

Finanzmärkte, Unternehmensfinanzierung und die aktuelle Finanzkrise¹

Financial markets, business financing and the recent financial crisis. Financial markets and business financing are a neglected topic in economic geography. The recent financial crisis highlights the importance of these topics for understanding economic development and points to the complex relationship between structures and processes at various geographical scales. This introduction to the financial geography special issue provides background information on the development and the functioning of financial markets. The most prominent change of Germany's financial system is a growing capital market orientation resulting from internationalisation while the country at the same time is sustaining a distinctly regionalised financial structure – thus highlighting the importance of multilevel analyses in financial geography. The contributions to the special issue are positioned and discussed against this background. The paper concludes with outlining challenges and opportunities for economic and financial geography.

Keywords: financial markets, business financing, capital, financial system, bank, crisis, Germany

Einführung

„Money flows like mercury“ – Geld fließt wie Quecksilber. Mit dieser Metapher beschreibt *Gordon Clark* in einem 2005 erschienenen Aufsatz die Eigenschaften des Geldes bzw. die Bewegung von Finanzmitteln. Die detaillierte Aufzählung konkreter Eigenschaften ist angesichts der jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten durchaus instruktiv. Extrem leicht- und schnellflüssig folge Quecksilber auch den kleinsten Unebenheiten auf Oberflächen, ebenso wie das Geld den Unterschieden bei den Renditeerwartungen. Das fluide Material schließe sich zusammen und bilde „Klumpen“ – im Falle von Geld eine wichtige Grundlage für die Entstehung von Spekulationsblasen. Quecksilber könne schon bei Raumtemperatur verdunsten und sei wie Geld extrem giftig, wenn es nicht kontrolliert werde (vgl. *CLARK 2005*). Hintergrund für diese Analogie bilden Entwicklungen, die die Finanzmärkte vor allem seit den siebziger Jahren tiefgreifend verändert und internationalisiert haben. Die aktuelle Finanzkrise verweist – im Sinne der Quecksilber-Analogie – auf die Kontroll- und Koordinationsprobleme, die mit dieser Entwicklung verbunden sind.

Gleichzeitig verdeutlicht die aus der aktuellen Finanzkrise resultierende Wirtschaftskrise die

große Bedeutung des Finanzsystems für die wirtschaftliche Entwicklung. Nach Jahren einer geradezu exzessiven Fokussierung auf die internationalen Kapitalmärkte und das Investmentbanking lenkt die aktuelle Krise den Blick wieder auf das, worum es auf den Finanzmärkten eigentlich gehen sollte: die Finanzierung von Defiziteinheiten, vor allem von Unternehmen, also jenen Akteuren, die Arbeitsplätze, Einkommen und damit Wohlstand schaffen können. Dies gilt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen (KMU), für die eine wachsende Kapitalmarktorientierung zwar durchaus gewisse Chancen bietet, deren Finanzierung aber auch zukünftig ohne Banken und das Kreditgeschäft nicht denkbar ist. So mag die in diesem Themenheft gewählte Schwerpunktsetzung auf regionale Perspektiven und Fragen der Unternehmensfinanzierung angesichts der aktuellen Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten auf den ersten Blick wenig spektakulär erscheinen. Doch sind es gerade diese kleinteiligen Strukturen und Prozesse sowie ihre Verknüpfungen mit Entwicklungen auf anderen Maßstabsebenen, die wichtige Bausteine für ein besseres Verständnis der Funktionsweise regionaler, nationaler und internationaler Finanzmärkte und Ökonomien und damit auch der aktuellen Finanzkrise bilden. Ziel dieses Einführungsbeitrags ist es, eine Grundlage für die Einordnung der folgenden

Beiträge, aber auch für ein besseres Verständnis der Finanzmärkte sowie der aktuellen Finanzkrise zu schaffen.

Wandel und Internationalisierung der Finanzmärkte

In vereinfachter Sicht werden auf Finanzmärkten Finanzmittel gehandelt. Auf der Angebotsseite stehen „Überschusseinheiten“, die weniger ausgeben als sie einnehmen und deshalb nach Möglichkeiten suchen, ihre Finanzmittel werterhaltend oder -steigernd anzulegen. Traditionell stellen private Haushalte Überschusseinheiten dar, die als Sparer ihr Geld beispielsweise den Banken gegen einen vereinbarten Zinssatz zur Verfügung stellen. Auf der Nachfrageseite stehen die „Defiziteinheiten“, die kurz- oder mittelfristig mehr Finanzmittel benötigen als sie einnehmen. Traditionell sind dies vor allem Unternehmen, aber auch staatliche und kommunale Organe, die mit den zur Verfügung gestellten Mitteln zum Beispiel Investitionen finanzieren, die mittel- bis langfristig wiederum die Einnahmenseite verbessern und dann eine Rückzahlung ermöglichen sollen.

Als traditionelle Finanzintermediäre für den „Ausgleich“ von Angebot und Nachfrage treten (Geschäfts-)Banken auf, die Einlagen entgegennehmen und Kredite vergeben, also im kommerziellen Bankgeschäft aktiv sind. Dabei übernehmen sie Transformationsleistungen in Bezug auf den Umfang, die Fristigkeit und das Risiko der gehandelten Mittel oder Finanzprodukte, indem sie etwa viele kleine langfristig und risikoarm angelegte Spareinlagen zu größeren Summen bündeln und diese als Kredite mit unterschiedlichen Fristigkeiten und Risiken weitergeben. Über den Zinsunterschied werden dabei nicht nur die anfallenden Transaktionskosten, sondern auch mögliche Kreditausfälle abgedeckt. Gleichzeitig nehmen Banken bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs zwischen verschiedenen Wirtschaftsakteuren eine zentrale Rolle ein. Als weitere traditionelle Finanzintermediäre übernehmen Versicherungsunternehmen die Absicherung gegen unterschiedliche Arten von Risiken gegen Gebühr, sind mit Kapitallebensversicherungen aber auch als institutionelle Anleger aktiv.

Tatsächlich ist die Finanzwelt vielfältiger und komplexer (geworden). Außer Versicherungs-

unternehmen, (Geschäfts-)Banken und dem kommerziellen Bankgeschäft haben im Zuge von Liberalisierung und Deregulierung andere Finanzintermediäre und weitere Anlage- und Finanzierungsformen an Bedeutung gewonnen. Neben die klassischen Bank- und Versicherungsprodukte sind neue Produkte und komplexe Finanzinstrumente getreten, deren Zusammenhang mit der Finanzierung von produktiven Investitionen und Unternehmen (bzw. anderen Defiziteinheiten) teilweise nur noch sehr schwach ausgeprägt ist. Einige dieser Produkte werden fast nur noch für spekulative Zwecke genutzt und haben damit die Volatilität der Finanzmärkte deutlich erhöht. Dies wird auch in den zahlreichen größeren und kleineren Währungs-, Banken- und Finanzkrisen deutlich, die im Gefolge von Liberalisierung und Deregulierung vor allem seit den achtziger Jahren in vielen Teilen der Welt aufgetreten sind (vgl. REINHART/ROGOFF 2008).

Die skizzierten Veränderungen sind unter anderem durch technische Neuerungen, vor allem im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien (IuK), möglich geworden. Insbesondere die Möglichkeit, an fast jedem Ort der Welt Finanzgeschäfte an anderen Orten nahezu ohne Zeitverzögerung zu tätigen und somit Finanzmittel ständig in Bewegung zu halten, hat die internationalen Verflechtungen und Abhängigkeiten rund um den Globus im Finanzsektor und auf den Finanzmärkten vertieft. Dies zeigt sich eindrucksvoll in der aktuellen Finanzkrise, die basierend auf dem neuen Produkt der Verbriefung von Krediten bzw. den damit verbundenen Risiken – hier von Hypotheken – auf dem US-Immobilienmarkt ihren Ausgang nahm und inzwischen weltweit Auswirkungen auf Banken und andere Finanzdienstleister sowie ganze Volkswirtschaften hat. – Die Aussagen zur aktuellen Finanzkrise in dieser Einführung basieren außer auf laufenden Meldungen in öffentlichen Medien auf wissenschaftlichen Analysen und Erklärungsversuchen von DREGER et al. 2008; ERBER 2008; FRANKE/KRAHNEN 2008; REINHART/ROGOFF 2008; SCHÄFER 2008 und SCHROOTEN 2008.

