

Wirtschaft und Finanzen

Enno Balz

**Finanzmarktregulierung
nach der
Finanzmarktkrise**

Enno Balz

Finanzmarktregulierung nach der Finanzmarktkrise

Enno Balz

Finanzmarktregulierung nach der Finanzmarktkrise

Vorschläge für eine Neuordnung
der internationalen Finanzarchitektur



Enno Balz war rund zehn Jahre bei mehreren namhaften Finanzinstituten – darunter die Dresdner Kleinwort und die IKB Deutsche Industrie Kreditbank – als Investmentbanker tätig und verantwortete strukturierte Kreditportfolien in Milliardenhöhe. Schon vor dem Ausbruch der Finanzkrise warnte sein Team in internen Berichten vor den Risiken, die mit strukturierten Finanzierungen einhergehen – angesichts der allgemeinen Euphorie, die in diesem Geschäftsfeld um sich gegriffen hatte, jedoch ohne Erfolg. 2005 gab Balz seine Funktion als Director Portfolio Investments auf und etablierte sich als selbständiger Berater und Gutachter in Düsseldorf.*

© Copyright 2011 by Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Produktion: Der Setzkasten GmbH, Düsseldorf
Printed in Germany 2011
ISBN: 978-3-86593-150-4
Bestellnummer: 13255

Alle Rechte vorbehalten, insbesondere die des öffentlichen Vortrages,
der Rundfunksendung, der Fernsehausstrahlung,
der fotomechanischen Wiedergabe, auch einzelner Teile.

* Stand: April 2010

Der Autor*

Der Autor, Enno Balz, arbeitet als selbständiger Berater und Gutachter in Düsseldorf. Gleichzeitig promoviert Herr Balz derzeit an der TU Darmstadt zum Thema „Risikomanagement bei Engagements in strukturierte Kreditprodukte“. Nach Abschluss des Studiums der Volks- und Betriebswirtschaftslehre begann er 1998 bei der Landesbank Rheinland-Pfalz, wo er das Corporate Finance-Team aufbaute. 2001 wechselte er in die Corporate Finance Division von Dresdner Kleinwort in Frankfurt und London. Von 2002 bis 2005 arbeitete er bei der IKB Deutsche Industriebank, wo er im Bereich Treasury das Investment Portfolio-Team mit neun Mitarbeitern aufbaute und leitete. Zu seinen Aufgaben gehörte die Auswahl der Investments, die Festlegung der Investmentrichtlinien, der Aufbau der Personalressourcen sowie der IT-Infrastruktur. Enno Balz war für ein strukturiertes Kreditportfolio mit einem Volumen von rund zehn Milliarden Euro verantwortlich. Er verließ die IKB Deutsche Industriebank als Director Portfolio Investments im Dezember 2005. In internen Berichten hatte sein Team schon vor dem Ausbruch der US-Subprimekrise auf die mit strukturierten Finanzierungen verbundenen Risiken und ihre möglichen Auswirkungen auf die Portfoliostrategie der Bank hingewiesen.¹ Presseberichten ist zu entnehmen, dass ein Großteil der krisenbetroffenen Papiere im IKB-Portfolio in 2006 und 2007 verhandelt wurden.²

* Stand: April 2010.

1 Vgl. Hierzu „California dreamin“, erschienen im Handelsblatt am 21.08.2007.

2 Vgl. Hierzu „Erste Papiere der IKB-Bank fallen aus“, erschienen in der FAZ am 29.11.2007.

Inhaltsverzeichnis

Der Autor	5
Abbildungsverzeichnis	9
Abkürzungsverzeichnis	11
Vorwort	13
Einleitung	15
1 Verlauf der Finanzkrise	19
1.2 Kollaps der Geldmärkte	21
1.3 Spiralen des Schreckens	24
1.3.1 Die Insolvenzspirale	25
1.3.2 Die Illiquiditätsspirale	28
1.4 Wirtschaftlicher Stillstand	30
2 Ursachen der Finanzkrise	35
2.1 Schuldeninduziertes Wachstum	35
2.2 Erhöhte strukturelle Risiken im Bankensektor	42
2.3 Liquiditätsschwemme im Finanzsektor	49
2.4 Der Staat als Retter in letzter Instanz	50
2.5 Fehlender unabhängiger Sachverstand	52
3 Innovative Finanzprodukte – Bedeutung und Wirkung	57
3.1 Asset-Backed Securities (ABS)	57
3.1.1 Motivation von ABS-Transaktionen	60
3.1.2 ABS-Struktur	62
3.1.3 Funktionsweise und Risikoprofil einer ABS-Transaktion	65
3.1.4 Der Verkauf von ABS-Tranchen	67
3.2 Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)	68
3.3 Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	71
3.4 Collateralized Loan Obligation (CLO)	73
3.5 Collateralized Debt Obligation (CDO)	73
3.6 Asset-Backed Commercial Papers (ABCP)	75
3.7 Credit Default Swap (CDS)	77
3.8 Verbriefungen zur Lösung der Kreditklemme?	82

4 Unerwünschte Phänomene der Finanzkrise	87
4.1 Einfluss von Bankinsolvenzen auf die Wirtschaft	87
4.2 Sozialisierung der Verluste	88
4.3 Hohe Abhängigkeit vom Finanzsektor	90
4.4 Fehlende persönliche Verantwortung	90
5 Erneuerung der Finanzmarktregulierung	93
5.1 Politischer Konsens zur Abkehr vom schuldeninduziertem Wachstum	93
5.2 Entzug (impliziter und expliziter) Staatsgarantien für Banken	95
5.3 Einzelbankrisiken minimieren	96
5.3.1 Erhöhung der Kapitalbasis	97
5.3.2 Limitierung der Liquiditätsrisiken	99
5.3.3 Vermeidung der Prozyklizität von Basel II	100
5.3.4 Persönliche Verantwortung stärken	101
5.3.5 Änderung der Rechnungslegungsvorschriften	103
5.3.6 Keine Regulierung auf der Grundlage stichtagsbezogener Kennzahlen	104
5.4 Systemische Bankrisiken minimieren	104
5.4.1 Zentrale Gegenpartei für Derivate	104
5.4.2 Verkleinerung des Interbankenmarktes	105
5.4.3 Erstellung von Insolvenzablaufplänen	106
5.4.4 Ratingagenturen regulieren	107
5.5 Paradigmenwechsel in der Finanzmarktregulierung	108
5.5.1 Einführung eines systemischen Regulierungsansatzes	108
5.5.2 Zentrale Regulierungsbehörden	110
5.5.3 Substantielle statt formale Überwachung	111
5.5.4 Mehr Fachpersonal	112
5.5.5 Internationale Kooperation	112
5.6 Makroökonomischer Anpassungsprozess	114
6 Fazit und Ausblick	117
Literaturverzeichnis	119
Über die Hans-Böckler-Stiftung	125

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Entwicklung des DAX-Aktienindex	14
Abbildung 2:	Reaktionen auf die Finanzkrise an den weltweiten Kreditmärkten	15
Abbildung 3:	Entwicklung der Kapitalmarktzinsen	17
Abbildung 4:	Verlauf der Risikoprämien an den Geldmärkten	18
Abbildung 5:	Die Insolvenzspirale	19
Abbildung 6:	Verluste von Banken und Kapitalerhöhungen	20
Abbildung 7:	Preisverfall von ABS-Papieren	21
Abbildung 8:	Die Illiquiditätsspirale	22
Abbildung 9:	Erhöhte Abhängigkeit europäischer Banken vom Geldmarkt	23
Abbildung 10:	Verfall des IFO-Geschäftsklimaindexes	24
Abbildung 11:	Entwicklung des BIPs in Deutschland	25
Abbildung 12:	Einfluss des Kreditvolumens auf das Bruttoinlandsprodukt in den USA	28
Abbildung 13:	Sicherheitsmargen für Hedge Fonds	31
Abbildung 14:	Entwicklung des Kreditvolumens in den USA	32
Abbildung 15:	US Zentralbankzinsen seit 1954 (Fed Funds Rate)	33
Abbildung 16:	Historische Wachstumsraten der US-Banken	34
Abbildung 17:	Erhöhtes Risiko bei US-Banken	36
Abbildung 18:	Bilanzausweitung bei europäischen Banken	37
Abbildung 19:	Fristentransformation und Margenverfall bei Banken	38
Abbildung 20:	Vergleich der Geschäftsbanken in Europa und den USA	39
Abbildung 21:	Bilanzvolumen britischer Banken im Verhältnis zum BIP (in Prozent)	40
Abbildung 22:	Entwicklung der Leistungsbilanzen weltweit	41
Abbildung 23:	Anteil der Banken an Emissionen von Staatsanleihen in den USA, England und Ländern der Eurozone	45
Abbildung 24:	Beispielhafte Bilanz einer ABS-Zweckgesellschaft	47
Abbildung 25:	Ratingskala	48
Abbildung 26:	Bank als Intermediär zwischen Kapitalmarkt und Kreditnehmer	50
Abbildung 27:	Wirtschaftlichkeit einer ABS-Transaktion	54
Abbildung 28:	Entwicklung der Häuserpreise in den USA und Großbritannien	58
Abbildung 29:	Emissionsvolumen des US CMBS Marktes (in Mrd. USD)	61

Abbildung 30: Bilanz einer ABCP-Zweckgesellschaft	64
Abbildung 31: Vergleich der Zahlungsströme eines Credit Default Swaps und einer Anleihe	65
Abbildung 32: Verlauf des itraxx-Indexes	67
Abbildung 33: Darstellung einer Tranche auf den itraxx-Index	69
Abbildung 34: Vergleich der Finanzierungskosten von Banken und Unternehmen	72
Abbildung 35: Historische Eigenkapitalrendite der Banken	76
Abbildung 36: Einfluss von Bankenkrisen auf die Dauer und Schwere von Rezessionen	94

Abkürzungsverzeichnis

ABCP	Asset Backed Commercial Paper(s)
ABS	Asset Backed Security
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Bonn und Frankfurt am Main
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsverkehr, Basel
Bloomberg	Bloomberg L.P., New York (Informationsanbieter für Marktdaten)
BP	Basispunkte (1 BP = 0,01%)
CBO	Collateralized Bond Obligation(s)
CDO	Collateralized Debt Obligation(s)
CDS	Credit Default Swap(s)
CDX	CDS-Indizes, die Unternehmen aus Nordamerika und aus den Schwellenländern enthalten
Citi	Citibank, New York
CLN	Credit Linked Note
CLO	Collateralized Loan Obligation(s)
CMBS	Commercial Backed Securities
CP	Commercial Paper(s)
CRE	Commercial Real Estate
DAX	Deutscher Aktienindex
EUR	Euro
EZB	Europäische Zentralbank
FED	Federal Reserve System
FX	Foreign Exchange
Fitch	Fitch Ratings Ltd.
GBP	Britisches Pfund
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IKB	IKB Deutsche Industriebank AG, Düsseldorf
ISDA	International Swaps and Derivatives Association, New York
iTraxx	CDS-Indizes, getrennt nach Regionen
IWF	Internationaler Währungsfonds
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen

Lehman Ltd.	Lehman Brothers Inc., New York Limited
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MarkIT	Informationsanbieter für Marktdaten
Merrill	Merrill Lynch & Co. Inc., New York
Mio.	Million(en)
Moody's	Moody's Investor Service
Mrd.	Milliarde(n)
NBER	National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA
OTC	over-the-counter
Reuters	Informationsanbieter für Marktdaten
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
S&P	Standard & Poor's
SachsenLB	Landesbank Sachsen AG, Leipzig
SIV	Structured Investment Vehicle
SolvV	Verordnung über die angemessenen Eigenmittelausstattung von Instituten, Institutsgruppen und Finanzholding-Gruppen (Solvabilitätsverordnung)
SPV	Special Purpose Vehicle
TEUR	Tausend Euro
USD	US-Dollar

Vorwort

Vielleicht haben wir diese Finanzmarktkrise gebraucht, um uns wieder einiger Grundüberzeugungen bewusst zu werden, die uns in die Krise geführt haben. Zu diesen Grundüberzeugungen gehört die Selbstverständlichkeit, mit der im privatwirtschaftlichen und öffentlichen Sektor Aktivitäten kreditfinanziert wurden. Dabei ist weniger die Tatsache als solche zu kritisieren als vielmehr die Größenordnung, die dieser „Scheck auf unsere Zukunft“ angenommen hat, weil große Teile dieses Schecks voraussichtlich nicht durch eine entsprechend hohe künftige Wirtschaftsleistung gedeckt werden können. An verschiedenen Stellen seiner Analyse wird der Autor dieser Broschüre daher sinngemäß formulieren: Die gängige Praxis des schuldenfinanzierten Wachstums ist so nicht fortsetzbar.

Zu den Krisen verursachenden Grundüberzeugungen gehört aber auch unsere Einstellung zu Geld bzw. Kapital als Maßstab für gesellschaftlichen Erfolg und Misserfolg. Der Nobelpreisträger Joseph E. Stiglitz formulierte das kürzlich so: „Es ist doch offensichtlich, dass der Finanzsektor nicht nur unsere Wirtschaft verzerrt hat, sondern auch unsere Werte. (...) wir geben jungen Menschen nicht die richtigen Anreize, wenn man als Banker mit dem Verkauf von schlechten Finanzprodukten ein Vielfaches von dem verdient, was Wissenschaftler, Ärzte oder Lehrer für Arbeit von viel höherem gesellschaftlichem Nutzen bekommen. (...) Deswegen brauchen wir eine Debatte darüber, inwieweit wir der Wirtschaft weiterhin erlauben wollen, unsere Gesellschaft zu prägen – und inwieweit es umgekehrt sein soll“.³

Diese Debatte hat begonnen. Appelle an moralisches Verhalten und freiwillige Konzepte allein werden aber nicht ausreichen, um Krisen dieses Ausmaßes künftig zu verhindern. Das haben unverändert bestehende Fehlanreize im Finanzsystem, die zu hohen Bonuszahlungen von Investmentbanken nur kurze Zeit nach Ausbruch der Krise geführt haben, schon gezeigt.

Um zu gewährleisten, dass Finanzmarktakteure Gemeinwohlbelange in ihren Entscheidungen berücksichtigen, bleibt nur die Möglichkeit, dass die Regierungen entsprechende gesetzliche Rahmenbedingungen schaffen. Das erfordert nicht zwingend mehr, aber eine bessere Regulierung der Kapitalmärkte.

