eine zentrale Bedeutung für die Anreizsteuerung und als Krisenprävention ohne interventionistische Einzeleingriffe.

(iv) Notwendig ist ferner Erarbeitung von internationalen Kreditvergabe-Standards, also soliden Bewertungsregeln und Beleihungsrelationen, die auch ausschließen, dass ein Kunde bei Marktpreisänderungen schnell in die Überschuldung kommt.

(v) Transparenz und krisenfeste Marktinfrastruktur: Für den stark gewachsenen Derivatemarkt (z. B. CDS-Markt) von großer Bedeutung ist die Einrichtung zentraler Gegenparteien (CCPs) anstelle des bilateralen (OTC)-Handels. Wir haben im Baseler Regelwerk darauf geachtet, Anreize zur in-

tensiveren Nutzung von zentralen Gegenparteien zu setzen. Ihre Inanspruchnahme ist für die Institute wegen der Garantieforschüsse naturgemäß kostspieliger als der bisherige OTC-Handel. Auf europäischer (leider noch nicht internationaler) Ebene wird die sog. EMIR-Richtlinie in vielen Fällen die Einschaltung zentraler Gegenparteien vorschreiben, um Transparenz über die Handelsvolumina und eine Reduzierung des Risikos (durch netting gegenläufiger Positionen) zu erreichen.

Ziel aller Bemühungen und Beurteilungskriterium aller Vorschläge zur Krisenreaktion und Krisenprävention muss sein, den Grundsatz der Nachhaltigkeit stärker in den internationalen Regeln des Finanzsektors zu verankern. Dies ist der Kern dessen, was man als „Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte“ oder – im deutschen Sprachgebrauch – „Internationale Soziale Marktwirtschaft“ bezeichnet. Diese Aufgabe erfordert einen langen Atem: „Es wird die Zeit kommen, da du glaubst, alles sei geschafft; dies ist der Anfang.“

* * *