Die neuen technischen Möglichkeiten, die regulativen Veränderungen und die in diesem Kontext entwickelten Produkte und Strategien haben die traditionell eher auf nationale Märkte und Produkte ausgerichteten Angebots- und Nachfragestrukturen grundlegend verändert und die Internationalisierung der Finanzmärkte

weiter vorangetrieben. Dabei haben sich auch die Grenzen zwischen Überschuss- und Defiziteinheiten verschoben – ein Punkt, der zentral für das Verständnis der aktuellen Finanzkrise ist.

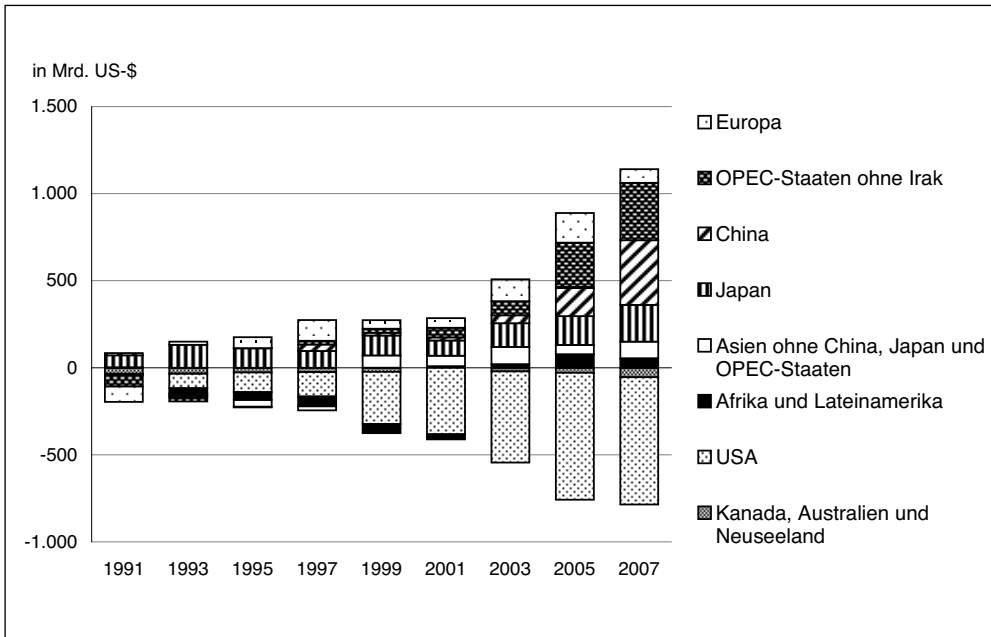
Überschuss- und Defiziteinheiten – eine globale Perspektive

Eine klare Trennung zwischen Privathaushalten als Überschusseinheiten und Unternehmen sowie öffentlichen Akteuren als Defiziteinheiten ist heute nicht mehr möglich. Immer mehr Haushalte, vor allem in den USA, stellen in der Summe Nachfrager auf den Finanzmärkten, also Defiziteinheiten, dar. Gleichzeitig sind viele Unternehmen zu Anbietern von Finanzmitteln, also zu Überschusseinheiten und damit Anlegern, geworden. Bei einigen übersteigen die Einnahmen aus Finanzgeschäften bereits die aus produktiven Tätigkeiten, ein aktuelles Beispiel ist das Unternehmen *Porsche*. Während in westlichen Ländern kommunale und staatliche Akteure meist noch Defiziteinheiten sind (Stichwort Staatsverschuldung), trifft dies für

viele ölexportierende Staaten und manche Schwellenländer, vor allem China, nicht mehr zu. So stellen beispielsweise die von diesen Ländern gegründeten Staatsfonds heute eine wachsende – und in ihrer politischen Bedeutung umstrittene – Größe auf den internationalen Finanzmärkten dar (vgl. STORN 2008).

Die Grenzen zwischen Überschuss- und Defiziteinheiten haben sich aber nicht nur hinsichtlich der Akteurstypen, sondern auch in räumlicher Perspektive verschoben. Eine Analyse der globalen Leistungsbilanz zeigt deutlich die bestehenden und in den vergangenen Jahren gewachsenen räumlichen Ungleichgewichte im internationalen Zahlungsverkehr (Abb. 1). Bemerkenswert ist vor allem das hohe und in den vergangenen Jahrzehnten immer weiter gestiegene Leistungsbilanzdefizit der USA. Dieses wird vorwiegend durch Leistungsbilanzüberschüsse der ölexportierenden Staaten, von China und anderen asiatischen Ländern „ausgeglichen“, also mehr oder weniger direkt finanziert. Allein der Betrag, den China in US-Staatsanleihen angelegt hat, entspricht inzwischen mehr als der Hälfte des US-Leistungsbilanzdefizits (vgl. Abb. 1 mit Angaben in

Abb. 1: Globale Leistungsbilanz in regionaler Perspektive 1991-2007



Quelle: www.imf.org (5.1.2009)

BUCHTER/SIEREN 2009, 22). Hier liegt neben der lockeren Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank einer der Schlüssel für das Verständnis der gegenwärtigen Finanzkrise und des politischen Umgangs mit dieser Krise. Ein Zusammenbruch der US-Wirtschaft und des US-Dollars würde nicht nur zum Verlust von Absatzmärkten, sondern auch zu gravierenden Vermögensverlusten in vielen anderen Ländern führen.

Rein technisch erfolgt die Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten eines Landes in erster Linie durch grenzüberschreitende Transaktionen im Rahmen der Kapitalbilanz, das heißt durch Direkt- und Portfolioinvestitionen sowie durch Kredite. Während Direktinvestitionen vor allem die Form von Beteiligungen (ab 10 % bis 100 %) an Unternehmen und Betrieben im Ausland annehmen und damit internationale Unternehmens- und Produktionsverflechtungen widerspiegeln, stellen Portfolioinvestitionen und Kredite reine Finanztransaktionen mit dem Ziel einer möglichst hohen Rendite dar. Interessant ist nun, dass nicht nur der Gesamtumfang der grenzüberschreitenden Kapitalströme in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist, sondern auch der Anteil der Portfolioinvestitionen und Kredite an diesen Kapitalströmen. Praktisch bedeutet dies, dass das Anlage- und Finanzierungsverhalten sich noch weitaus stärker internationalisiert hat als die Produktion von Waren und Dienstleistungen. Beigetragen haben dazu vielfältige Finanzintermediäre sowie Anlage- und Finanzierungsformen jenseits des kommerziellen Bankgeschäfts.

Finanzieren – Anlegen – Spekulieren: Akteure, Produkte, Krisen

Obgleich die Kreditfinanzierung durch Banken nach wie vor eine der wichtigsten externen Finanzierungsformen darstellt, haben daneben kapitalmarktbezogene Finanzierungsformen und Akteure an Bedeutung gewonnen (vgl. SPEYER 2002, ELSAS/KRAHNEN 2004). In diesem Zusammenhang – und vor dem Hintergrund einer zunehmenden Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte – wurden auch die Anlageformen weiterentwickelt. Um die Bedeutung dieser Veränderungen für wirtschafts- und finanzgeographische Fragestellungen besser zu verstehen, werden im Folgenden wichtige Finanzierungs- und Anlageformen in ihren Grundzügen vorgestellt; als Ausgangspunkt hierfür dient die Unternehmensfinanzierung.²