Alexandra Krieger

Hans-Böckler-Stiftung

Leiterin Referat Wirtschaft I

3 Joseph Stiglitz, „Geld wurde Maßstab für richtig und falsch“, Hannoversche Allgemeine Zeitung vom 21.4.2010, S. 11.

Einleitung

Die Finanzkrise hat seit ihrem Ausbruch im Sommer 2007 das Leben vieler Menschen nachhaltig beeinflusst. In einem bisher unbekanntem Ausmaß hat sie nahezu alle Länder der westlichen Welt gleichermaßen getroffen. Viele Menschen haben den Verlust ihres Arbeitsplatzes oder Vermögens erlitten. Die Staaten mussten sich noch weiter verschulden, um Schlimmeres zu verhindern. Insgesamt haben die Rettungsmaßnahmen in den USA und Europa ein Volumen von 14 Billionen USD erreicht.⁴ Das entspricht einem Viertel des jährlichen Welt-Bruttosozialproduktes und betrifft nur die Rettungsmaßnahmen für Banken und nicht die diversen fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft – ein historisch nie da gewesenes Ausmaß an Staatshilfen für den Bankensektor. Diese Maßnahmen bleiben nicht ohne Folgen; viele G7-Industriestaaten müssen mittlerweile höhere Zinsen für Kredite bezahlen als vor der Krise.

Trotzdem bleibt zu befürchten, dass die Folgen für viele Menschen erst in der Zukunft sichtbar werden, wenn zum Beispiel nicht mehr ausreichend finanzielle Mittel im Bildungs- und Gesundheitssektor zur Verfügung stehen, weil sie für die Rückzahlung der im Rahmen der Krisenbekämpfung aufgenommenen Schulden verwendet werden müssen.

Von vielen Seiten und aus allen politischen Lagern wird die Gier der Banker als die Hauptursache für die Krise herausgestellt sowie die von ihnen erfundenen Verbriefungen, die insbesondere in Deutschland bei vielen Banken hohe Verluste verursacht haben. Es ist verständlich, dass die Öffentlichkeit Verantwortliche für dieses Desaster benannt und zur Rechenschaft gezogen wissen möchte. Allerdings lenkt diese Diskussion von denjenigen Themen ab, deren Bearbeitung für die Vermeidung künftiger Krisen wichtiger wäre. Aktuell scheint es vielmehr darum zu gehen, „Opfer“ und „Buße“ von den vermeintlichen „Tätern“ zu erlangen, als darum, künftige Krisen zu vermeiden.

In dieser Hinsicht birgt der bisherige Verlauf der Diskussion die große Gefahr, dass sich eine derartige Krise wiederholt oder – schlimmer noch – dass wir uns gar nicht von dieser Krise erholen. Diese Meinung vertreten auch bedeutende Investoren, wie zum Beispiel Mohamed El-Erian, Vorstandsvorsitzender der zur

4 Andrew Haldane, Piergiorgio Alessandri, „Banking On The State“, Bank of England, November 2009.

Allianz-Gruppe gehörenden US-Vermögensverwaltung Pimco, dem weltweit größten Investor in Anleihen von Staaten und Unternehmen.⁵

Die wichtigste Lehre aus der Finanzkrise sollte nicht sein, dass einige wenige Bankmanager die Finanzkrise verursacht haben. Viel entscheidender ist, dass sie es konnten!

Die Bankmanager haben in der Regel gegen keine Gesetze oder aufsichtsrechtliche Vorgaben verstoßen. Außerdem haben sie in vielen Fällen den Anforderungen der Aktionäre nach mehr Rendite entsprochen. Bei allen Vorwürfen darf zudem nicht vergessen werden, dass oftmals gilt „Hinterher sind alle klüger“. Bis Ende 2006 war es weltweit die verbreitete Auffassung, dass die Finanzwelt eine bisher nie da gewesene Stabilität erreicht hat. Auf dieser Basis haben die meisten Beteiligten gehandelt. Der folgende Textauszug gibt eine Darstellung der vor der Krise allgemein verbreiteten Sichtweise wieder.

„Es gibt die wachsende Erkenntnis, dass die Verteilung von Kreditrisiken durch Banken an eine breitere Investorengruppe, an Stelle der Hortung der Risiken auf der eigenen Bilanz, geholfen hat, das Banken- und Finanzsystem widerstandsfähiger zu machen.

Diese erhöhte Widerstandsfähigkeit wird untermalt durch geringere Insolvenzen von Banken sowie geringere Ausfallrückstellungen. Folglich sind Geschäftsbanken heutzutage weniger anfällig gegen wirtschaftliche Schocks“.

Quelle: IWF, „Global Financial Stability Report“, April 2006

Die aktuelle Diskussion über Steuern auf die Boni der Bankmitarbeiter und Straf-abgaben der Banken bergen die große Gefahr, dass wir von den wirklich notwendigen Reformen abgelenkt werden. Diese Reformen sind *Conditio sine qua non*, um das Finanzsystem stabiler zu machen und vergleichbare Finanzkrisen künftig zu vermeiden. Hierin liegt die größte Gefahr für die Zukunft, denn nicht die Gier hat eine solche Krise möglich gemacht. Vielmehr waren es fehlerhafte oder fehlende Regeln, die diese Gier nicht kontrollieren konnten. Die Gier als menschliche Verhaltensweise hat es immer gegeben, und es wird sie sicher auch weiterhin geben. Die Geschichte sollte uns gelehrt haben, dass Verhaltensweisen von Menschen sich nur in einem geänderten Umfeld (bzw. Regelwerk) ändern. Aus diesem Grund sollte hierauf der Fokus der Reformanstrengungen liegen.

5 Vgl. hierzu Mohamed El-Erian, „US bank tax has merits but lacks real financial clout“, *Financial Times*, 19. 01. 2010.

Diese Problematik wird derzeit intensiv in der angelsächsischen Finanzpresse diskutiert. Die US-Wirtschaftsprofessoren Peter Boone und Simon Johnson weisen darauf in einer sehr deutlichen Sprache hin:

„Anstatt die gefährlichen, systemischen Fehlfunktionen in unserem Finanzsystem anzuerkennen, schlagen die Staatslenker nur Pflaster vor, die – bestenfalls – den Ausbruch einer weiteren, vermutlich noch größeren, Krise auslösen wird.

Es herrscht die wachsende Erkenntnis, dass das Finanzsystem sich in einem verhängnisvollen Zyklus befindet. Wann immer es zusammenbricht, verlassen wir uns auf billiges Geld und Steuergelder, um es zu retten. Diese Antwort lehrt den Finanzsektor eine einfache Lektion: Gehe hohe Risiken für eine gute Bezahlung ein und mach Dir keine Sorgen über die Kosten – denn die zahlt der Steuerzahler (durch Rettungspakete), der Sparer (durch Null-Zinsen) und viele Arbeiter (durch Arbeitsplatzverlust)“.

Quelle: Peter Boone, Professor an der London School of Economics und Partner des Hedge Fonds Salute Capital Management; Simon Johnson, Professor an der MIT Sloan School und Fellow am Peterson Institute for International Economics; „A bank levy will not stop the doomsday cycle“ in Financial Times, 19.01.2010.⁶

Das vorliegende Arbeitspapier soll dazu beitragen, die politische Diskussion auf die wesentlichen Punkte zu fokussieren, um das Auftreten einer weiteren – vielleicht noch schwereren Krise – zu vermeiden.

Hierzu wird in **Kapitel 1** der Verlauf der Finanzkrise noch einmal skizziert. In vielen Publikationen finden sich diesbezüglich oft fehlerhafte oder unvollständige Darstellungen, die hier berichtet werden sollen. **Kapitel 2** geht tiefer auf die Ursachen der Finanzkrise ein, um auf dieser Grundlage ein neues Regelwerk für Banken zu entwerfen. In **Kapitel 3** werden die Bedeutung und Wirkung der Finanzprodukte erläutert, die maßgeblich mit dem Eintreten der Finanzkrise verbunden werden. Das betrifft insbesondere die Verbriefungen. **Kapitel 4** zählt alle unerwünschten Phänomene der Finanzkrise auf, die künftig vermieden wer-

6 Der Originaltext lautet: „Rather than recognising the dangerous systemic failures in our financial system, their leaders [US-, UK- und Europäische Regierungen, Anm. d. Verf.] are proposing bandages that can – at best – only postpone another, possibly much larger, meltdown. There is growing recognition that our financial system is running a doomsday cycle. Whenever it fails, we rely on lax money and fiscal policies to bail it out. This response teaches the financial sector a simple lesson: take large gambles to get paid handsomely, and don't worry about the costs – they will be paid by taxpayers (through fiscal bail-outs), savers (through interest rates cut to zero) and many workers (through lost jobs)“.

den sollen. Den Hauptteil des Arbeitspapiers bildet **Kapitel 5** zur Reform der Finanzmarktregulierung. Hier werden detailliert Maßnahmen aufgezeigt, durch die künftige Krisen vermieden werden können. Am Ende dieses Kapitels werden die wichtigsten Aufgaben in einem übersichtlichen Fünf-Punkte-Plan zur Finanzmarktregulierung zusammengefasst.

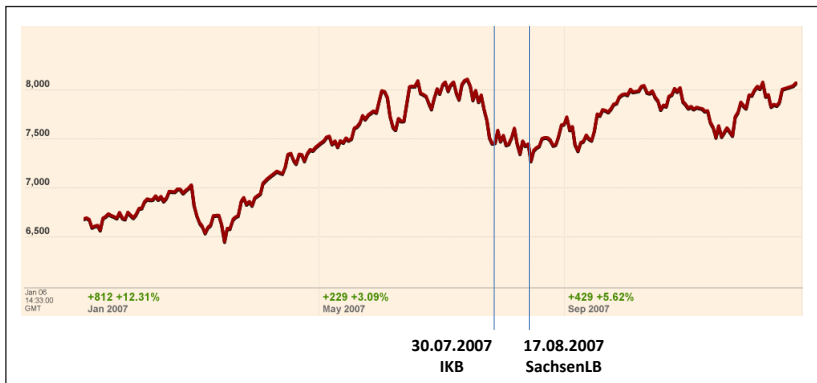
Die Finanzkrise hat jedoch nicht nur Fehler in den Regeln und Gesetzen der Finanzmärkte, sondern auch ein weiteres Dilemma im aktuellen Wirtschaftsgeschehen offen gelegt: Das Fehlen langfristig orientierter Stakeholder in Unternehmen und Banken. Nicht nur die Anstellungsdauer eines Geschäftsführers hat sich in den vergangenen Jahren stark verkürzt, auch die Haltedauer von Aktien eines Unternehmens durch Investoren. Hinzu kommt, dass der klassische Unternehmer oder Bankier immer seltener wird. Somit gibt es zunehmend Unternehmen und Banken ohne langfristige Orientierung in der Geschäftsführung sowie auf der Eigentümerseite. Das kann schädlich sein, wenn durch eine kurzfristige Ausrichtung des Unternehmens in wenigen Jahren die Profitabilität erhöht wird, z. B. durch Übernahme hoher langfristiger Risiken (wie bei Banken) oder durch fehlende Investitionstätigkeit (bei Industrieunternehmen). Hierdurch kann die Substanz des Unternehmens angegriffen und gesunde Unternehmen können in wenigen Jahren zu Insolvenzfällen werden.

In diesem Umfeld sind die Mitarbeiter und ihre Interessenvertretungen im Aufsichts- und Betriebsrat oft die einzigen langfristig orientierten Stakeholder in Unternehmen und Banken. In der Krise liegt daher auch die Chance, dass sie ihre Mitbestimmungsrechte künftig stärker nutzen und das Vakuum füllen, das andere ehemals langfristig orientierte Interessengruppen hinterlassen haben. Diese Entwicklung kann durch Kenntnisse und Erfahrungen im Bereich Finanz- und Kapitalmärkte befördert werden. Dieses Arbeitspapier soll daher auch Betriebs- und Aufsichtsräten in Banken und Finanzinstituten Hilfestellung geben beim Verständnis für die Herausforderungen, mit denen die von ihnen überwachten Institute konfrontiert sind.

1 Verlauf der Finanzkrise

Für die breite Öffentlichkeit hat die Finanzkrise wahrscheinlich am 30. Juli 2007 begonnen. Damals gab die IKB Deutsche Industriebank AG offiziell bekannt, dass sie quasi „über Nacht“ insolvent geworden ist und nur durch ein Milliarden-schweres Rettungspaket vor dieser Insolvenz bewahrt werden konnte. Nur einige Tage später, am 17. August 2007 folgte die SachsenLB mit einer vergleichbaren Meldung.

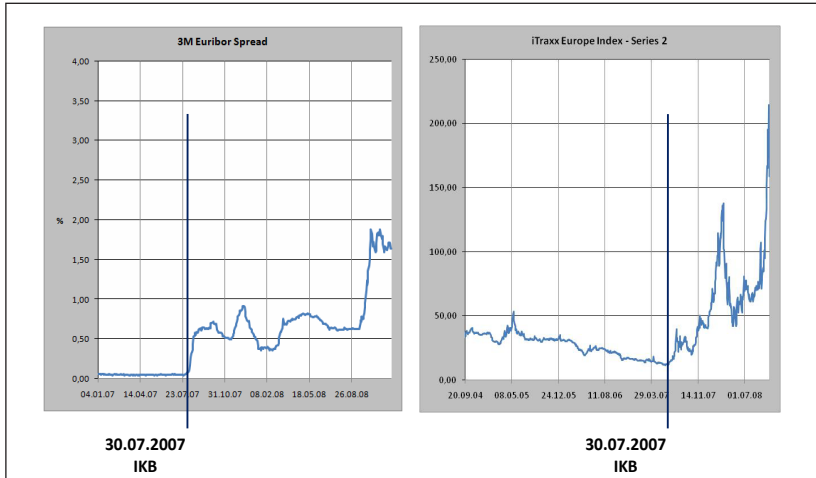
Abbildung 1: Entwicklung des DAX-Aktienindex



Quelle: Financial Times

An den Aktienmärkten hatten diese Meldungen nur einen geringen Einfluss, wie die obige Abbildung zeigt. Erheblich größer war jedoch die Reaktion an den weltweiten Kreditmärkten, wie die folgende Abbildung zeigt.

Abbildung 2: Reaktionen auf die Finanzkrise an den weltweiten Kreditmärkten



Quelle: Bloomberg

Diese beiden Ereignisse können sicherlich als die ersten Anzeichen einer Kette von Ereignissen betrachtet werden, die seitdem als „die Finanzkrise“ subsumiert werden. Bei genauerer Betrachtung stellt sich heraus, dass diese Ereignisse dazu beigetragen haben, dass strukturelle Risiken in weltweiten Finanzsystemen und insbesondere im Bankensystem schlagend geworden sind. Diese Risiken haben sich seit den 1980er Jahren aufgebaut und bestehen trotz – oder gerade wegen – aller Rettungsmaßnahmen weiterhin. Jeder Ansatz zur Überarbeitung der Finanzmarktregulierung sollte sich aus diesem Grund nicht nur mit den unerwünschten Phänomenen der Finanzkrise auseinandersetzen, sondern vor allem die strukturellen Probleme und Risiken im Finanzsystem adressieren, die sich scheinbar unbemerkt über Jahrzehnte aufbauen konnten.

Bankinsolvenzen „über Nacht“

Im Juli und August 2007 sind mit der IKB Deutsche Industriebank sowie der SachsenLB zwei deutsche Banken „über Nacht“ zum Sanierungsfall geworden. Beiden Banken wurden von den internationalen Ratingagenturen zuvor sehr geringe Risiken bescheinigt.⁷ Außerdem wurden bei beiden Banken von Seiten der Aufsichtsbehörden keine besonderen Risiken festgestellt. Vor diesem Hintergrund ist die Verunsicherung verständlich, die dieses Ereignis bei vielen Investoren weltweit ausgelöst hat. Jeder Investor auf der Welt stellte sich die Frage, welche Bank als nächstes unvorhergesehen zum Sanierungsfall werden könnte.

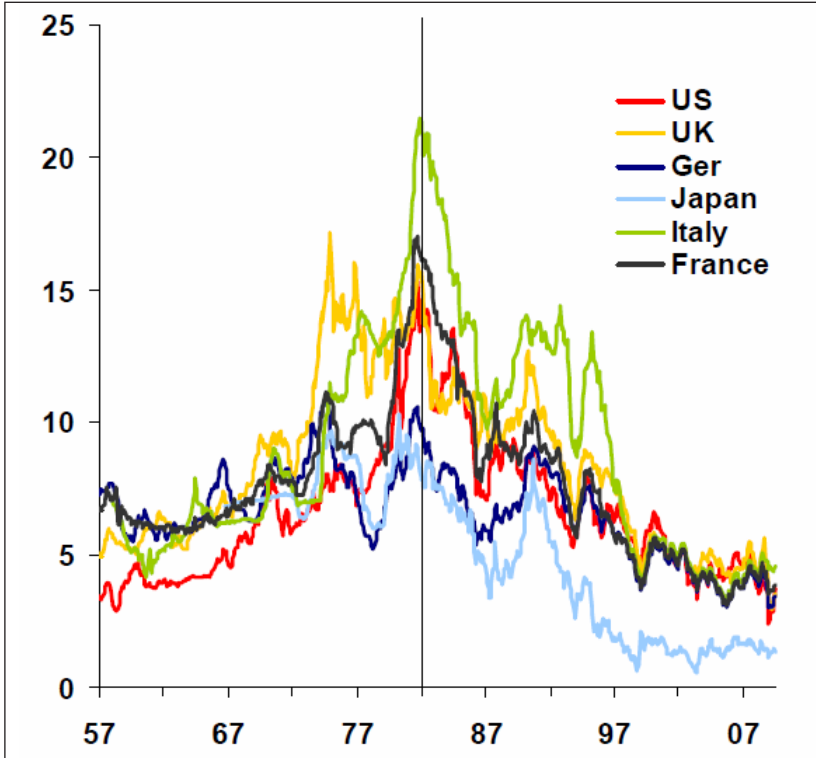
7 Zum Zeitpunkt der Rettungsaktionen betrug das Rating der Ratingagentur Moody's für die IKB Aa3 und das für die SachsenLB A1. Mit diesem Rating lagen beide Banken hinsichtlich ihrer Kreditwürdigkeit im oberen Mittelfeld im weltweiten Vergleich mit anderen Banken.

Das hatte zur Folge, dass insbesondere auf den Märkten für kurzfristige Geldanlagen, dem so genannten Geldmarkt, die Investoren sehr zurückhaltend geworden sind. Dieser Markt ist aufgrund seiner kurzfristigen Anlagedauer sehr schnelllebig und daher sehr abhängig vom Vertrauen der Investoren in die Zahlungsfähigkeit der Schuldner. Die Anlagedauer reicht von einigen Tagen bis zu neun Monaten. Am Geldmarkt legen hauptsächlich institutionelle Investoren Geld an, das nicht langfristig angelegt werden kann, da es kurzfristig benötigt wird oder benötigt werden könnte. Typische Investoren am Geldmarkt sind zum Beispiel Stadtkämmerer oder Unternehmen, die laufend Liquidität vereinnahmen (durch Steuereinnahmen oder Umsatzerlöse) und zu einem bestimmten Zeitpunkt mit hohen Ausgaben rechnen müssen, z. B. für Löhne und Gehälter.

1.2 Kollaps der Geldmärkte

Die typischen Geldmarktinvestoren haben keine Ressourcen für eine tiefgehende Kreditanalyse. Denn die Kosten für diese Analyse lassen sich aus den mit der kurzfristigen Anlage erzielten geringen Erträgen nicht erwirtschaften. Das gilt umso mehr während einer Niedrigzinsphase, wie sie seit Mitte der 1990er Jahre in den USA und Europa besteht.

Abbildung 3: Entwicklung der Kapitalmarktinzsen

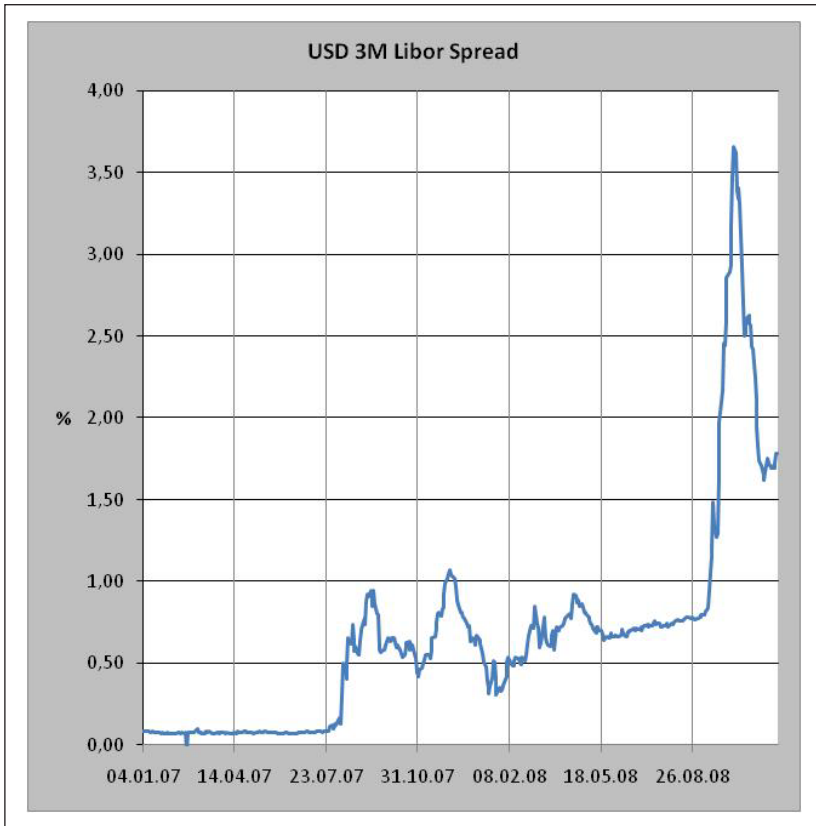


Quelle: Reuters Ecowin

In Ermangelung eigener Analysen reagieren die Investoren an den Geldmärkten sehr sensibel auf Anzeichen, die an einer Rückzahlung ihrer Kapitalien Zweifel aufkommen lassen. Dieser Vertrauensverlust begann mit den Rettungsaktionen der IKB und der SachsenLB. Seinen Höhepunkt an den weltweiten Geldmärkten hatte er mit der Insolvenz der US-Bank Lehman Brothers im September 2008 erreicht. Bis zu diesem Zeitpunkt haben alle Investoren darauf vertraut, dass eine Bankeninsolvenz zwar sehr unerwartet eintreten könnte, aber eine Rettung durch den Staat Verluste auffangen würde. Die bewusst unterlassene Rettung von Lehman Brothers hat dieses Vertrauen vernichtet und zu einem Streik der Investoren für kurzfristige Bankpapiere geführt. Die Preise für die kurzfristige Finanzierung von Banken stiegen daraufhin stark an, und gleichzeitig trocknete die Liquidität am Interbankenmarkt aus. Das bedeutet, dass selbst wenn eine Bank bereit gewesen

wäre, diese stark erhöhten Preise zu bezahlen, sie kaum einen Kapitalgeber zur Deckung ihres kurzfristigen Kapitalbedarfs gefunden hätte.

Abbildung 4: Verlauf der Risikoprämien an den Geldmärkten ⁸



Quelle: Bloomberg

⁸ Gemessen an der Differenz zwischen dem kurzfristigen Interbankzinssatz (Euribor) und dem Zentralbankzinssatz.

1.3 Spiralen des Schreckens

Der Kollaps an den Geldmärkten in den USA und Europa hatte sehr heftige Auswirkungen auf die großen Geschäftsbanken in diesen Wirtschaftsräumen. Damals haben viele Banken auf die ständige Verfügbarkeit von Liquidität an den Geldmärkten vertraut und ihr Geschäftsmodell daraufhin ausgerichtet. Dadurch entstand eine starke Abhängigkeit vieler Banken von der kurzfristigen Verfügbarkeit von finanziellen Mitteln am Geldmarkt. Dieses Phänomen wird in der Finanzwelt als „Fristentransformation“ bezeichnet, da langfristige Kredite und Wertpapiere mit kurzfristigen Darlehen finanziert werden. Das bedeutet zwangsläufig, dass die Banken regelmäßig neue Kredite aufnehmen müssen, wenn die kurzfristige Finanzierung ausläuft. Diese Fristentransformation unternahmen Banken in großem Umfang sowohl auf der eigenen Bilanz als auch außerhalb ihrer Bilanz mit Hilfe von Zweckgesellschaften, deren Risiken sie jedoch in Form von sogenannten „Eventualverbindlichkeiten“ vollständig übernahmen.⁹

Aufgrund dieser Abhängigkeit der Banken von den Geldmärkten, hatte der Kollaps der Geldmärkte eine akute Geldknappheit bei nahezu allen großen Geschäftsbanken in den USA und Europa zur Folge. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass der Eindruck, die Bank „hätte immer Geld“ falsch ist. Banken besitzen nur zu einem sehr geringen Prozentsatz eigenes Geld in Form von Eigenkapital. Den größten Teil des Geldes, welches Banken als Kredit ausgeben, müssen sie sich am Kapitalmarkt bei Investoren oder über die Spareinlagen ihrer Kunden leihen. Die Verknappung von Liquidität für die Banken setzte zwei für viele Banken Existenz gefährdende Ereignisketten in Gang.

⁹ Die Zweckgesellschaften der IKB und der SachsenLB sind hierfür gute Beispiele.

1.3.1 Die Insolvenzspirale

Abbildung 5: Die Insolvenzspirale



- Verluste: Die Banken müssen aufgrund der Liquiditätsknappheit langfristige Wertpapiere, insbesondere ABS-Papiere¹⁰, verkaufen, um die dringend benötigte Liquidität zu erhalten. Das führt zu einem Preisverfall dieser Wertpapiere und erzeugt somit Marktwertverluste auf der Bilanz der Banken.
- Kapitalerhöhung: Um die durch die Verluste stark reduzierte Eigenkapitalbasis der Banken wieder zu erhöhen, führen viele Banken Kapitalerhöhungen durch.

¹⁰ Vgl. hierzu Kapitel 3.

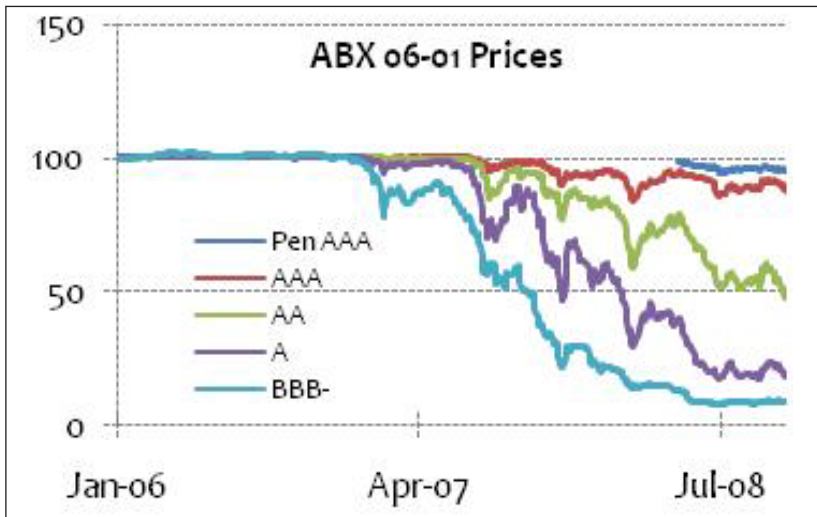
Abbildung 6: Verluste von Banken und Kapitalerhöhungen

	Abschreibung	Kapitalerhöhung
Weltweit	965,8	871,2
Amerika	664,2	523,6
Europa	271,6	301,9
Asien	30	45,8

Quelle: Bloomberg

- **Erzwungene Verkäufe:** Die weiterhin bestehende Liquiditätsnot führt zu weiteren Verkäufen von Wertpapieren, insbesondere von ABS-Papieren.
- **Fallende Aktienkurse:** Die hohen Verluste und Kapitalerhöhungen führen zu sinkenden Kursen der Bankaktien. Insbesondere Hedge Fonds nutzen diese Situation, indem sie durch so genannte „Leerverkäufe“ die Kurse von Bankaktien weiter unter Druck setzen. In diesem Fall leihen sich Hedge Fonds die Bankaktien von anderen Investoren und verkaufen sie an der Börse in der Hoffnung, die gleichen Aktien in einigen Wochen zu niedrigeren Kursen zurückzukaufen und mit Gewinn an die Aktien-Verleiher zurückgeben zu können.
- **Marktwertverluste:** Die erzwungenen Verkäufe führen zu weiter sinkenden Kursen für die verkauften Wertpapiere. Das betrifft insbesondere ABS-Papiere sowie Unternehmensanleihen.

Abbildung 7: Preisverfall von ABS-Papieren



Quelle: Bloomberg

- **Bewertungsunsicherheit:** Die Preisfeststellung für große Teile der auf den Bankbilanzen befindlichen Vermögensgegenstände wird zunehmend schwieriger, aufgrund des immer illiquider werdenden Marktes für diese Papiere. Es gibt keine Käufer mehr für diese Papiere. Das führt zu einer erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der Bewertung dieser Vermögensgegenstände und somit auch zu hoher Unsicherheit hinsichtlich der tatsächlichen Werte in den Bankbilanzen.
- **Weitere Abschreibungen:** Die Marktwertverluste und die Bewertungsunsicherheit zwingen viele Banken dazu, Abschreibungen auf die bilanzierten Wertpapiere vorzunehmen und somit weitere Verluste auszuweisen. Das betrifft insbesondere ABS-Papiere. Denn hier war der Verkaufsdruck am stärksten, da die Banken einen besonders großen Teil dieser Papiere nur kurzfristig refinanziert hatten (extreme Fristentransformation).
- **Weitere Kapitalerhöhung:** Aufgrund der weiteren Verluste, die das Eigenkapital der Banken aufzehren, sind viele Banken gezwungen, weitere Kapitalerhöhungen durchzuführen. Das Kernproblem der Bank wird dadurch jedoch nicht beseitigt, und somit bleibt das Risiko einer weiteren Kapitalerhöhung bestehen. Jede Kapitalerhöhung führt aufgrund der Verwässerung der Alt-

Investoren zu einem sinkenden Aktienkurs. Ferner kann das Scheitern einer erforderlichen Kapitalerhöhung dazu führen, dass das vorhandene Eigenkapital die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen nicht mehr erfüllt und somit die Aufsichtsbehörde das Bankinstitut schließen muss.