Unternehmensfinanzierung zwischen Eigen- und Fremdkapital

Neben der Innenfinanzierung durch einbehaltenen Gewinne kann bei der Außenfinanzierung grundsätzlich zwischen der Bereitstellung von Eigen- und Fremdkapital unterschieden werden (Abb. 2; vgl. im Folgenden auch SPEYER 2002). Mit der risikoreicheren Bereitstellung von Eigenkapital zum Beispiel in Form von Aktien werden Eigentumstitel und damit die Möglichkeit des Einflusses auf die Unternehmensführung erworben. Der Besitzer nimmt durch mögliche Dividendenausschüttungen sowie Wertsteigerung oder -verlust seiner Anteile direkt am Unternehmenserfolg oder auch -misserfolg teil. Fremdkapital dagegen ist geliehenes Geld in Form von Krediten oder Anleihen, welches zu bestimmten Konditionen (v.a. Zinssatz) für einen festgelegten Zeitraum zur Verfügung gestellt wird. Bei Krediten werden in der Regel Sicherheiten hinterlegt, die im Falle der Zahlungsunfähigkeit in das Eigentum des Gläubigers übergehen und die dieser dann als Entschädigung verwerten kann. Neben reinen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen hat sich in den vergangenen Jahren eine Vielzahl von Mischformen entwickelt, sogenannte Mezzanine-Finanzierungen, die hinsichtlich der Mitbestimmung der Unternehmenspolitik, der Teilnahme am Unternehmenserfolg und des Verlustrisikos im Falle der Insolvenz eine Zwischenstellung einnehmen (für Details vgl. z.B. WARNHOLTZ 2002).

Sowohl Eigen- als auch Fremdkapital können als Aktien bzw. Anleihen öffentlich an Börsen gehandelt werden, wobei diese Möglichkeiten überwiegend nur Unternehmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft offenstehen. Ak-

Abb. 2: Externe Formen der Unternehmensfinanzierung

| | Eigenkapital | Fremdkapital |
|----------------------------|--|---|
| Öffentlich gehandelt | Aktien | Anleihen |
| Nicht öffentlich gehandelt | Private Kapitalbeteiligungen (z. B. von KBG,* Business Angels) | Kredite (insbes. von Banken, aber auch Lieferanten) |

■ Kapitalmarkt (im Gegensatz zum Kreditmarkt)

* Kapitalbeteiligungsgesellschaften
Quelle: eigene Darstellung

tien und Anleihen als öffentlich gehandelte Wertpapiere stellen für den Kapitalgeber relativ liquide Anlageformen dar. Hingegen weisen Kredite als klassische Form der Fremdkapitalfinanzierung sowie private (Eigen-)Kapitalbeteiligungen eine deutlich geringere Liquidität auf. Da KMU in der Regel keine Aktiengesellschaften (KBG) und nicht börsennotiert sind, stehen ihnen aber meist nur die beiden letztgenannten externen Finanzierungsformen offen. Als Kapitalgeber von KMU können neben Banken und Sparkassen daher auch Kapitalbeteiligungsgesellschaften und *Business Angels* auftreten. Diese gehen private Kapitalbeteiligungen an Unternehmen ein; das eingesetzte Kapital wird mit den Begriffen Risikokapital, *venture capital* oder *private equity* bezeichnet (vgl. dazu die Beiträge von *Wallisch* und *Klage/Peter* in diesem Heft). Allerdings stehen private Kapitalbeteiligungen bisher fast nur für Unternehmen zur Verfügung, die überdurchschnittliche Wachstumschancen haben oder als unterbewertet gelten – letzteres vor allem im Kontext von Management-buy-outs bzw. buy-ins (MBO bzw. MBI) oder Übernahmen und Fusionen (Mergers & Acquisitions). Unter anderem aufgrund steigender Eigenkapitalanforderungen im Kontext der Basel-Akkorde³ werden private Kapitalbeteiligungen und Mezzanine-Finanzierungen in den kommenden Jahren voraussichtlich auch in Deutschland weiter an Bedeutung gewinnen (vgl. *KLASSE* 2004).

Spareinlagen, Aktien, Investmentfonds, Derivate und andere Anlageformen

Die Bereitstellung von Finanzmitteln an Unternehmen kann also über verschiedene, mehr oder weniger direkte Wege und unter Einbezug unterschiedlicher Finanzintermediäre erfolgen. Die sich daraus ergebenden Anlageformen für Überschusseinheiten beinhalten neben Einlagen bei Banken und Sparkassen, die dann Kredite vergeben können, den Kauf von Unternehmensanteilen in Form von Aktien oder privaten Kapitalbeteiligungen oder auch von Anleihen. Andere relativ unkomplizierte Anlageformen sind der Kauf von Geldmarktpapieren und Devisen, von Gold, Rohstoffen und anderen Waren, so bilden beispielsweise Kunstwerke eine eigene Anlageklasse, und von Immobilien.

Weitere klassische Anlageformen sind (Kapital-) Lebensversicherungen und Investmentfonds. Als Intermediäre treten dabei Versicherungsunternehmen und Kapitalanlage- bzw. Fondsgesellschaften auf. Diese institutionellen Anleger

bündeln die Mittel verschiedener Anleger und investieren sie je nach Anlageschwerpunkt in eine oder mehrere Anlageformen. Hier treffen Spezialisten die Anlageentscheidungen, setzen diese um und nehmen damit den einzelnen Kapitalgebern, also den Versicherten oder Fondsanteileseignern den entsprechenden Aufwand ab, gegen Gebühren und mit einem gewissen fondsspezifischen Risiko. Im Zuge von Liberalisierung und Deregulierung ist es in den vergangenen Jahren zu einer Erweiterung des möglichen Anlagespektrums gekommen, wovon unter anderem die große und vielseitige Anlageklasse der Derivate profitiert hat.

Seit den achtziger Jahren haben Derivate stark an Bedeutung gewonnen (vgl. *HUFFSCHMID* 2002, 58). Derivate sind Finanzprodukte, die auf die zukünftige Preisentwicklung eines Basiswertes (z.B. Währungen, Rohstoffe, Aktienkurse, Zinssätze) ausgerichtet sind. Sie wurden ursprünglich als Instrumente zur Absicherung gegen das Risiko von Preisänderungen des jeweiligen Basiswerts konzipiert, können aber auch für spekulative Zwecke genutzt werden. Sie treten als Optionen, Futures, Zertifikate und Swaps auf, wurden in den vergangenen Jahren unter anderem durch Kombination und Verschachtelung zunehmend komplexer und inzwischen offenbar so kompliziert, dass selbst Finanzexperten ihre Wirkungsweise nicht immer verstehen. Insbesondere in volatilen Märkten können mit Derivaten und darauf basierenden strukturierten Finanzprodukten aufgrund der Hebelwirkung eines (zunächst) nur geringen Kapitaleinsatzes hohe Gewinne erreicht werden, aber auch hohe Verluste entstehen. Gleichzeitig wirken sich die abgeschlossenen Geschäfte aufgrund der dadurch veränderten Erwartungen auf die jeweilige Preisentwicklung aus und können die betroffenen Basiswerte, beispielsweise Wechsel- oder Aktienkurse, beeinflussen.⁴

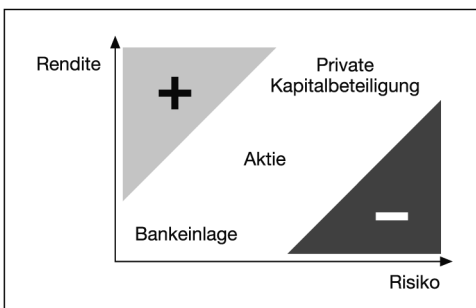
Verbrieft Kreditforderungen sind eine Form des Derivats (zu Details vgl. *ERBER* 2008; *FRANKE/KRAHNEN* 2008; *SCHÄFER* 2008). Sie bündeln die Forderungen und Risiken, die sich aus von Banken vergebenen Krediten ergeben, in einem handelbaren Wertpapier (Verbrieftung), das dann zum Beispiel Investmentbanken auf den Finanzmärkten an interessierte Anleger verkaufen. Dadurch entlasten Banken ihre Bilanzen von Kreditforderungen und den damit verbundenen Risiken, die aufgrund der Eigenkapitalrichtlinien die weitere Kreditvergabe

einschränken würden. Die Banken können dann infolge von Verbriefungen weitere Kredite vergeben und haben dies im Falle der US-Immobilienfinanzierer offenbar auch in großem Umfang getan. Diese Kreditvergabe erfolgte immer häufiger an wenig solvente (*subprime*) Kunden und mit Immobilien als Sicherheit, deren Preis durch die gesteigerte Nachfrage immer weiter anstieg.⁵ Nachdem die Immobilienpreisblase geplatzt ist, tragen die kreditvergebenden Banken in der Regel nur einen kleinen Teil der Ausfallrisiken, während die Käufer der verbrieften Kreditforderungen den verbleibenden Teil übernehmen. Im Falle der US-Wohnimmobilienkredite sind dies, angesichts der globalen Struktur von Überschuss- und Defiziteinheiten wenig überraschend (vgl. Abb. 1), neben US-amerikanischen auch viele ausländische Investoren einschließlich deutscher Privat- und Landesbanken. Diese Investoren haben offensichtlich die Risiken, die mit den massenhaft auf den Markt gebrachten Papieren verbundenen waren, nicht erkannt oder falsch eingeschätzt. Statt ihrem (früheren) Kerngeschäft, der weniger rendite-trächtigen Kreditvergabe, nachzugehen, haben sie in der Hoffnung auf höhere Renditen in spekulative Papiere investiert und sich dabei auch auf die guten Bewertungen durch anerkannte Rating-Agenturen verlassen.

Rendite, Risiko, Informationsasymmetrien und die Rolle der Rating-Agenturen

In der Regel gehen (potenziell) höhere Renditen auch mit größeren Risiken einher (Abb. 3), wie Anlegern und der interessierten Öffentlichkeit – zumindest im Kleingedruckten – auch mitgeteilt wird. Spareinlagen und Geldmarktprodukte

Abb. 3: Rendite-Risiko-Profile ausgewählter Anlageformen



Erläuterung: + von Anlegern bevorzugte Konstellationen; - von Anlegern gemiedene Konstellationen
Quelle: eigene Darstellung

stellen relativ risikofreie, über Einlagensicherungsfonds abgesicherte Anlageformen mit einer allerdings auch relativ niedrigen Rendite dar. Aktien und andere Kapitalbeteiligungen an Unternehmen hingegen können an Wert gewinnen oder verlieren, im Extremfall kann es sogar zum Totalverlust, aber auch zur Vervielfachung des eingesetzten Kapitals kommen. Während börsennotierte Unternehmen aufgrund bestimmter Melde- und Offenlegungspflichten ein gewisses Maß an Transparenz und damit Sicherheit bieten, ist dies bei nichtbörsennotierten Unternehmen nicht unbedingt der Fall. Hier liegt das Betätigungsfeld von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die über ihre Expertise und Netzwerke aktiv versuchen, den Unternehmenswert zu steigern, um dann den hinter ihnen stehenden Anlegern eine möglichst hohe Rendite zu zahlen (vgl. dazu den Beitrag von *Klagge/Peter* in diesem Heft). Mehr eine Wette als eine kalkulierbare Finanzanlage stellen schließlich komplex konstruierte Derivate und strukturierte Finanzprodukte dar, die sehr hohe Renditen haben, aber aufgrund ihrer Intransparenz häufig auch große Risiken bergen können.

Besonders hohe Renditen, aber auch hohe Risiken finden sich dort, wo die Informationsasymmetrien zwischen Kapitalgebern und -nehmern oder zwischen entsprechenden Produktanbietern und -nachfragern sehr groß sind. Der risikoadäquate Umgang mit Informationsasymmetrien ist zum einen die Funktion der Finanzintermediäre selbst, wenn sie wie beispielsweise die Banken die Verantwortung für die Kreditvergabe übernehmen oder als Kapitalbeteiligungsgesellschaften und institutionelle Anleger im Auftrag ihrer Kunden investieren. Zum anderen sollen Gesetze und Normen, zum Beispiel Melde- und Offenlegungspflichten für börsennotierte Unternehmen oder Standards für Finanzprodukte, sowie Aufsichtsorgane dazu beitragen, die Aktivitäten von Finanzintermediären und -anlegern zu regeln und zu kontrollieren. Indem Anleger ihr Geld Finanzintermediären zur Verfügung stellen, vertrauen sie diesen Akteuren und den Institutionen, die ihre Aktivitäten regeln und kontrollieren. Die Verringerung von Informationsasymmetrien und die Herstellung von mehr Transparenz ist inzwischen aber auch für spezialisierte private Dienstleister ein lukrativer Markt geworden. Neben der boomenden Branche der Finanzberater sind hier vor allem die Rating-Agenturen zu nennen. Je komplexer und damit risikoreicher ein Produkt, desto mehr verlassen sich pri-

vate und vor allem institutionelle Anleger auf Bewertungen von Rating-Agenturen.

Rating-Agenturen sind gewinnorientierte private Unternehmen, die sowohl Finanzprodukte als auch Unternehmen einschließlich der Finanzintermediäre bewerten. Sie sind gerade für die grenzüberschreitende Anlegertätigkeit und damit für die Internationalisierung der Finanzmärkte von erheblicher Bedeutung, da sie versprechen, Informationsasymmetrien zu verringern. Sie bieten standardisierte, also auch international vergleichbare und zumindest bisher allgemein anerkannte Informationen zur Bonität von Unternehmen sowie den Risiken und Renditechancen unterschiedlicher Anlageformen an. Insbesondere für die Anlagepolitik institutioneller Investoren spielen diese Bewertungen eine zentrale Rolle, da diese überwiegend nur in gut bewertete Papiere investieren (dürfen) und im Falle einer Herabstufung verkaufen (müssen). Da nur wenige Rating-Agenturen, *Standards & Poor's*, *Moody's* und *Fitch*, den Markt dominieren, können „falsche“ Bewertungen oder signifikante Ab- oder Aufwertungen weitreichende Folgen haben. Indem Rating-Agenturen die Anlageentscheidungen vieler Akteure gleichzeitig beeinflussen, können sie Nachfrage- und damit Preisschwankungen auslösen und zur Bildung spekulativer Blasen beitragen, wie die aktuelle Finanzkrise sehr anschaulich verdeutlicht. So haben die großen Rating-Agenturen insbesondere die Risiken der verbrieften Subprime-Kredite als relativ niedrig, also falsch eingeschätzt, damit die Investitionstätigkeit noch befördert und Investoren, die sich auf die Bewertungen verlassen haben, über die tatsächlichen Risiken getäuscht.⁶

Spekulationsblasen und Finanzkrisen

Zur Bildung von Spekulationsblasen kommt es regelmäßig dann, wenn die Renditen bestimmter Produkte überschätzt und ihre Risiken unterschätzt werden und somit ihr Marktwert kontinuierlich steigt. Die Art der Produkte ist relativ beliebig, solange Nachfrage und Interesse der Anleger vorhanden sind. Außer Wertpapieren können beispielsweise auch Immobilien, bestimmte Währungen, Gold oder sogar Tulpenzwiebeln Spekulationsobjekte sein. In der Phase der so genannten Tulpenmanie im 17. Jahrhundert in Holland erreichte eine Handvoll Tulpenzwiebeln beispielsweise den Wert ganzer Häuser. In Erwartung steigender Preise wächst die Nachfrage nach diesen Produkten immer weiter an und damit tatsächlich auch ihr

Preis. In dieser Spirale aus steigenden Preisen und wachsender Nachfrage sind durch Kauf und anschließenden Verkauf hohe Gewinne möglich. Dies bildet den Anreiz für eine wachsende Zahl von Anlegern, in das Produkt zu investieren. Und solange es genügend auf steigende Preise setzende Investoren gibt, steigen die Preise auch weiter an und führen zur Bildung einer spekulativen Blase. Eine Spekulationsblase ist also ein Massen- und auch ein Medienphänomen, dessen psychologische Aspekte in der verhaltensorientierten Finanzforschung (*behavioural finance*) untersucht werden.