1.3.2 Die Illiquiditätsspirale

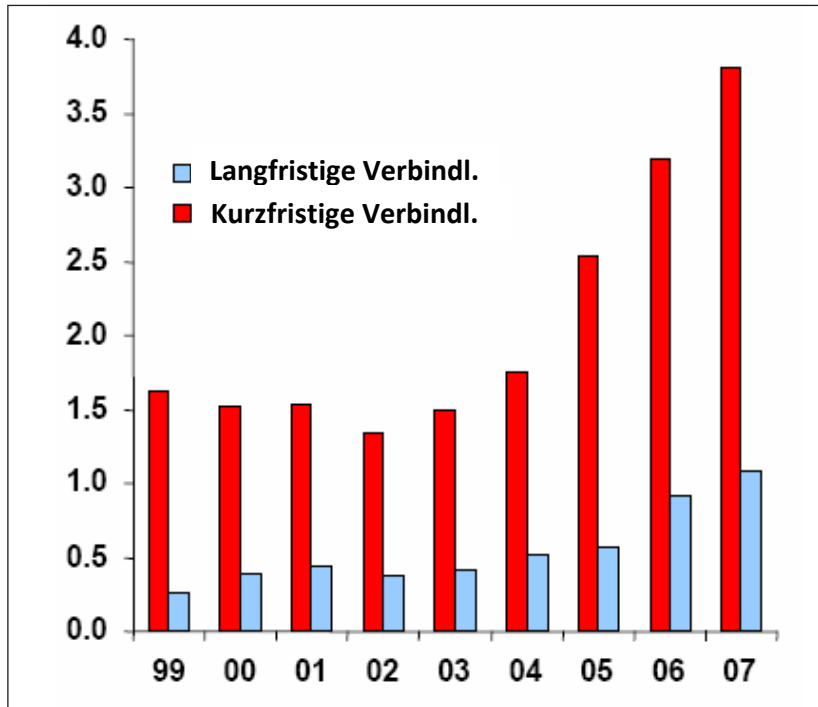
Abbildung 8: Die Illiquiditätsspirale



- Illiquidität: Die Zurückhaltung der Investoren an den Geldmärkten führt zu Schwierigkeiten bei der dringend benötigten kurzfristigen Kreditaufnahme von Banken.
- Finanzierungsunsicherheit: Vielen Banken fehlt die Sicherheit, ihre kurzfristigen Finanzierungsbedürfnisse am Geldmarkt jederzeit decken zu können. Das Vertrauen in die ständige Verfügbarkeit von Liquidität ist nachhaltig gestört.
- Marktunsicherheit: Der Verlust des Vertrauens bei jeder einzelnen Bank sowie den Geldmarktinvestoren zieht eine allgemeine Unsicherheit aller Marktteilnehmer nach sich.

- **Kassenhaltung:** Diese allgemeine Unsicherheit am Markt führt zu einer weit verbreiteten Kassenhaltung bei den meisten Investoren und Banken.¹¹
- **Bankenausfallrisiko:** Aufgrund der stark gestiegenen Abhängigkeit vieler Banken von kurzfristigen Finanzierungsmöglichkeiten, steigt das Ausfallrisiko von Banken rapide durch das gesteigerte Risiko der Zahlungsunfähigkeit (Illiquidität), sollte eine erforderliche Anschlussfinanzierung fehlschlagen.

Abbildung 9: Erhöhte Abhängigkeit europäischer Banken vom Geldmarkt



Quelle: Bloomberg

- **Ziehung von Kreditlinien:** Viele Banken sind in sehr großem Umfang sogenannte Eventualverbindlichkeiten für Zweckgesellschaften eingegangen. Diese Zweckgesellschaften dienen größtenteils der außerbilanziellen Investition in

¹¹ Auch Banken zählen zu den Investoren am Geldmarkt. Banken mit einem starken Privatkundengeschäft (z. B. Sparkassen) verfügen über eine hohe Nettoliquidität aufgrund der Spareinlagen ihrer Kunden. Diese Liquiditätsüberschüsse werden an andere Banken am Geldmarkt ausgeliehen.

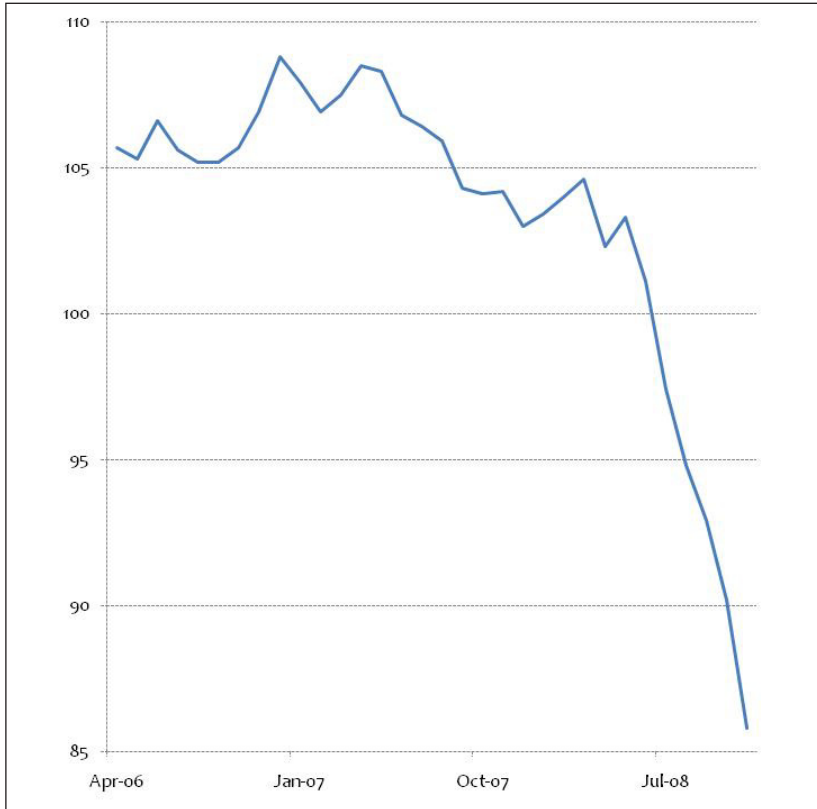
ABS-Papiere. Diese Zweckgesellschaften sind ebenfalls von der Finanzierung am Geldmarkt abhängig und betreiben Fristentransformation. Ist eine Finanzierung über den Geldmarkt nicht möglich, werden die Kreditlinien, die die Banken den Zweckgesellschaften für den Fall von Liquiditätsengpässen zur Verfügung gestellt haben, von den Zweckgesellschaften gezogen und bringen die Geld gebenden Banken dadurch u. U. selbst in Schwierigkeiten. Das war ab Mitte 2007 und verstärkt ab der Insolvenz von Lehman Brothers der Fall.

- Liquiditätsabflüsse: Die hohen öffentlich bekannt gewordenen Verluste der Banken erzeugen auch Verunsicherung bei den Kunden mit Spareinlagen, die bei einigen Banken Schlange stehen, um ihr Geld abzuheben. Das führte zum Beispiel bei der englischen Bank Northern Rock und der belgischen Fortis-Bank zur Illiquidität und zur Notwendigkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen.

1.4 Wirtschaftlicher Stillstand

Die extrem angespannte Situation bei den Banken hat ab September 2008 auch Auswirkungen auf die Realwirtschaft gehabt. Diese Auswirkungen waren zunächst nur „gefühl“ und äußerten sich durch den Verfall der Geschäftsklimaindizes.

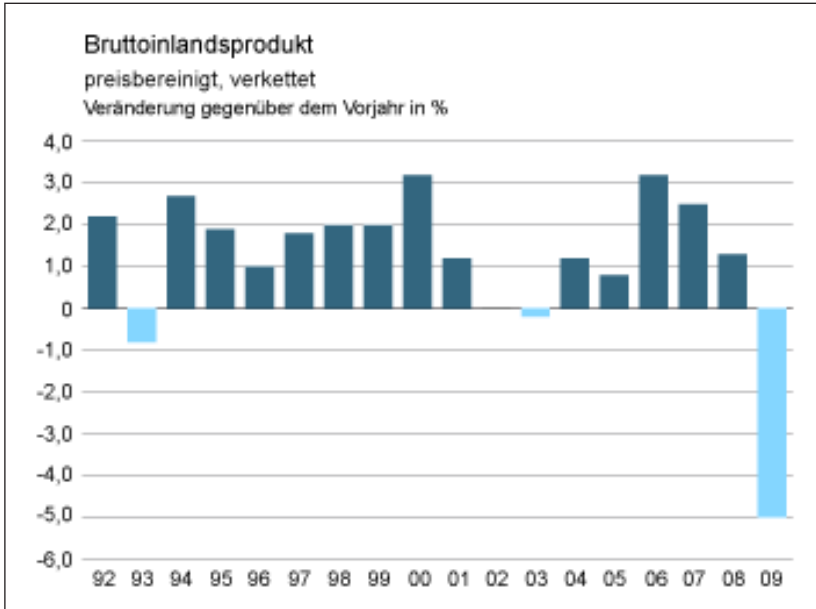
Abbildung 10: Verfall des IFO-Geschäftsklimaindexes



Quelle: Bloomberg

Dem folgte unmittelbar auch eine Reduzierung der wirtschaftlichen Aktivität und führte die USA und Europa in die Rezession.

Abbildung 11: Entwicklung des BIPs in Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Heftigkeit dieses Abschwungs hat viele überrascht und die Verunsicherung zusätzlich verstärkt.

Die Bankenkrise hatte starken Einfluss auf die Kreditvergabe an Unternehmen, da Privatpersonen oftmals Netto-Gläubiger der Bank sind aufgrund ihrer Spareinlagen. Viele Banken haben ihre Geschäftspolitik in der Krise – vor allem gegenüber Unternehmen – z. T. drastisch verändert:

- Kündigung oder Reduzierung aller kurzfristig kündbaren Engagements. Das betraf insbesondere die für viele Unternehmen wichtigen Kontokorrentlinien;
- Abrupter Stopp der Neukreditvergabe.

Vertriebsmitarbeiter der Banken wurden plötzlich für den Abbau von Kundenengagements belohnt und nicht mehr für die Gewinnung von Neugeschäft.

Diese Maßnahmen führten zu einer drastischen Liquiditätsverknappung bei den Unternehmen. Viele Unternehmen konnten ihrerseits der Illiquidität nur durch einen rigiden Sparkurs im eigenen Haus entgehen. Hierdurch sollte die dringend benötigte Kassenhaltung erhöht werden, die früher durch die Nutzung von Kontokorrentlinien abgedeckt wurde. Die durchgeführten Maßnahmen betrafen in der Regel:

- Sofortige Streichung aller nicht notwendigen Ausgaben;
- Reduzierung der Lagerhaltung;
- Reduktion der Personalkosten.

Die mit diesen Maßnahmen einhergehende Konsumzurückhaltung der Privathaushalte verschärfte die Situation zusätzlich. Die negativen Effekte am Arbeitsmarkt konnten in Deutschland durch die Kurzarbeitsregelung zunächst größtenteils aufgefangen werden. In vielen anderen Ländern, z. B. den USA, Spanien und Großbritannien, sind die Auswirkungen der Finanzkrise auf die Bevölkerung erheblich deutlicher spürbar und lassen sich an den stark gestiegenen Arbeitslosenzahlen ablesen.

2 Ursachen der Finanzkrise

Die Betrachtung der Ursachen der aktuellen Finanzkrise bedarf einer tiefgründigen Analyse. Diese Krise unterscheidet sich in vielen Punkten erheblich von früheren Wirtschafts- und Finanzkrisen. Aus diesem Grund bergen voreilige Vergleiche mit früheren Krisenverläufen in hohem Maße das Risiko von Fehleinschätzungen. Das kann sowohl die Ursachenanalyse betreffen als auch die Suche nach den richtigen Lösungen.

Aus diesem Grund soll im folgenden Kapitel die Ursachenanalyse mit besonderer Sorgfalt betrieben werden. Diese Arbeit wird zeigen, dass die Gründe tiefer liegen, als in der breiten Öffentlichkeit derzeit diskutiert wird.

2.1 Schuldeninduziertes Wachstum

In Kapitel 4 werden wir unter anderem zeigen, dass ein unerwünschtes Phänomen der Finanzkrise eine hohe Abhängigkeit der realen Wirtschaft von den Kreditmärkten ist. Wir haben gesehen, dass mit dem Kollaps der Geldmärkte und der Verbriefungsmärkte eine abrupte Einschränkung der wirtschaftlichen Aktivität weltweit einherging.

Diesen negativen Einfluss festzustellen, bedeutet auch festzustellen, dass vorher ein sehr anregender Einfluss vom Kreditmarkt auf die Volkswirtschaft ausgegangen sein muss – andernfalls hätte das Versiegen der billigen Kreditströme keine solch negativen Folgen gehabt. Ein Vergleich zwischen dem Kreditwachstum und dem Wirtschaftswachstum bestätigt diese These. Dieser positive Einfluss wird auch von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel bestätigt.¹² In diesem Fall wird oft von einem schuldeninduzierten Wachstum gesprochen. Die Unternehmensberatung McKinsey & Co. hat hierzu ebenfalls eine sehr lesenswerte Studie veröffentlicht.¹³

Ebenfalls kommt ein Forscherteam der US-Eliteuniversitäten Berkeley und Chicago in einer aktuellen Studie zu dem Ergebnis, dass die US-amerikanische Bevölkerung in den vergangenen drei Jahrzehnten über ihren wirtschaftlichen

12 Vgl. BIZ, 79. Jahresbericht, Seite 161f.

13 McKinsey&Company, „Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences“; Januar 2010.

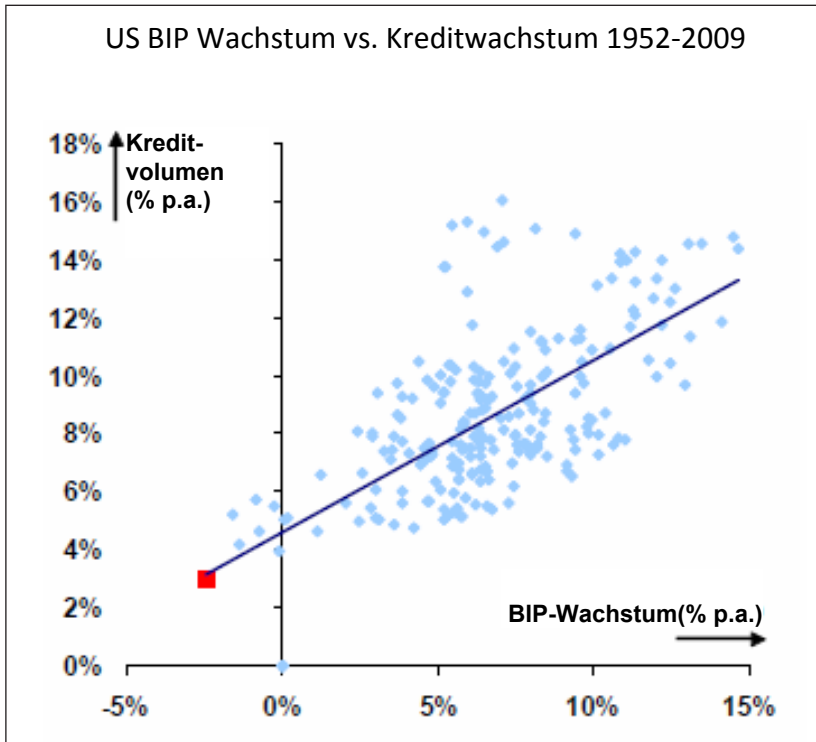
Verhältnissen gelebt hat.¹⁴ Bisher wurde von vielen Ökonomen die These vertreten, dass schwerpunktmäßig die Spekulationsblase auf dem US-Immobilienmarkt als Kernursache der Finanzkrise zu sehen ist. Die genannte Studie legt nun eine gänzlich andere Wirkungskette nahe: Als Hauptgrund werden die hohen Schulden der US-Konsumenten genannt, die in großen Massen den Grad der persönlichen Überschuldung erreicht hatten und ihren Lebensstil nicht fortsetzen konnten. Die Entwicklung des Kreditvolumens hat folglich einen destabilisierenden Effekt auf die Wirtschaft der USA - und somit auch für den Rest der Welt – ausgelöst.