Das Spekulationssystem mit seiner kumulativen Dynamik bricht zusammen, wenn die Nachfrage sinkt, wenn also eine wachsende Zahl von Anlegern Zweifel an der Erwartung weiter steigender Preise hegt. Dann beginnen die Preise, wie jüngst im Fall des US-Wohnimmobilienmarktes, zu sinken und sie können durch eine sich selbst verstärkende negative Dynamik von Verkauf und weiteren Preisrückgängen relativ schnell ins Bodenlose fallen – die Blase platzt.⁷ Diejenigen, die zum Zeitpunkt des Markteinbruchs entsprechende Papiere besitzen, verlieren ihren Einsatz. Versierte und finanzkräftige Anleger können sich diese den Finanzmärkten inhärente Dynamik zunutze machen, wenn sie durch geschickte Informationspolitik und ihr eigenes Anlageverhalten Erwartungen beeinflussen und schüren. Indem sie dann zum rechten Zeitpunkt kaufen und vor allem verkaufen, können sie hohe Renditen erzielen und durch den Kauf entsprechender Derivate außerdem sogar noch von dem Preisverfall profitieren, der dem Platzen einer spekulativen Blase folgt. Ein solches Verhalten wird insbesondere Hedgefonds vorgeworfen, die vor allem in Derivate und strukturierte Finanzprodukte investieren und einen Teil ihres Profits mit Wetten auf sinkende Preise, dazu gehören auch die sogenannten Leerverkäufe, erzielen. Die aktuelle Krise zeigt, dass aufgrund zunehmender Komplexität und mangelnder Transparenz der Produkte und des blinden Vertrauens in Institutionen wie Rating-Agenturen sowie mathematisch-technische Risikomanagement-Systeme auch professionelle Anleger wie Banken und Versicherungen zu den Opfern von Spekulationsblasen werden können.

Spekulative Blasen und Finanzkrisen treten immer wieder auf, empirisch gesehen vor allem in der Folge von Finanzmarktliberalisierungen.⁸ Das Platzen einer Spekulationsblase

kann dann zu schweren Finanz- und Wirtschaftskrisen führen, wenn es zum Zusammenbruch von Finanzinstituten und einem Vertrauensverlust in das Funktionieren der Finanzmärkte kommt. Dies ist besonders gravierend, wenn, wie in der aktuellen Krise, Banken betroffen sind, diese einander misstrauen und deshalb der Interbankenmarkt zusammenbricht und gleichzeitig Anleger drohen, ihre Gelder zurückzuziehen. Aufgrund des Fehlens von Refinanzierungsmöglichkeiten und Liquidität können Banken dann ihrer Finanzierungsfunktion nur noch eingeschränkt nachkommen. Darunter leiden auch und vor allem kapitalnachfragende Unternehmen und die Wirtschaft insgesamt. Im schlimmsten Fall kommt es zu einer Stagnation oder sogar einem Rückgang der Investitions- und Produktionstätigkeit, was in Form von Forderungsausfällen und Kursverlusten wiederum negative Auswirkungen auf den Finanzsektor und die dort angelegten Vermögen hat.

Veränderungsprozesse im deutschen Finanzsystem

Auch in Deutschland haben in den vergangenen Jahren trotz der damit verbundenen Risiken komplexe und spekulative Anlageformen sowohl angebots- als auch nachfrageseitig stark an Bedeutung gewonnen. Zu den Nachfragern gehören neben risikofreudigen Privatanlegern und auf hohe Renditen ausgerichteten institutionellen Anlegern wie Hedgefonds inzwischen auch traditionelle Finanzintermediäre wie Versicherungsunternehmen und (Geschäfts-)Banken. Hintergrund dieser Entwicklung ist eine zunehmende Kapitalmarktorientierung im deutschen Finanzsystem (vgl. DEEG 2001, SPEYER 2002; KLAGGE 2003, 2004; KRAHNEN/SCHMIDT 2004; SCHMIDT/TYRELL 2004; VITOLIS 2004, 2005a,b).

Seit den neunziger Jahren haben Kapitalmarktfinanzierungen und Investmentbanking, also das Geschäft mit Börsengängen, Emissionen, Fusionen und Übernahmen (M&A), der Wertpapierhandel und die Vermögensverwaltung, im Vergleich zum kommerziellen Bankgeschäft in Deutschland stark an Bedeutung gewonnen. Dies zeigt sich vor allem in der veränderten Finanzierungsstruktur großer Unternehmen und insbesondere bei Aktiengesellschaften, die sich immer mehr auf die internationalen Kapitalmärkte orientiert und dabei die marktbezogenen

Werte und Regeln der Unternehmensführung und -steuerung im Sinne von *shareholder value* adaptiert haben (vgl. z.B. LAZONICK/O'SULLIVAN 2000; SPEYER 2002; SCHMIDT 2004; VITOLIS 2004, 2005a). Im Gegensatz dazu steht jedoch die nach wie vor stark kreditorientierte Finanzierungsstruktur von KMU. Zwar hat für kleinere Unternehmen in einigen (Wachstums-)Branchen sowie größere Mittelständler der private Kapitalbeteiligungsmarkt inzwischen eine gewisse Bedeutung erlangt, grundsätzlich jedoch stellt die „Herr im Haus“-Mentalität des deutschen Mittelstands, der externen Anteilseignern tendenziell ablehnend gegenübersteht, weiterhin eine Herausforderung für die Anbieter kapitalmarktbasierter Finanzierungsformen dar.

Für die zunehmende Kapitalmarktorientierung im deutschen Finanzsystem sind neben regulativen Maßnahmen zur Liberalisierung und Stärkung der Kapitalmärkte (diverse Finanzmarktfördergesetze, *Initiative Finanzplatz Deutschland*) vor allem die gewachsene internationale Konkurrenz und eine Neuorientierung bei den großen deutschen Banken verantwortlich (vgl. DEEG 2001; VITOLIS 2005a,b). Als Universalbanken, im Gegensatz zur strikten Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken in den USA, sind sie nicht nur im kommerziellen Bankgeschäft aktiv, sondern engagieren sich auch im Investmentbanking sowie darüber hinaus über Tochtergesellschaften oder anderweitige Kapitalverflechtungen als Anbieter von Investmentfonds, im privaten Kapitalbeteiligungsmarkt und im Versicherungsgeschäft. Banken bleiben damit in Deutschland trotz zunehmender Kapitalmarktorientierung weiterhin die mit Abstand bedeutendsten Finanzmarktakteure.

Die Bankorientierung im Unterschied zu den marktbasierteren Finanzsystemen in Großbritannien und den USA, ist ein sich zwar veränderndes, aber dennoch persistentes Merkmal des deutschen Finanzsystems. In diesem Zusammenhang und als deutsche Besonderheit ist die Organisation des Bankensystems in drei Säulen zu nennen. Neben den großen und vielen kleineren privaten Banken spielen für die Unternehmens-, vor allem die KMU-Finanzierung in Deutschland der öffentliche und der genossenschaftliche Bankensektor eine wichtige Rolle. Konkret sind dies zum einen die Sparkassen und Landesbanken und zum anderen die genossenschaftlichen Volks- und Raiffeisenbanken

sowie ihre Zentralinstitute, die zusammen über 60 % der Bilanzsumme aller Banken in Deutschland auf sich vereinen (SCHROOTEN 2008). Ebenso wie die überwiegende Zahl der privaten Banken agieren sie als Universalbanken und bieten ihren Kunden neben kommerziellen Bankprodukten in zunehmendem Maße auch Kapitalmarktprodukte und -finanzierungen an. Sparkassen sowie genossenschaftliche Banken haben – anders als ihre Zentralinstitute und die großen privaten Banken – ihren Schwerpunkt jedoch weiterhin im kleinteiligen Geschäft mit Krediten und Einlagen. Deshalb und weil sie für ihre (Re-)Finanzierung auf große Summen von Spareinlagen zurückgreifen können, sind sie von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten unabhängiger und aktuell von dem Vertrauensverlust auf dem Interbankenmarkt deutlich weniger betroffen.

Eine weitere Besonderheit des deutschen Finanzsystems ist die dezentrale Organisation, die mit der dreisäuligen Struktur des Bankensystems, dem Föderalismus und der dezentralen Raum- und Siedlungsstruktur Deutschlands zusammenhängt (vgl. KLAGGE 2003; KLAGGE/ZIMMERMANN 2004). Neben den an Bedeutung verlierenden Regionalbörsen und den Filialnetzen der sich allerdings teilweise aus der Fläche zurückziehenden privaten Banken sind hier vor allem die Sparkassen und die genossenschaftlichen Banken zu nennen. Diese sind nicht nur dezentral organisiert, sondern auch regional gebunden (Regionalprinzip) und damit wichtige regionale Wirtschaftsakteure (vgl. den Beitrag von Gärtner in diesem Heft). So beruht die KMU-Außenfinanzierung in Deutschland klassischerweise und bis heute überwiegend auf Krediten, die durch lokal oder regional ansässige Banken vergeben werden. Bereits vor dem (Teil-) Rückzug vieler privater Banken aus diesem von Filialen abgewickelten Geschäft spielten hier Sparkassen, genossenschaftliche Banken sowie für größere Mittelständler auch deren übergeordnete Institute eine zentrale Rolle (zur Konsolidierung im Bankensektor, die neben Fusionen und Übernahmen auch einen Rückbau von Filialnetzen und Beschäftigten vor allem im Geschäftsbankensektor einschließt, vgl. KLAGGE 1995 und KLAGGE/ZIMMERMANN 2004). Die Verringerung von Informationsasymmetrien und das Risikomanagement in diesen Beziehungen erfolgt traditionell im Rahmen von relativ engen, langfristigen und in lokale bzw. regionale Kontexte eingebettete Hausbankbeziehungen zwischen Banken und

ihren Kunden (vgl. SPEYER 2002; ELSAS/KRAHNEN 2004). Zwar haben sich diese Beziehungen im Kontext neuer technologischer Möglichkeiten und der verschärften Anforderungen an die Kreditvergabe verändert und tendenziell gelockert; dennoch stellen sie nach wie vor ein Spezifikum des deutschen Finanzsystems im Vergleich mit dem ebenfalls bankbasierten Finanzsystem Spaniens dar (vgl. den Beitrag von Handke in diesem Heft).

Das deutsche Finanzsystem befindet sich in einem Veränderungsprozess.⁹ Dabei ist eine pfadabhängige Dynamik zu verzeichnen, in der trotz wachsender Kapitalmarktorientierung und der Übernahme von Elementen eines marktorientierten Systems viele spezifisch deutsche Strukturen und Charakteristika, teilweise in veränderter Form, weiter bestehen (geeignete Ansatzpunkte für eine ausführliche Analyse und Interpretation dieser Entwicklungen liefern institutionelle Ansätze und insbesondere die vergleichende Kapitalismusforschung, vgl. DEEG 2001; VITOLIS 2004, 2005a,b sowie allgemeiner ESPING-ANDERSEN 1990; ALBERT 1992; CROUCH/STRECK 1997; HOLLINGSWORTH/BOYER 1998; WHITLEY 2000; SCHMIDT 2002; AMABÖE 2003; HALL/SOSKICE 2003; CROUCH 2005; HALL 2006). Aus geographischer Perspektive interessant sind das Zusammenwirken und der unterschiedliche Einfluss von Entwicklungen und Strukturen auf verschiedenen Maßstabsebenen. Während Dynamik und Richtung der Veränderungen – konkret die zunehmende Kapitalmarktorientierung – vor allem durch internationale Einflüsse und supra- bzw. internationale Akteure und Institutionen bestimmt werden, weisen regionale Institutionen und räumliche Strukturen eine recht hohe Persistenz auf. Diese Mehrebenenproblematik ist sowohl in theoretischen Konzeptionen als auch in empirischen Untersuchungen zu berücksichtigen.

Ausblick auf die Beiträge in diesem Heft

Die in diesem Themenheft versammelten Beiträge beschäftigen sich mit Fragen der Unternehmensfinanzierung, regionalen Finanz-(infra)strukturen und ihrem Zusammenhang mit regionalen Faktoren sowie mit der Rolle und Struktur von Finanzzentren. Sie weisen trotz der vorherrschenden regionalen Perspektive zahlreiche Bezüge zu nationalen und inter-

nationalen Entwicklungen im Sinne einer Mehrebenenbetrachtung auf. Damit bieten sie Ansatzpunkte für (inter)national vergleichende und gleichzeitig regionale Strukturen berücksichtigende Zugänge, die helfen, die Bedeutung von Finanzsystemen, Finanzmärkten und ihren Veränderungen für die Entwicklung regionaler und nationaler Ökonomien besser zu verstehen.

Die deutschen Unternehmen haben es den dezentral organisierten Sparkassen und genossenschaftlichen Banken zu verdanken, dass sie in der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise hinsichtlich ihrer Finanzierung über Kredite noch relativ gut aufgestellt sind. Die Sparkassen und Genossenschaftsbanken haben sich auch in Zeiten, in denen das kleinteilige Kreditgeschäft vielen größeren Banken zu wenig lukrativ erschien, nicht aus diesem Geschäft zurückgezogen, und sie spielen als Kreditgeber und Finanzdienstleister für KMU eine zentrale Rolle. Dies gilt insbesondere für eher periphere und wirtschaftsschwache Regionen, aus denen sich größere Banken teilweise sogar zurückgezogen haben. In seinem Beitrag zur Situation von Sparkassen in strukturschwachen Regionen diskutiert *Stefan Gärtner* die komplexen Zusammenhänge, die dazu beitragen, dass Sparkassen gerade in diesen Regionen im Schnitt nicht weniger erfolgreich wirtschaften als in wirtschaftsstarken Regionen. Als wichtigen Grund für diesen Befund hebt er die für Deutschland typischen vertrauensvollen und vor allem langfristigen Hausbankbeziehungen zwischen Banken (hier Sparkassen) und ihren Unternehmenskunden hervor, die einen intertemporalen Margenausgleich ermöglichen.

Einen interessanten Gegensatz zur KMU-Finanzierung in Deutschland bildet das Beispiel der Unternehmensfinanzierung in Spanien, die im Beitrag von *Michael Handke* am Beispiel der Region Alicante untersucht wird. Ebenso wie Deutschland weist Spanien ein bankbasiertes Finanzsystem auf, das aber anders als in Deutschland durch kurzfristige und transaktionsbasierte Beziehungen zwischen Banken und ihren Kunden gekennzeichnet ist. Verantwortlich hierfür sind im Zusammenhang mit nationalen Institutionen auch die Spezifika des regionalen Produktionssystems, dessen Verbindung mit dem Finanzsystem den konzeptionellen und empirischen Fokus des Beitrags bildet. Der Beitrag schließt mit einem Plädoyer für eine stärkere Berücksichtigung der über die Finanzbeziehungen vermittelten Wechselwirkun-

gen zwischen Finanz- und Produktionssystem und verweist damit auf die Relevanz von finanzgeographischen Mehrebenenanalysen für ein besseres Verständnis von Regionalentwicklung.

Auch wenn die Kreditfinanzierung für kleinere Unternehmen in Deutschlands auch in Zukunft die dominierende Finanzierungsart bleiben wird, so haben dennoch seit den neunziger Jahren verschiedene Formen der privaten Beteiligungsfinanzierung an Bedeutung gewonnen. Interessant ist, dass ähnlich wie das deutsche Banken- und Finanzsystem insgesamt auch der Markt für privates Beteiligungskapital durch eine eher dezentrale räumliche Struktur geprägt ist. Hieraus ergeben sich interessante wirtschaftsgeographische Forschungsfragen zur Bedeutung von Nähe in den Beziehungen zwischen Kapitalgebern und -nehmern sowie für das Wissensmanagement. In seinem Beitrag über die Aktivitäten von *Business Angels* gibt *Matthias Wallisch* einen detaillierten Überblick über den informellen Markt für privates Beteiligungskapital in Deutschland. Dabei zeigt er, dass das räumliche Muster von Kapitalangebot und Investitionen durch dezentrale Konzentrationen in großen Städten geprägt ist. Diese Struktur bildet die Grundlage für einen weitgehend standardisiert ablaufenden Beteiligungsprozesses, in dessen Verlauf verschiedene Formen der Nähe bedeutsam sind.