Die empirischen Belege für einen Zusammenhang zwischen Schuldenwachstum und Wirtschaftskrisen treten vermehrt in den Mittelpunkt wissenschaftlicher Analysen. So haben zwei Wirtschaftswissenschaftler des US National Bureau of Economic Research in einer wirtschaftshistorischen Mammutuntersuchung für zwölf Industrieländer und den Jahren 1870 bis 2008, den oben dargelegten Zusammenhang zwischen Kreditwachstum und Wirtschaftskrisen weiter untermauert. Das Fazit der Forscher lautet, dass ein Boom bei Krediten historisch der verlässlichste Einzelindikator für Finanzkrisen sei.¹⁵

14 Vgl. hierzu Mian, Atif und Sufi, Amir: Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009, IMF working paper, 05.11.2009.

15 Vgl. hierzu Schularick, Moritz und Taylor, Alan M.: Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008, working paper 15512, NBER, November 2009.

Abbildung 12: Einfluss des Kreditvolumens auf das Bruttoinlandsprodukt in den USA



Quelle: Federal Reserve

Der Anstieg des ausstehenden Kreditvolumens in den USA von 1980 bis heute um 850% im Vergleich zu einem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes um lediglich 520% lässt einen starken Einfluss des Kreditvolumens auf die wirtschaftliche Entwicklung vermuten. Allerdings scheint es dabei „Reibungsverluste“ zu geben, da ausgehend vom enormen Wachstum des Kreditvolumens, die wirtschaftliche Entwicklung eine stärkere Dynamik hätte erwarten lassen dürfen. Das betrifft insbesondere den Zeitraum von 2002 bis 2007. Demnach erzeugt nicht jeder Kredit in gleichem Umfang wirtschaftliche Aktivität. Eine Erklärung hierfür liefert eine Analyse der unterschiedlichen Kreditarten:

- Der Investitionskredit erzeugt dauerhaft eine gesteigerte wirtschaftliche Aktivität. Kurzfristig erzeugt die durch den Kredit ermöglichte Investition zusätzlichen Umsatz und somit volkswirtschaftliche Wertschöpfung beim

Auftragnehmer (zum Beispiel beim Maschinenbauer). Mittel- und langfristig ermöglichen die durch die Investition erzeugten Zahlungsströme eine Wertschöpfung für das investierende Unternehmen. Typische Investitionskredite sind Finanzierungen von Maschinenparks oder zum Aufbau neuer Geschäftsfelder. Diese Kredite sind in der Regel mit vollständiger, laufender Tilgung strukturiert, so dass für die Gläubiger-Bank ein relativ geringes Refinanzierungsrisiko¹⁶ besteht.

- Der Konsumentenkredit erzeugt nur kurzfristig eine gesteigerte wirtschaftliche Aktivität durch vorgezogenen Konsum. Mittel- und langfristig wird die wirtschaftliche Aktivität jedoch reduziert, da die vorhandenen Finanzmittel des Schuldners zur Tilgung des Konsumkredits verwendet werden müssen und somit in der Zukunft nicht für den Konsum zur Verfügung stehen. Die Tilgungsraten können als nachgelagerte Sparraten interpretiert werden. Volkswirtschaftlich können Konsumentenkredite jedoch eine weitere Wirkung haben: Wenn Konsumkredite in einem sehr großen Umfang vergeben werden, können sie zu einer Dämpfung der Inflation führen. Dieser Effekt entsteht, wenn die kurzfristig stark erhöhte Nachfrage Skaleneffekte bei den Herstellern erzeugen, die zu einer Reduktion der Stückkosten führt.¹⁷ Dieses Phänomen war insbesondere seit den 1990er Jahren bei Technologieartikeln (z. B. Autos und Unterhaltungselektronik) und Flugreisen festzustellen.¹⁸
- Der Spekulationskredit hat keinen unmittelbaren Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität. Der typische Spekulationskredit ist der Wertpapier- oder Lombardkredit¹⁹, der den Kauf von Wertpapieren, z. B. Aktien oder Anleihen, finanziert. Seit einigen Jahren werden Spekulationskredite für ein immer breiteres Spektrum an Anlageklassen angewendet. Das betrifft insbesondere die Kredit- und Rohstoffmärkte. In vielen Fällen stellen Derivate eine Form des Spekulationskredites dar. Spekulationskredite können aber auch „getarnt“ sein, wenn sie beispielsweise private oder gewerbliche Immobilien finanzieren

16 Mit Refinanzierungsrisiko wird das Risiko beschrieben, das entsteht, wenn die Rückzahlung eines Kredites größtenteils davon abhängt, dass bei Endfälligkeit die Gesamtschuld getilgt werden kann, z. B. durch einen Verkauf oder einen Anschlusskredit.

17 Skaleneffekte treten bei Konsumgütern auf, deren Herstellungskosten in hohem Maße von Fixkosten abhängig sind. Beispielsweise wären technologielaastige PKW erheblich teurer, wenn die hohen Fixkosten für Forschung und Entwicklung von wenigen Endkunden bezahlt werden müssten. Eine (kreditfinanzierte) Erhöhung der Verkaufszahlen von PKW führte dazu, dass die Stückkosten pro Fahrzeug sanken.

18 Dieses Phänomen bestätigt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich im 79. Jahresbericht, Seite 161f.

19 Im englischen wird oft von „Repo“ oder „Repurchase“-Geschäft“ gesprochen.

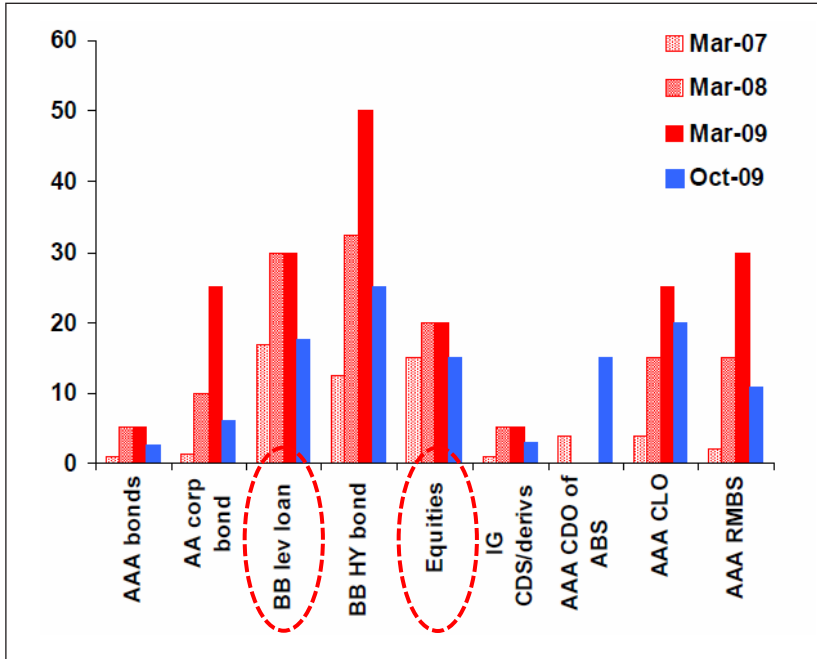
oder den Kauf von Unternehmen. In diesen Fällen sind diese Kredite stets als endfällige²⁰ Kredite mit keinem oder nur begrenztem Zugriff auf das Vermögen des Schuldners strukturiert.²¹ Aufgrund der besonderen Gesetzeslage in den USA wurden Hypotheken von Privatpersonen sowohl als Konsumkredit als auch als Spekulationskredit verwendet.²² Spekulationskredite bergen in der Regel ein hohes systemisches Risiko und führen stets zu stark steigenden Preisen bei den besicherten Werten („asset price inflation“), z. B. Häuser oder Aktien. Zudem sind Spekulationskredite für die Kreditanalyse trügerisch. Über einen langen Zeitraum können Spekulationskredite eine hervorragende Performance durch hohe Margen bei sehr geringen Verlusten aufweisen. Das hängt damit zusammen, dass die Preise der besicherten Vermögensgegenstände stetig steigen und bei einem Kreditausfall Verluste vollkommen abdecken können: Es werden immer mehr Kredite in diesem Segment vergeben aufgrund der hervorragenden Performance und der (scheinbaren) Sicherheit durch die besicherten Vermögensgegenstände. Dieses Phänomen konnte eindrucksvoll an den Kreditmärkten für private US-Immobilien, gewerbliche Immobilien und Akquisitionskredite im Zeitraum von 2002 bis 2007 beobachtet werden. Spekulationskredite werden auch in hohem Maße von Hedge Fonds eingesetzt, die diese Kredite nutzen, um eine überproportionale Rendite zu erzeugen. Seit 2002 haben die Investmentbanken ihre sogenannten Prime Brokerage-Abteilungen stark ausgebaut und den Hedge Fonds mit Spekulationskrediten ermöglicht, an vielen Märkten auf Bankkredit zu spekulieren. Das war höchstwahrscheinlich ein wichtiger Grund für den starken Preisanstieg vieler Vermögensgegenstände, wie Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffe. Ein Grund für den starken Verfall der Preise in all diesen Vermögensklassen ab September 2008 liegt unter anderem in der erzwungenen Rückführung dieser Spekulationskredite durch die Investmentbanken, da die Banken nach dem Kollaps der Geldmärkte dringend Liquidität benötigten und deshalb die Spekulationskredite fällig stellen mussten.

20 Endfällige Kredite sehen keine oder nur eine geringe Tilgung während der Laufzeit vor, so dass die Kreditsumme größtenteils erst bei Ende der Laufzeit fällig wird.

21 In diesem Fall trägt somit der Kreditgeber den größten Teil des wirtschaftlichen Risikos.

22 In den USA haftet der private Hypothekenschuldner – anders als in Deutschland – nur mit der finanzierten Immobilie für die Rückzahlung der Hypothek. Ein Rückgriff der Bank auf das Privatvermögen des Schuldners ist per Gesetz ausgeschlossen.

Abbildung 13: Sicherheitsmargen für Hedge Fonds

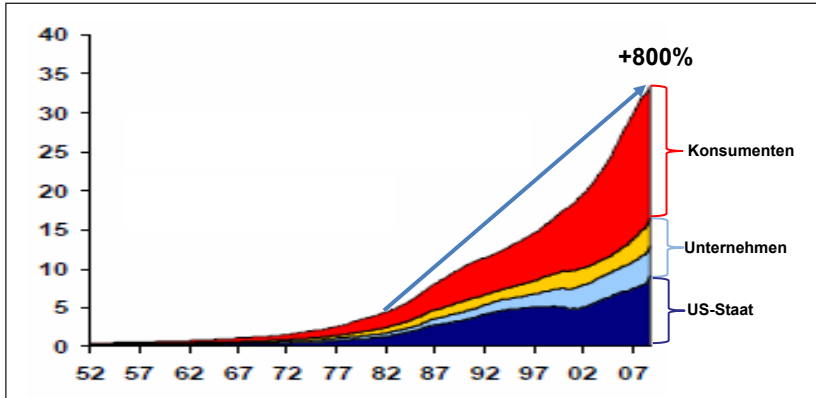


Quelle: Eigene Recherche

Eine Analyse des stark gestiegenen Kreditvolumens in Abbildung 14 zeigt, welche der drei Kreditarten seit den 1980er Jahren am stärksten gewachsen sind:

- Immobilien und Konsumentenkredite: Sie sind größtenteils als Konsum- oder Spekulationskredite einzuordnen, aufgrund der Besonderheiten des US-amerikanischen Immobilienmarktes (siehe unten).
- Unternehmen: Das dürften größtenteils Investitionskredite sein.
- Regierung: Das dürften im weitesten Sinne Konsumkredite sein. In einem kleineren Maße sicherlich auch einige Investitionskredite zum Ausbau oder zur Erhaltung der staatlichen Infrastruktur.

Abbildung 14: Entwicklung des Kreditvolumens in den USA



Quelle: Federal Reserve Flow of Funds, Tabelle L2

Die vorstehende Analyse des US-amerikanischen Kreditvolumens seit den 1970er Jahren zeigt, in welchem Maße die Kreditmärkte die wirtschaftliche Aktivität und die Preisentwicklung von Vermögenswerten beeinflusst haben. Auf diesen Zusammenhang weist auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem Jahresbericht 2009 hin.²³

Es gibt mehrere Anhaltspunkte für die These, dass dieses schuldeninduzierte Wachstum die Volkswirtschaften in Europa und den USA in hohem Maße destabilisiert hat. Diese Destabilisierung manifestiert sich insbesondere in einer hohen Abhängigkeit der wirtschaftlichen Aktivität von den Kreditmärkten. Zum einen scheint weiteres Wachstum nur durch eine Ausweitung der Verschuldung von Staaten, Konsumenten oder Unternehmen möglich zu sein. Zum anderen ist das Finanzsystem davon abhängig, dass ein Großteil der bestehenden Schulden regelmäßig refinanziert werden kann, da die Kreditverträge oft keine Tilgungsvereinbarungen enthalten. Eine fehlende Anschlussfinanzierung, z. B. aufgrund eines Vertrauensverlustes auf den Kreditmärkten wie nach dem Kollaps von Lehman Brothers, führt in der Regel unmittelbar zur Illiquidität des Schuldners. Diese Risiken werden im Finanzjargon als „Refinanzierungsrisiko“ bezeichnet.