Der formelle Markt für privates Beteiligungskapital, der sich nach dem Einbruch während der New Economy-Krise 2000/2001 wieder erholt hat, und die Tätigkeit von Kapitalbeteiligungsgesellschaften stehen im Mittelpunkt des Beitrags von *Britta Klagge* und *Carsten Peter*. Aufbauend auf konzeptionellen Überlegungen zum strategischen Umgang mit Komplexität und Risiko wird untersucht, wie Kapitalbeteiligungsgesellschaften ihr Wissensmanagement mit Hilfe externer Partner und in Netzwerken unterschiedlicher räumlicher Reichweite organisieren. Dabei wird deutlich, dass die dezentrale Konzentration von Kapitalbeteiligungsgesellschaften in regionalen Finanzzentren und in Frankfurt am Main als (inter)nationalem Finanzzentrum vor allem durch Lokalisations- und Urbanisationsvorteile begründet ist. Dagegen sind für den Zugang zu finanz- und investitionsrelevantem Wissen jenseits der Suche nach konkreten Portfoliounternehmen überregionale Beziehungen in der Regel bedeutsamer. Regionale Finanzzentren stellen demnach Kno-

ten in finanzbasierten Wissensnetzen dar, wobei Kapitalbeteiligungsgesellschaften aber nur sehr eingeschränkt deren Bedeutung im Verhältnis zum nationalen Finanzzentrum, hier konkret Frankfurt am Main, aufwerten.

Das Finanzzentrum Frankfurt/RheinMain hat in den letzten Jahren nicht nur international, sondern auch im nationalen Kontext zu Lasten regionaler Finanzzentren an Bedeutung gewonnen. Die Konzentration von Finanzakteuren und -aktivitäten sowie ihre vermutete wechselseitige Verbundenheit legen es nahe, von einem Cluster zu sprechen. In seinem Beitrag stellt *Eike W. Schamp* eine kritische Bestandsaufnahme dieser Sichtweise vor. Er zeigt, dass die Anwendung des industriellen und auf regionale Zusammenhänge fokussierenden Cluster-Konzepts nicht geeignet ist, die Strukturen und Aktivitäten im Finanzzentrum Frankfurt/RheinMain und anderen internationalen Finanzzentren zu erfassen. Stattdessen schlägt er ein multiskalares Cluster-Konzept vor, welches den Beitrag und die Wechselwirkungen von Strukturen und Ressourcen auf unterschiedlichen Maßstabsebenen berücksichtigt.

Die Beiträge zu diesem Themenheft haben ihren Ursprung in Beiträgen eines Workshops zur Finanzgeographie, der im Juni 2007 in Osnabrück stattgefunden hat. Sie sind also vor bzw. zu Beginn der aktuellen Finanzkrise entstanden. Mit ihrem Fokus auf Aspekte der Unternehmensfinanzierung, auf regionale Muster und Disparitäten sowie die Orte der Finanzproduktion haben sie dennoch nicht an Aktualität verloren. Vielmehr weisen die jüngsten Entwicklungen auf den Finanzmärkten sowie bei Banken und anderen Finanzintermediären darauf hin, dass die Relevanz der behandelten Themen zukünftig auch wieder stärker auf öffentliches Interesse stoßen wird. Damit öffnet sich für die Wirtschaftsgeographie ein *window of opportunity*, das genutzt werden sollte, um wirtschaftsgeographische, vor allem maßstabs- sowie standort- bzw. regionsbezogene Beiträge zur Entwicklung von Finanzmärkten und -systemen zu leisten. Besonders vielversprechend sind dabei Betrachtungsweisen, die unterschiedliche Maßstabsebenen verknüpfen und Verbindungen mit institutionellen Ansätzen herstellen, die für Finanzaktivitäten zentrale Aspekte wie Informationsasymmetrien, Vertrauen und Koordination thematisieren. Ein solcher Zugang kann nicht nur zum besseren Verständnis von Unternehmensfinanzierung

und der Entwicklung von Finanzzentren beitragen, sondern auch die Grundlage für eigenständige wirtschaftsgeographische Perspektiven auf die aktuelle Finanzkrise und ihre Konsequenzen für regionale Ökonomien bilden.

Britta Klage, Osnabrück

Anmerkungen

- 1 Für die Durchsicht früherer Versionen dieses Beitrags sowie für viele wertvolle Hinweise danke ich *Jürgen Obenbrügge* (Hamburg), *Carsten Peter* und *Christian Wutke* (beide Osnabrück).
- 2 Die Möglichkeiten zur Finanzierung von staatlichen und kommunalen Organen sowie privaten Haushalten sind eingeschränkter; insbesondere ist die Finanzierung durch Eigenkapital ausgeschlossen, da keine Anteile erworben werden können. Durch Privatisierung öffentlicher Aufgaben bzw. die Übertragung an Kapitalgesellschaften werden diese Restriktionen zunehmend aufgehoben.
- 3 Die *Basler Akkorde* vom *Basler Ausschuss für Bankenaufsicht* bei der *Bank für internationalen Zahlungsverkehr* schlagen Regeln zur Eigenkapitalausstattung von Banken vor, die dann von den Nationalstaaten übernommen werden (können). Die aktuellen Regelungen orientieren sich an den Risiken der vergeblichen Kredite, welche wiederum von der Eigenkapitalausstattung der jeweiligen Unternehmen abhängig sind (vgl. MÜLLER et al. 2006).
- 4 Dies gilt insbesondere für die mittlerweile nur noch eingeschränkt erlaubten Leerverkäufe, bei denen der Verkäufer (noch) nicht im Besitz des verkauften Gutes (z.B. Aktien) ist und in denen es praktisch nur um den vom Verkäufer erwarteten und erhofften Preisrückgang zwischen zwei Zeitpunkten geht.
- 5 FRANKE/KRAHNEN (2008, 3) sprechen von einem „in den Verbriefungsmarkt gewissermaßen ‚eingebauten‘ Trend zur Verschlechterung der Kreditqualität“. Die Vergabe von Subprime-Krediten wurde von der US-amerikanischen Notenbank unterstützt, die mit ihrer langjährigen Niedrigzinspolitik die Kreditaufnahme für wenig solvente Haushalte zusätzlich befördert hat (vgl. z.B. SCHÄFER 2008).
- 6 Die Problematik der Rating-Agenturen besteht unter anderem darin, dass die Bewertungen der Finanzprodukte von den Anbietern selbst in Auftrag gegeben und bezahlt werden. Dies und die mögliche „Kollusion der Verbriefe und der Ratingagenturen“ spielt gerade in der aktuellen Finanzkrise eine wichtige Rolle: „Die großen Agenturen haben in den letzten Jahren vor der Krise die Hälfte ihrer Einnahmen aus dem Verbriefungsgeschäft bezogen“ (...), „es bestand ein starker Anreiz für die Agenturen, das Volumen des Verbriefungsgeschäfts auszubauen, um so höhere Einnahmen zu erzielen“. Vor diesem Hintergrund „spricht einiges dafür, dass die Ratingstandards bei Verbriefungen im Zeitablauf gelockert wurden“ (vgl. FRANKE/KRAHNEN 2008, 7; vgl. auch SCHÄFER 2008, 815).