Refinanzierungsrisiken destabilisieren das Finanzsystem in besonderem Maße, da sie plötzlich und unerwartet auftreten können und sehr drastische Konsequenzen haben, nämlich die Illiquidität des Schuldners. Außerdem sind diese Risiken nur schwer zu erkennen, da sie plötzlich und ohne dass sie vom Schuldner selbst

²³ Vgl. BIZ Annual Report 2009, Seite 5.

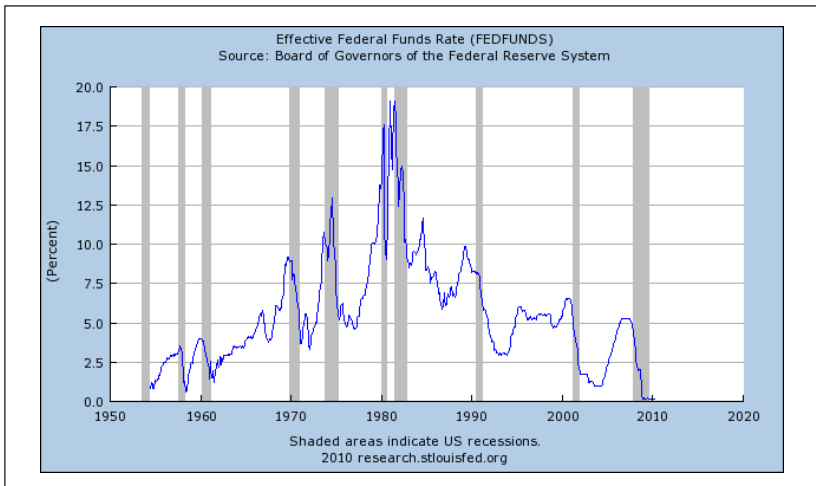
ausgelöst wurden, auftreten können. So können gesunde Unternehmen über Nacht zum Sanierungsfall werden, wenn die Gläubiger die Refinanzierung ausstehender Kredite verweigern. Dieses Phänomen lässt sich bei Unternehmen beobachten, denen im Rahmen einer Akquisition vom Erwerber eine hohe Schuldenlast aufgebürdet wurde.

Unabhängig davon, ob man diesen Einfluss der Kreditmärkte als positiv oder negativ betrachtet, kommt man nicht umhin zu bemerken, dass sich hierdurch eine starke Abhängigkeit der realwirtschaftlichen Aktivität von den Kreditmärkten entwickelt hat. Aufgrund der Tatsache, dass es sich beim Kreditwachstum hauptsächlich um die volkswirtschaftlich eher schädlichen Kreditarten der Konsum- und Spekulationskredite gehandelt hat, wurden die Wirtschaftssysteme der USA und Europa seit den 1970er Jahren zunehmend destabilisiert.

2.2 Erhöhte strukturelle Risiken im Bankensektor

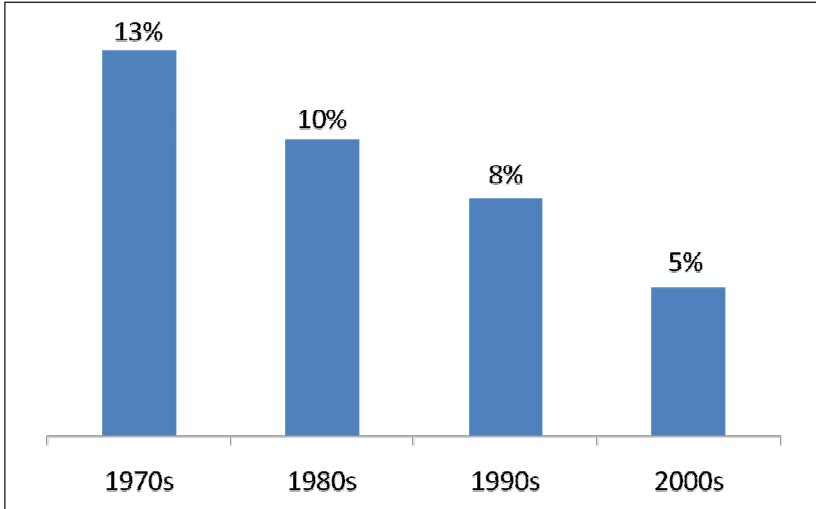
Mit Beginn der Niedrigzinsphase in den 1990er Jahren hat sich das Geschäftsumfeld für Banken stark verändert. Bei Inflationsraten und Zinsen von bis zu 20% war es für eine Bank leicht, ein jährliches zweistelliges Wachstum bei Gewinn und Bilanzwachstum zu erzielen.

Abbildung 15: US Zentralbankzinsen seit 1954 (Fed Funds Rate)



Quelle: St. Louis Federal Reserve

Abbildung 16: Historische Wachstumsraten der US-Banken



Quelle: FDIC; US banking industry

Ein Vergleich des Verlaufs der Zentralbankzinsen mit den historischen Wachstumsraten zeigt, dass eine Verbindung zwischen beiden zu bestehen scheint: In Hochzinsphasen scheinen auch Banken sehr dynamisch zu wachsen. Die Gründe mögen vielfältig sein und bergen sicherlich noch viel Potenzial für vertiefte wissenschaftliche Forschung.

Es zeigt sich, dass Banken in einem Umfeld sinkender Zinsen Probleme hatten, ein dynamisches Wachstum beizubehalten, und somit wahrscheinlich ein Druck auf die Banken entstand, die schwächelnde Wachstumsdynamik durch Inkaufnahme höherer Risiken abzufedern.

Diesbezüglich wurden von den Banken unterschiedliche Ansätze entwickelt. Im Kern verfolgten jedoch alle neuen Geschäftsstrategien eine gemeinsame Richtung: Die Banken mussten ihre Risikoposition erhöhen, ohne gleichzeitig einen Anstieg des regulatorisch geforderten Eigenkapitals zu erzeugen. Das wird in der Finanzwelt als regulatorische Arbitrage bezeichnet.

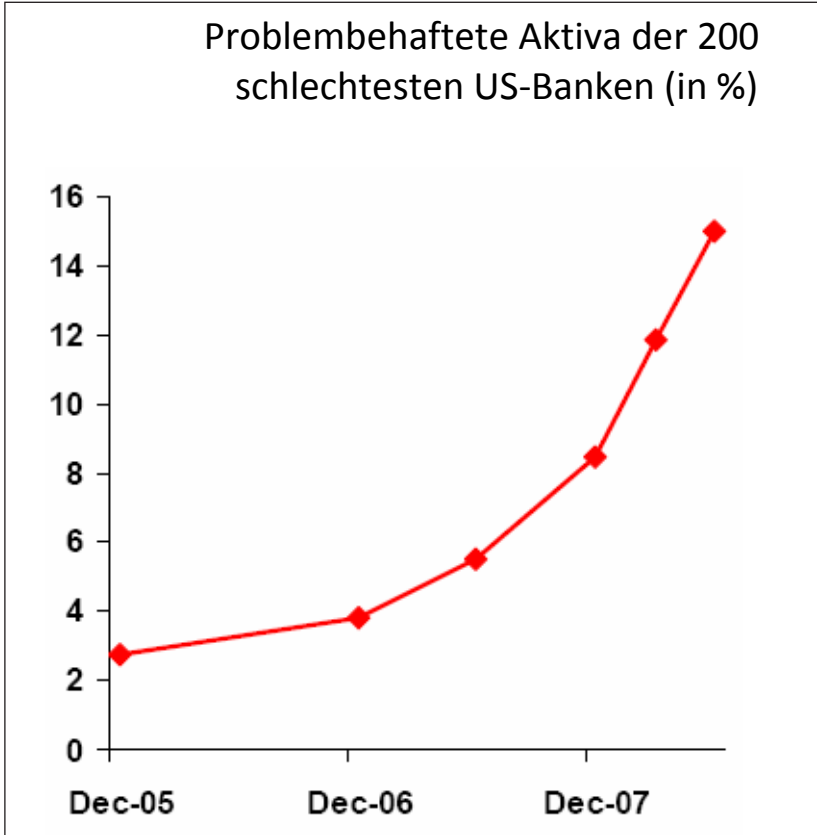
Es ist interessant festzustellen, wie die unterschiedlichen regulatorischen Ansätze in den USA und Europa zu unterschiedlichen Geschäftsstrategien bei den Banken führten (was nebenbei den großen Einfluss regulatorischer Rahmenbedingungen auf die Geschäftsstrategie von Banken belegt):

- In den USA fokussierte die Regulierung auf das Verhältnis von Eigenkapital zu Bilanzsumme. Demnach war es für eine Bank in den USA nicht entscheidend, wie viel Risiko in ihren Aktiva enthalten war, so lange sich das nominale Volumen der Aktiva nicht erhöhte. Demnach wurden von einer Bank mit sicheren Krediten auf der Bilanz (z. B. mit einem AAA-Rating) genau so viel Eigenkapital gefordert wie von Banken mit weniger sicheren Krediten (z. B. mit einem BB-Rating), wenn das Kreditvolumen gleich groß war.
- In Europa mussten Banken die Eigenmittelvorschrift „Basel I“ anwenden. Danach hing die Pflicht zur Unterlegung von Krediten mit Eigenmitteln vom Risikogewicht einer Kreditnehmergruppe (z. B. Unternehmen, Banken, Staat) ab. Basel II verfeinerte dieses System noch, indem das Risikogewicht abhängig gemacht wurde von dem individuellen Risiko des einzelnen Kreditnehmers (nicht der Gruppe, der er zugeordnet war). Beide Vorschriften – Basel I und II – stellten für die Ermittlung des erforderlichen Eigenkapitals einer Bank also nicht auf das Verhältnis „Bilanzsumme – Eigenkapital“ ab sondern auf das Verhältnis „Risikoaktiva (= risikogewichtete Kredite) – Eigenkapital“.

Das Instrument der Kreditverbriefung mittels ABS-Transaktionen ermöglichte den US-amerikanischen und den europäischen Banken die Lösung für ihre Probleme: Die US-Banken konnten mehr Kredite vergeben, indem sie diese anschließend verbrieften und weiterverkauften. Hierbei wurden in der Regel die niederrangigen Tranchen der Verbriefung von den US Banken behalten²⁴, um auch weiterhin eine hohe Marge zu verdienen. Die höherrangigen Tranchen konnten aufgrund ihres guten Ratings durch die Ratingagenturen an europäischen Banken verkauft werden, die dringend Anlagemöglichkeiten mit guten Ratings und (vermeintlich) geringen Risiken bei gleichzeitig hohen Renditen benötigten. Aufgrund des (scheinbar) niedrigen Risikos stiegen die Bilanzsummen europäischer Banken zwar enorm an, das Volumen ihrer risikogewichteten Aktiva blieb jedoch nahezu konstant. Dieses Phänomen kann anhand der folgenden Abbildungen gezeigt werden:

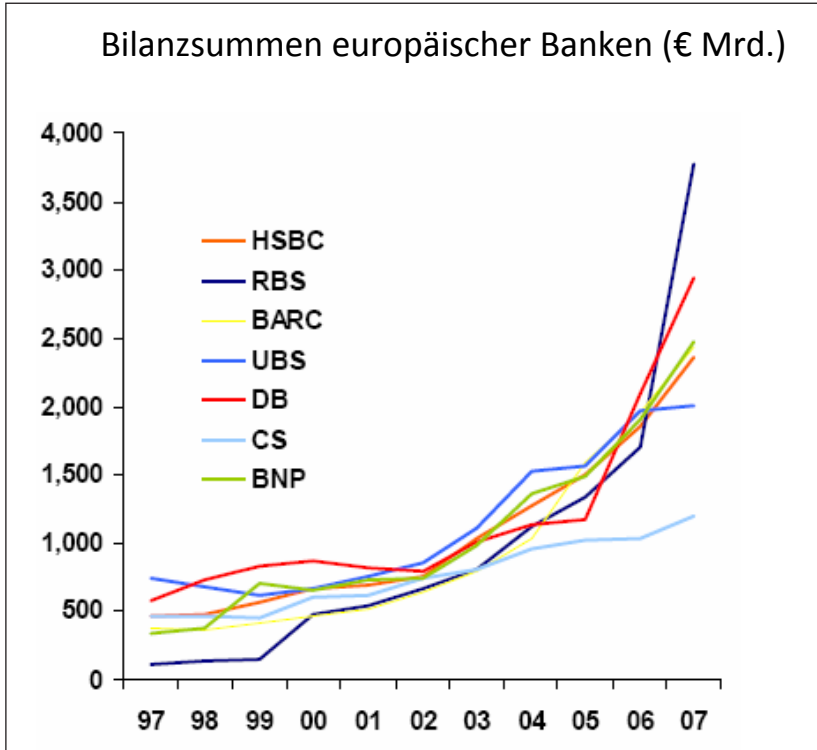
24 In der Öffentlichkeit entstand jedoch der Eindruck, bzw. wurde die Meinung vertreten, dass die US-Banken die Kredite nur weiterverkauft hätten, ohne selbst Risiken einzubehalten.

Abbildung 17: Erhöhtes Risiko bei US-Banken



Quelle: Moodys

Abbildung 18: Bilanzausweitung bei europäischen Banken

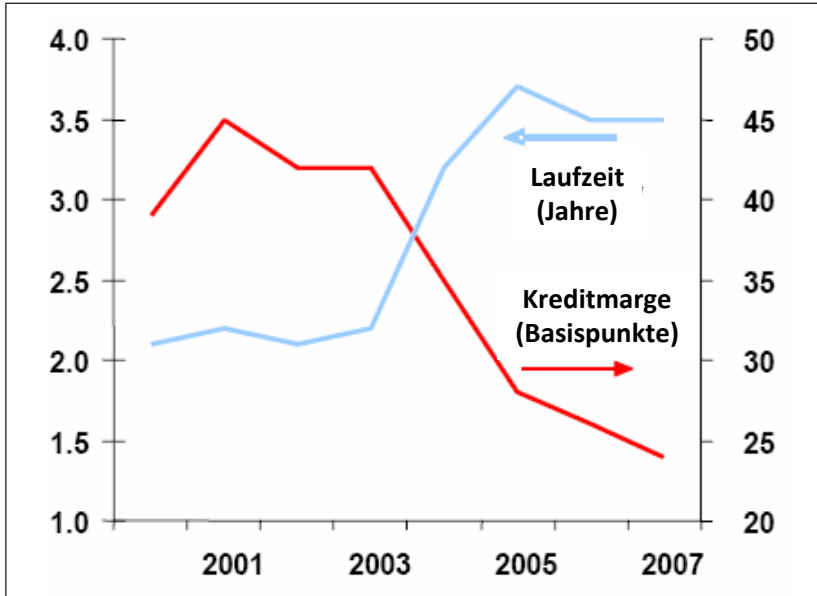


Quelle: Bloomberg

Außerdem haben die Banken ihre Zinsmarge²⁵ erhöht, indem sie verstärkt langfristige Kredite nur kurzfristig refinanzierten und somit in verstärktem Maße Fristentransformation betrieben haben.