- 7 Im Falle der aktuellen Finanzkrise sind steigende Immobilienpreise in den USA Gegenstand der Spekulation gewesen. Die amerikanischen Immobilienkredite wurden vermittelt über die Hypothekenbanken und diverse Investmentbanken sowie durch die Verbriefung der Hypothekenrisiken weltweit gehandelt. Die Abwärtsbewegung wurde durch eine wachsende Zahl von Kreditausfällen im Subprime-Sektor ausgelöst, womit die verbrieften Kredite, die bis dahin als quasi risikofreie, aber hochprofitable Wertpapiere galten, an Wert verloren. (Feld „+“ in Abb. 3).
- 8 Jüngere Beispiele für Finanzkrisen sind die US-amerikanische Sparkassen-Krise (S&L) in den achtziger Jahren, die japanische Banken- und Finanzkrise und die Asienkrise in den neunziger Jahren, die New Economy-Krise 2000/2001 sowie die aktuelle Subprime-, Finanz- und Wirtschaftskrise. Zur Dynamik von Finanzkrisen und ihren Auswirkungen auf die Realwirtschaft existieren inzwischen zahlreiche Untersuchungen (aktuell z.B. REINHART/ROGOFF 2008).
- 9 Nicht eingegangen wurde auf die bedeutende Rolle und kontroverse Debatte über öffentliche Banken, zu denen neben den Sparkassen und Landesbanken auch national agierende Institute mit jeweils spezifischen (Förder-)Aufgaben gehören (z.B. KfW, IKB). Die bedeutende Rolle öffentlicher Banken stellt eine weitere Besonderheit des deutschen Finanzsystems dar, welche im Lichte der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise einer differenzierteren Betrachtung und Bewertung bedarf.

Literatur

- ALBERT, M. (1992): Kapitalismus contra Kapitalismus. Frankfurt am Main.
- AMABLE, B. (2003): The diversity of modern capitalism. Oxford.
- BUCHTER, H./SIEREN, F. (2009): Aus der Balance geraten. China exportiert und finanziert, Amerika konsumiert. Die merkwürdige Wirtschaftssymbiose funktioniert nicht länger. Ein Handelskrieg ist nicht ausgeschlossen. In: Die Zeit, Nr. 6, 29.1.2009.
- CLARK, G. (2005): Money flows like mercury. The geography of global finance. In: Geografiska Annaler Series B, (87) 2, 99-112.
- CROUCH, C. (2005): Models of capitalism. In: New Political Economy, (10)4, 439-456.
- CROUCH, C./STREECK, W. (Eds.)(1997): Political economy of modern capitalism. Mapping convergence and diversity. London.
- DEEG, R. (2001): Institutional change and the uses and limits of path dependency: The case of German finance. Köln. (MPiFG - Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung - Discussion Paper 01/6). Internetquelle: www.mpifg.de/pu/mpifg_dp/dp01-6.pdf (5.1.2009).
- DREGER, C./KOOHNS, S./WEBER, S./ZINSMEISTER, F. (2008): Herbstgrundlinien. Realwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise beherrschbar. In: DIW Wochenbericht, (75)41, 612-624.
- ELSAS, R./KRAHNEN, J.P. (2004): Universal banks and relationships with firms. In: Krahnens, J.P./Schmidt, R.H. (Eds.): The German financial system. Oxford, 197-232.
- ERBER, G. (2008): Verbriefungen. Eine Finanzinnovation und ihre fatalen Folgen. In: DIW Wochenbericht, (75)43, 668-677.
- ESPING-ANDERSEN, G. (1990): The three worlds of welfare capitalism. Cambridge.
- FRANKE, G./KRAHNEN, J.P. (2008): Die Rolle von Anreizen für die Zukunft der Kreditverbriefung. Internetquelle: www.finance.uni-frankfurt.de/wp/1708.pdf (5.1.2009).
- HALL, P.A. (2006): Stabilität und Wandel in den Spielarten des Kapitalismus. In: Beckert, J./Ebbinghaus, B./Hassel, A./Manow, B. (Hrsg.): Transformationen des Kapitalismus. Festschrift für Wolfgang Streeck zum sechzigsten Geburtstag. Frankfurt am Main, 181-204.
- HALL, P.A./SOSKICE, D. (2003): An introduction to varieties of capitalism. In: Hall, P.A./Soskice, D. (Eds.): Varieties of capitalism. The institutional foundations of comparative advantage. Oxford, 1-68.
- HOLLINGSWORTH, J.R./BOYER, R. (1998): Coordination of economic actors and social systems of production. Hollingsworth, J.R./Boyer, R. (Eds.): Contemporary capitalism. The embeddedness of institutions. Cambridge, 1-47.
- HUFFSCHMID, J. (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg.
- KLASSE, B. (1995): Strukturwandel im Bankwesen und regionalwirtschaftliche Implikationen: Konzeptionelle Ansätze und empirische Befunde. In: Erdkunde, (49)4, 285-304.
- KLASSE, B. (2003): Regionale Kapitalmärkte, dezentrale Finanzplätze und die Eigenkapitalversorgung kleinerer Unternehmen – eine institutionell orientierte Analyse am Beispiel Deutschlands und Großbritanniens. In: Geographische Zeitschrift, (91)3-4, 175-199.
- KLASSE, B. (2004): Finanzstandort Deutschland im Wandel? Rolle und Entwicklung des deutschen Risikokapitalmarktes. In: Petermanns Geographische Mitteilungen, (148), 18-25.
- KLASSE, B./ZIMMERMANN, N. (2004): Finanzstandort Deutschland: Banken und Versicherungen. In: Institut für Länderkunde (Hrsg.): Nationalatlas Bundesrepublik Deutschland. Band 8: Unternehmen und Märkte. Heidelberg/Berlin, 60-61.
- KRAHNEN, J.P./SCHMIDT, R.H. (Eds.) (2004): The German financial system. Oxford.
- LAZONICK, W./O'SULLIVAN, M. (2000): Maximizing shareholder value. A new ideology for corporate governance. In: Economy and Society, (29)1, 13-35.
- MÜLLER, S./BRACKSCHULZE, K./MAYER-FRIEDRICH, D./ORDEMANN, T. (2006): Finanzierung mittelständischer Unternehmen. Selbststrating, Risikocontrolling und Finanzierungsalternativen. München.
- REINHART, C.M./ROGOFF, K.S. (2008): Is the 2007 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison. Cambridge, Mass. (NBER Working Paper Series, Nr. 13761). Internetquelle: [www.publicpolicy.umd.edu/news/Reinhart paper.pdf](http://www.publicpolicy.umd.edu/news/Reinhart%20paper.pdf) (5.1. 2009).

- SCHÄFER, D. (2008): Agenda für eine neue Finanzmarktarchitektur. In: DIW Wochenbericht, (75) 51/52, 808-816.
- SCHMIDT, V. (2002): The futures of European capitalism. Oxford/New York.
- SCHMIDT, R.H. (2004): Corporate governance in Germany. An economic perspective. In: Krahn, J.P./Schmidt, R.H. (Eds.): The German financial system. Oxford, 386-424.
- SCHMIDT, R.H./TYRELL, M. (2004): What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? In: Krahn, J.P./Schmidt, R.H. (Eds.): The German financial system. Oxford, 17-67.
- SCHROOTEN, M. (2008): Internationale Finanzkrise erhöht Reformdruck im Bankensektor. In: DIW Wochenbericht, (75)8, 77-82.
- SPEYER, B. (2002): Verstärkte Kapitalmarktfinanzierung statt klassischem Bankkredit? In: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft. Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken. Frankfurt am Main, 197-210.
- STORN, A. (2008): Staatsfonds. Die neuen Finanziers. In: Die Zeit, Nr. 12, 13.03.2008.
- VITOLS, S. (2004): Negotiated shareholder value: The German variant of an Anglo-American practice. In: Competition and Change, (8)4, 357-374.
- VITOLS, S. (2005a): Changes in Germany's bank-based financial system. Implications for corporate governance. In: Corporate Governance – An International Review, (13)3, 386 - 396.
- VITOLS, S. (2005b): Globalization and the transformation of the German model. In: Underhill, G. (Ed.): Political economy and the changing global order. Oxford (3rd ed.), 398 - 407.
- WARNHOLTZ, T.A. (2002): Trends in der Mezzanine-Finanzierung. In: Juncker, K./Priewasser, E. (Hrsg.): Handbuch Firmenkundengeschäft. Technologie, Rating und Risikosteuerung als Kernkompetenz der Banken. Frankfurt am Main, 298-310.
- WHITLEY, R. (2000): The institutional structuring of innovation strategies. Business systems, firm types and patterns of technical change in different market economies. In: Organization Studies, (21)5, 855-886.