25 Die Zinsmarge wird als Differenz der eingenommenen Zinsen abzüglich der gezahlten Zinsen der Bank berechnet.

Abbildung 19: Fristentransformation und Margenverfall bei Banken

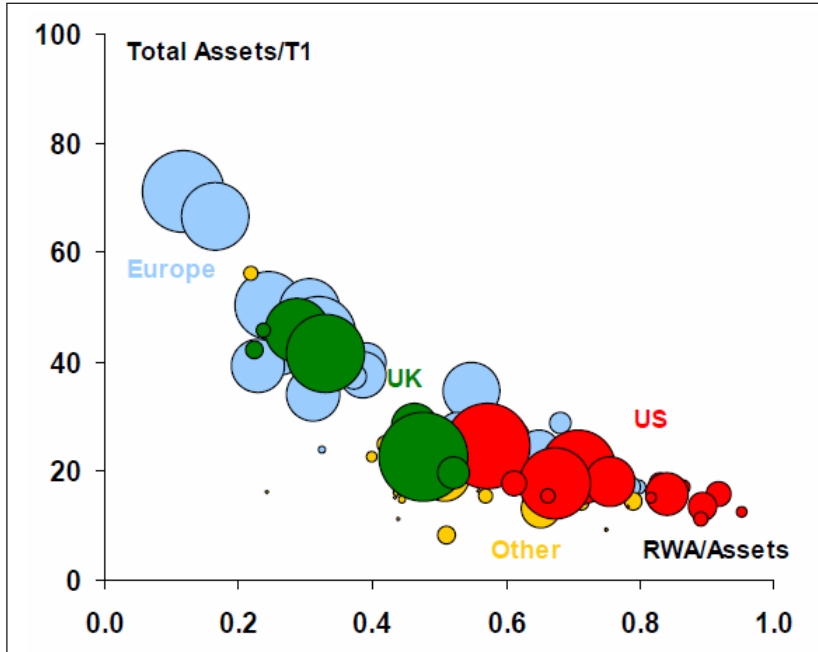


Quelle: Dealogic Loanware

Die Fristentransformation wurde zudem nicht nur auf der Bilanz der Banken umgesetzt sondern auch durch außerbilanzielle Zweckgesellschaften, die sich über Asset-Backed Commercial Paper ²⁶ kurzfristig refinanzierten.

26 Vgl. Kapitel 3.6.

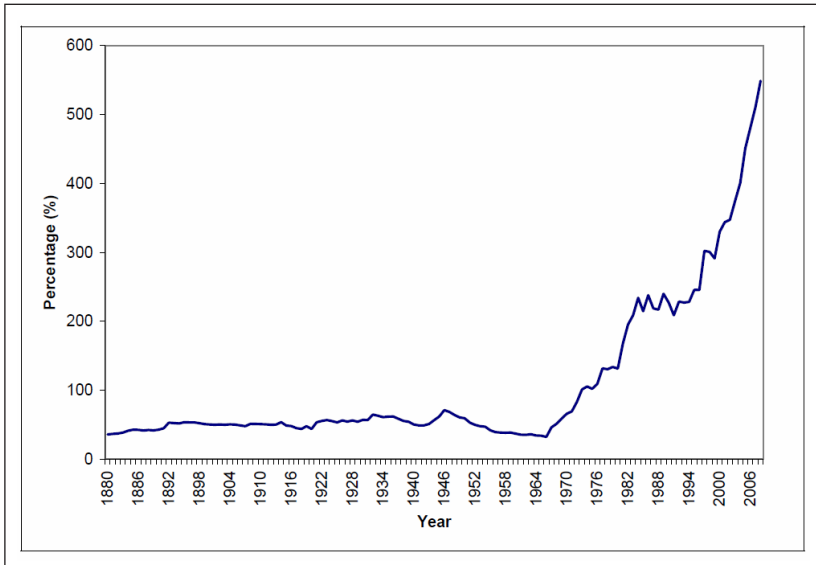
Abbildung 20: Vergleich der Geschäftsbanken in Europa und den USA



Quelle: Bloomberg

Die Banken haben somit ihre Risikopositionen seit den 1990er Jahren stark erhöht und wurden dadurch erheblich anfälliger für Turbulenzen an den Finanzmärkten. Hierbei gingen die US-Banken und die europäischen Banken unterschiedliche Wege und trugen somit den unterschiedlichen Regulierungsansätzen in ihren Ländern Rechnung. Wie die obige Abbildung zeigt, haben die europäischen Banken ihre Bilanzsumme stark ausgeweitet, während US-Banken das Risiko auf ihren Bilanzen erhöht haben. Diese Entwicklung war umso gefährlicher für die Volkswirtschaften, da mit dieser Ausweitung des Risikos auch die Größe der Banken relativ zur Volkswirtschaft (gemessen am BIP) seit den 1970er Jahren enorm gestiegen ist. Das wird sehr eindrucksvoll an der folgenden Grafik der Bank of England gezeigt.

Abbildung 21: Bilanzvolumen britischer Banken im Verhältnis zum BIP (in Prozent)



Quelle: Haldane, Alessandri, „Banking On The State“, Seite 24, Bank of England, November 2009

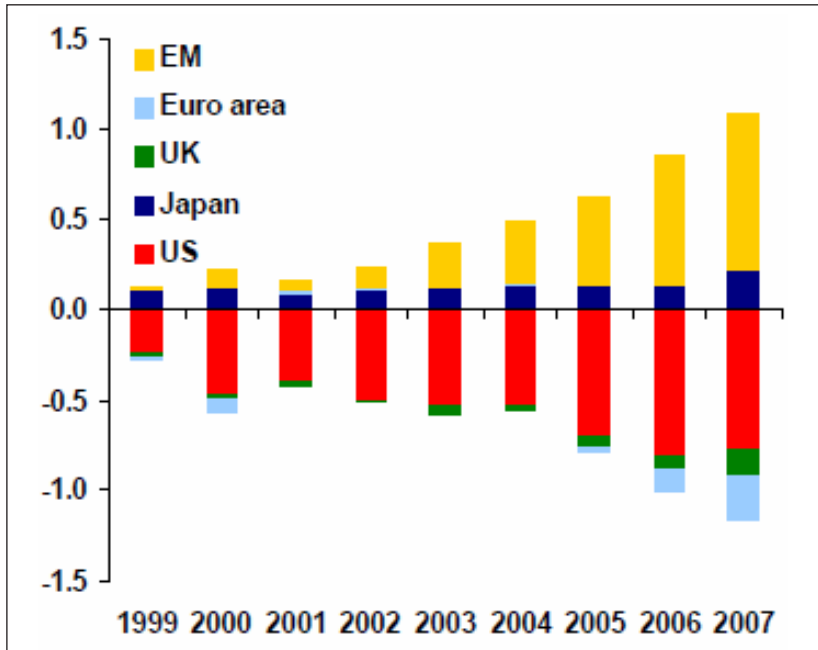
2.3 Liquiditätsschwemme im Finanzsektor

Seit den 1990er Jahren ist an den weltweiten Finanzmärkten ein stetiger Anstieg der verfügbaren Liquidität zu verzeichnen.

Dieser starke Anstieg der Geldmenge hat mehrere Gründe. Zum einen die Zunahme von Spekulationskrediten im Verhältnis zu den Investitionskrediten. Zum anderen hat der Fall des Eisernen Vorhangs den kapitalistisch geprägten Wirtschaftsraum auf der Welt stark erweitert. Dadurch ist die weltweite Wertschöpfung stark gestiegen und hat zu einem Anstieg der Gewinne von Unternehmen, Rohstoffproduzenten und exportierenden Ländern geführt. Die Geldmenge hat sich seit den 1990er Jahren ständig erhöht und sucht seitdem laufend nach Anlagemöglichkeiten auf der Welt. Aufgrund des riesigen Volumens von Anlage suchendem Kapital sind seit Ende der 1990er Jahre mehrfach Preisblasen ent-

standen, deren „Platzen“, d. h. ein plötzlicher Preisverfall, das Wirtschaftssystem destabilisierten.²⁷

Abbildung 22: Entwicklung der Leistungsbilanzen weltweit



Quelle: IWF

Ein weiterer Grund sind sicherlich auch die niedrigen Zinsen, die eine Ausweitung der weltweiten Geldmenge stark gefördert hat.

2.4 Der Staat als Retter in letzter Instanz

Seit langer Zeit wird am Finanzmarkt die These des „too big to fail“ diskutiert. Sie beschreibt die Situation, dass die meisten Geschäftsbanken mittlerweile eine Bedeutung erreicht haben, die eine Insolvenz dieser Banken zu einem Risiko für die Volkswirtschaft ihrer Heimatländer werden lässt. Aus diesem Grund galt es seit

²⁷ Beispiele hierfür sind die Emerging markets-Krise Ende der 1990er und die Internetblase Anfang der 2000er.

langer Zeit am Finanzmarkt als sicher, dass im Falle einer drohenden Insolvenz der Staat rettend einspringen würde. Das wurde am Kapitalmarkt auch bepreist, denn der Kapitalmarkt hat bis Mitte 2007 von Banken niedrigere Zinsen für ihre Kredite verlangt als von anderen Unternehmen. Außerdem haben die Ratingagenturen diese implizite Staatsgarantie bei ihren Ratings der Banken berücksichtigt. Hierdurch wurden die Kreditkosten für Banken gesenkt. Das zeigt sich anhand einer aktuellen Meldung von Moody's, wonach eine explizite Rücknahme dieser bisher impliziten Staatsgarantie für die Schulden von Banken bei vielen Banken zu einer erheblichen Herabstufung der Kreditratings führen würde.²⁸

Die implizite Staatsgarantie für Banken birgt das Risiko, dass jeder Stakeholder einer Bank – sei er Aktionär, Anleihe-Investor oder Mitarbeiter – sich auf die Rettung durch den Staat verlässt und somit keine eigene intensive Prüfung der Risiken vornimmt. Das beschreibt der britische Volkswirt John Kay folgendermaßen:

„Das Moral-Hazard-Problem ist nicht allein, dass Banken zur erhöhten Risikoaufnahme ermutigt werden, sondern dass gleichzeitig das private Risiko-monitoring dieser Institute entmutigt wird.“²⁹

Quelle: John Kay ³⁰, „Too big to fail“ is too dumb to keep“, in Financial Times, 28.10.2010

Dieses „too big to fail“ wurde weder von den Investoren noch von den Regierungen hinterfragt, obwohl es hierzu aus mehreren Gründen Anlass gegeben hätte:

- Die implizite Staatsgarantie stellt eine indirekte Subvention der Finanzwirtschaft dar. Aufgrund dieser Garantie ist es den Finanzinstituten möglich gewesen, sich am Kapitalmarkt günstiger zu refinanzieren als andere Unternehmen.
- Die implizite Staatsgarantie steht im Widerspruch zu den Grundregeln einer freien Marktwirtschaft. Jedes Unternehmen und seine Aktionäre müssen die Geschäftsrisiken selbst tragen und ihre Geschäftspolitik entsprechend ausrichten.
- Die implizite Staatsgarantie bedeutet, dass eine Bank im Interesse ihrer Aktionäre rational handelt, wenn sie ihre Eigenkapitalrendite maximiert, indem sie ihre Risikoposition stark ausweitet und damit ihre Gewinne erhöht.

28 Vgl. hierzu „UK „living wills“ to hurt bank ratings“, in Financial Times, 24.09.2010.

29 Der Originaltext lautet: „The moral hazard problem is not just that risk-taking within institutions that are too big to fail is encouraged but that private risk-monitoring of those institutions is discouraged“.

30 John Kay ist Direktor der Said Business School an der University of Oxford, Autor mehrerer Fachbücher zur Bank- und Finanzwirtschaft und unterhält eine wöchentliche Kolumne in der Financial Times.

Das Auftreten des Staates als Retter in letzter Instanz für Finanzinstitute erhöht somit die Motivation von Banken, Mitarbeitern und Aktionären, eine riskante Geschäftspolitik umzusetzen, und stellt somit eine wesentliche Ursache für die aktuelle Finanzkrise dar.

Es gehört zu den Grundprinzipien der Marktwirtschaft, dass erfolgreiche Unternehmen überleben und erfolglose Geschäftsmodelle vom Markt verschwinden. John Kay sagt aus diesem Grund:

„In diesem Sinne war die Insolvenz von Lehman Brothers ein Triumph und nicht ein Scheitern des Kapitalismus“.

Quelle: John Kay, „Too big to fail“ is too dumb to keep“, in Financial Times, 28.10.2010

2.5 Fehlender unabhängiger Sachverstand

Insbesondere auf Seiten der Regulierungsbehörden und der Regierungsvertreter mangelt es am Zugang zu unabhängigem Sachverstand im Finanzsektor. Das zeigen die verschiedenen Rettungsaktionen zum Beispiel in den USA und Deutschland, wo Vertreter von Finanzinstituten einen maßgeblichen Anteil an den Rettungsaktionen hatten, deren Vertreter wichtige öffentliche Ämter innehatten oder an den wichtigen Entscheidungsrunden teilnahmen.

Die Protokolle des parlamentarischen Untersuchungsausschusses zur Rettung der Hypo Real Estate Bank³¹ belegen den großen Einfluss von Bankenvertretern auf die Entscheidung zur Durchführung und zum Ausmaß der Rettung durch die Regierung und zu Lasten der Steuerzahler. In einer derartigen Konstellation besteht durchaus die Möglichkeit, dass die gewählten Lösungen nicht die volkswirtschaftlich vorteilhaftesten sein müssen, sondern auch wirtschaftlichen Interessen der am Entscheidungsprozess beteiligten Personen und der von ihnen vertretenen Institute dienen können.

Es darf auch nicht vergessen werden, dass viele Führungskräfte von US-Banken persönlich stark von den staatlichen Stützungsmaßnahmen profitiert haben, nämlich durch eine enorme Wertsteigerung ihrer Aktienpakete. Die einzige Ausnah-

31 Vgl. hierzu die Protokolle im Internet unter: <http://www.axel-troost.de/article/3780.wortprotokolle-der-oeffentlichen-sitzungen-des-hre-untersuchungsausschusses.html>.

me ist William Fuld, der ehemalige Vorstandsvorsitzende von Lehman Brothers, dessen Aktien im Wert von ehemals rund 1 Mrd. USD wertlos geworden sind.³² Hinzu kommt, dass sich die politische Führung bisher bei wesentlichen Entscheidungen von den Hinweisen und Beratungen mit Führungskräften aus Banken zumindest haben leiten lassen. Für eine Überarbeitung der Finanzmarktregulierung kann das hinderlich sein, denn mit einer effizienteren Regulierung des Finanzsektors könnten persönliche Nachteile für Führungskräfte in Banken einhergehen. Folglich ist damit zu rechnen, dass ein intensives Lobbying der Finanzindustrie versuchen wird, die politische Entscheidungsfindung so zu beeinflussen, dass sich am Status Quo möglichst wenig ändert.

Ein gutes Beispiel hierfür ist die „Capital Requirements Directive 3“ der Europäischen Union, die Anfang November 2009 von den europäischen Finanzministern diskutiert wurde. Hier ging es um eine Forderung des Basel-Komitees, die Eigenkapitalanforderungen an die Handelsbücher³³ der Banken drastisch zu erhöhen. Die enorme Ausweitung der Handelsbücher der Banken ist einer der Hauptgründe für die drastische Entwicklung der Finanzkrise gewesen. Vor diesem Hintergrund ist die Forderung des Basel-Komitees verständlich. Trotzdem hat dieser Vorschlag zu intensiven Lobby-Aktivitäten der Bankbranche geführt.³⁴ Die Bankenvertreter argumentierten, dass eine Erhöhung der Eigenkapitalanforderungen für Handelsbücher zu einer geringeren Kreditvergabe führen würde.

Zudem zeigt sich, dass die Einflussnahme der Bankenvertreter auf politische Entscheidungen auch finanzielle Formen annehmen kann. Laut einer Studie des Center for Public Integrity (CPI) in Washington haben Finanzinstitute in der vergangenen Dekade 3,5 Mrd. USD für das Lobbying in Washington sowie weitere

32 Lloyd Blankfein, Chef von Goldman Sachs, hielt 3,4 Mio. Aktien mit einer Wertsteigerung von 455 Mio. USD; John Mack, ex-Chef von Morgan Stanley, hält 4,0 Mio. Aktien mit einer Wertsteigerung von 98 Mio. USD; Jamie Dimon, Chef von JP Morgan, hält 11,2 Mio. Aktien mit einer Wertsteigerung von 335 Mio. USD; Ken Lewis, ex-Chef von Bank of America hält 4,7 Mio. Aktien mit einer Wertsteigerung von 68 Mio. USD. Alle vier Institute haben von staatlichen Rettungsprogrammen oder Hilfen der US-Zentralbank profitiert. Vgl. hierzu „Bank chiefs owe a personal debt to taxpayers“, Financial Times, 22. September 2009.

33 Auf der Aktivseite einer Bankbilanz wird unterschieden nach dem Kreditbuch und dem Handelsbuch der Bank. Im Kreditbuch werden alle mittel- bis langfristig eingegangenen Engagements verbucht, die bis zur Endfälligkeit gehalten werden sollen. Im Handelsbuch verbucht die Bank alle Engagements, die kurzfristig weiterverkauft werden sollen. Grob gesagt, werden ausgegebene Kredite im Kreditbuch und Wertpapiere im Handelsbuch verbucht. Auch die Eigenkapitalrichtlinien orientieren sich an der Verbuchung eines Engagements im Handels- oder Kreditbuch. Engagements im Handelsbuch müssen in der Regel mit weniger Eigenkapital unterlegt werden als solche im Kreditbuch. Aus diesem Grund haben viele Banken (vor allem in Europa) ihre Handelsbücher bis 2007 stark ausgeweitet, um ihre Eigenkapitalrendite erhöhen zu können.

34 Vgl. hierzu „Capital Reforms spark lobbying“, Financial Times, 10. November 2009.

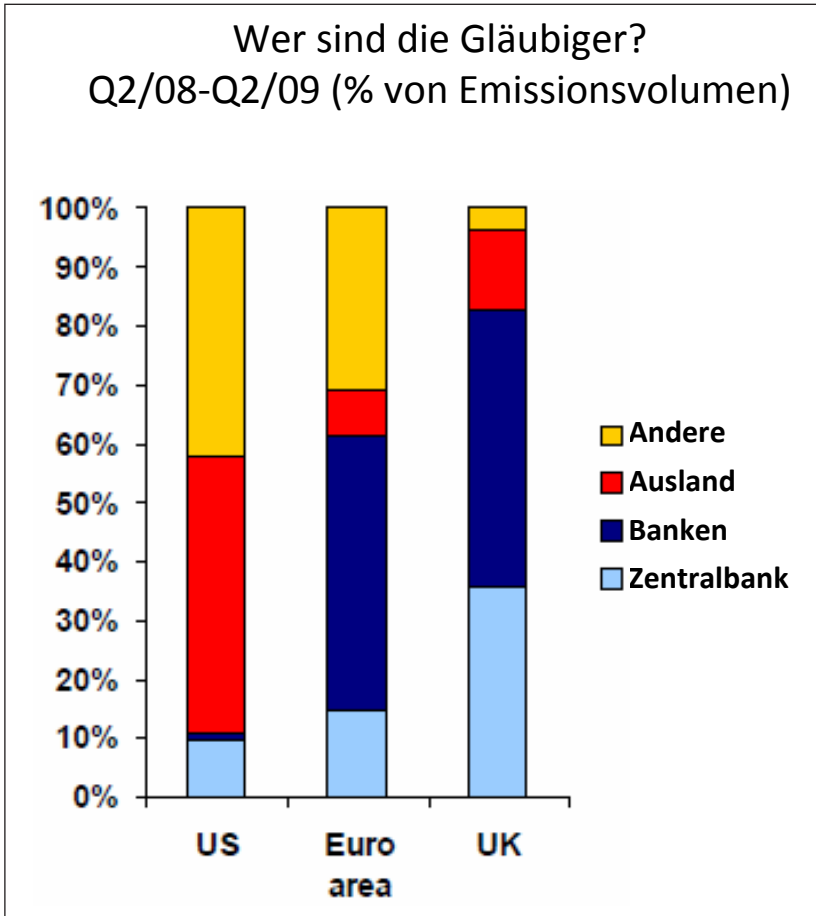
2,2 Mrd. USD an Spenden für Wahlkampagnen ausgegeben. Die Studie des CPI zeigt zudem, dass 21 der größten „Spender“-Banken zu den größten Empfängern der US-Staatshilfen im Rahmen des „Troubled Asset Relief Programs“ gehörten.³⁵ Robert Reich, der ehemalige US Arbeitsminister und Professor an der University of Berkeley spricht öffentlich über die Gefahr, dass der Einfluss von Wall Street auf das White House die Reformbemühungen einschränken könnten. Die Banken an der Wall Street gehören gerade aktuell zu den größten Spendern beider Parteien in den USA. Zwischen November 2008 und November 2009 wurden von der Wall Street 42 Mio. USD an Mitglieder der Kongress-Ausschüsse für die Bankenregulierung gezahlt. Allein in den ersten drei Quartalen des Jahres 2009 wurden von Wall Street-Banken laut Prof. Reich 344 Mio. USD für Lobby-Aktivitäten in Washington ausgegeben.³⁶

Die Abhängigkeit der Regierungen vom Finanzsektor manifestiert sich zudem nicht nur in der Finanzierung des schuldeninduzierten Wachstums sondern auch bei der Finanzierung der Staatsdefizite.

35 Vgl. hierzu „Subprime explosion: Who isn't guilty?“, Financial Times.

36 Vgl. hierzu „Why Obama must take on Wall Street“, Financial Times, 13.01.2010.

Abbildung 23: Anteil der Banken an Emissionen von Staatsanleihen in den USA, England und Ländern der Eurozone



Quelle: Federal Reserve, EZB, Bank of England

Die Banken kaufen Staatsanleihen nicht nur auf eigene Rechnung, sondern agieren auch als Makler bei der Platzierung der Staatsanleihen an internationale Investoren. Die Regierungen in Nordamerika und Europa stehen somit vor dem Dilemma, dass sie folgenschwere Maßnahmen gegen die Interessen einer Branche durchsetzen müssen, von deren Gutdünken sie wiederum stark abhängig sind. Die Lösung dieses Dilemmas ist eine Voraussetzung dafür, weitere Finanzkrisen künftig zu verhindern.

3 Innovative Finanzprodukte – Bedeutung und Wirkung

Vor dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 waren Begriffe und Produkte wie ABS oder CDOs nur wenigen Insidern bekannt. Seitdem werden sie in engen Zusammenhang mit der Finanzkrise gebracht. Oftmals werden diese Produkte sogar als die eigentliche Ursache für die Finanzkrise bezeichnet. Im vorherigen Kapitel haben wir gezeigt, dass die Ursachen für die Finanzkrise erheblich vielschichtiger sind und dass die einseitige Verurteilung der Verbriefungen als Ursache für die Finanzkrise nicht uneingeschränkt haltbar ist.

Ganz im Gegenteil könnte eine derartig einseitige Sicht sogar mögliche Auswege aus der Finanzkrise behindern, da Verbriefungen eine Möglichkeit darstellen, die Kreditversorgung der Wirtschaft ohne die angeschlagenen Banken darzustellen. Aus diesem Grund sollen in diesem Kapitel die Wirkung und Funktionsweise dieser Produkte genauer beschrieben werden.

3.1 Asset-Backed Securities (ABS)

Bei ABS handelt es sich um Anleihen, die von einer Zweckgesellschaft begeben werden und die mit den Aktiva, also dem Vermögen, dieser Zweckgesellschaft besichert sind. Daher stammt der Begriff „Asset-Backed“, was so viel bedeutet wie „mit Vermögen/Aktiva besichert“. Die Zweckgesellschaft selbst hat kein operatives Geschäft, sondern dient allein der Durchleitung der Finanzierung von Krediten vom Kapitalmarkt. In diesem Fall werden die Kredite somit nicht über „den Umweg“ der Bankbilanz refinanziert, die sich ebenfalls wieder am Kapitalmarkt refinanziert, sondern direkt über den Kapitalmarkt. Der Vorteil von ABS für Kapitalmarkt-Investoren besteht darin, dass sie nur das begrenzte Risiko des verbrieften Kreditportfolios übernehmen und nicht das Gesamtbankrisiko. Dieser Vorteil fällt natürlich weg, wenn der Staat die Gesamtbankrisiken garantiert.

Eine wesentliche Voraussetzung für die Durchführung einer solchen Struktur ist die Vermeidung von Umsatzsteuern beim Ankauf der Kredite und Verkauf der Anleihen. Eine solche Besteuerung würde eine ABS-Transaktion unrentabel werden lassen. Da die Steuergesetzgebungen in den meisten Industriestaaten diese Besonderheiten von ABS-Zweckgesellschaften nicht berücksichtigen, werden die meisten ABS-Zweckgesellschaften in so genannten Steueroasen, das heißt Länder mit einer flexiblen Steuergesetzgebung aufgesetzt. Typische Standorte für

ABS-Zweckgesellschaften sind deshalb die Kanalinseln Guernsey und Jersey, die Kaiman-Inseln sowie der US-Staat Delaware.

Wie jede Gesellschaft stellt auch eine ABS-Zweckgesellschaft eine ordnungsgemäße Bilanz auf, nach den gleichen Richtlinien wie eine „normale“ Gesellschaft.

Abbildung 24: Beispielhafte Bilanz einer ABS-Zweckgesellschaft

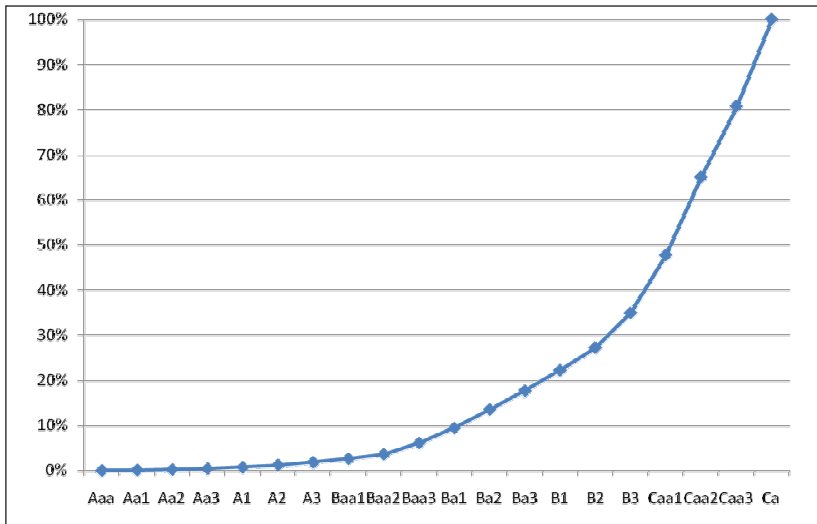
<p>Aktiva</p> <p>Die ABS-Zweckgesellschaft kauft ein Kreditportfolio</p>	<p>Passiva</p> <p>Die ABS-Zweckgesellschaft verkauft Anleihen</p>
<p>Kreditportfolio</p> <p>Mögliche Kreditarten:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Private Hypotheken ▪ Gewerbliche Hypotheken ▪ Konsumentenkredite ▪ Autokredite ▪ Studentenkredite 	<p>Erstrangige Anleihe: AAA-Tranche</p>
	<p>2. Rang: AA-Tranche</p>
	<p>3. Rang: BBB-Tranche</p>
	<p>4. Rang: BB-Tranche</p>
	<p>Vorzugsaktien</p>

Die Finanzierung des Vermögensankaufs der Zweckgesellschaft, also der Kredit- oder Anleiheportfolien, wird ermöglicht durch die Ausgabe von Anleihen mit unterschiedlicher Rangigkeit, wobei gleichrangige Anleihen als „Tranche“ bezeichnet werden. Durch die unterschiedliche Rangigkeit der Tranchen besitzt jede Tranche ein unterschiedliches Risikoprofil. Das Risikoprofil jeder Tranche

wird von mindestens einer der drei international anerkannten Ratingagenturen³⁷ analysiert und mit dem sogenannten „Rating“ bewertet. Das Rating soll das Ausfallrisiko quantifizieren, das mit einer Tranche einhergeht. Die Ratings der drei Ratingagenturen sind einheitlich strukturiert und sollen grundsätzlich die gleiche Aussagekraft besitzen.³⁸

Der Risikogehalt der unterschiedlichen Ratings kann folgendem Schaubild entnommen werden:

Abbildung 25: Ratingskala



Quelle: Moody's Investor Service

Die Ratings zwischen Aaa und Baa3 werden in der Finanzwelt als „Investment-grade“ bezeichnet. Anleihen mit einem Rating von Ba1 oder schlechter wurden früher als „junk bonds“ („Müll Anleihen“) und heute – politisch korrekt – als „Non-Investmentgrade“ bezeichnet. Die Prozentangabe gibt an, welcher Verlust innerhalb eines Zeitraums von zehn Jahren insgesamt zu erwarten ist (der so genannte „Expected Loss“). Demnach soll bei einer mit Aaa-bewerteten Anleihe mit einem kumulierten Verlust von 0,01 % des eingesetzten Kapitals während eines

37 Hierbei handelt es sich um die US-amerikanischen Unternehmen Moody's Investor Service (Moody's), Standard & Poors (S&P) sowie Fitch Ratings (Fitch).

38 Allerdings sollte hierbei bedacht werden, dass die Ratingansätze sich unterscheiden. Während Fitch und S&P mit ihren Ratings die Ausfallwahrscheinlichkeit des ersten Ausfalls bemessen, konzentriert sich Moody's auf die Abschätzung des insgesamt zu erwartenden Verlustes.

Zeitraums von zehn Jahren zu rechnen sein. In Bezug auf viele ABS-Anleihen mit einem Aaa-Rating hat sich diese Einschätzung in den vergangenen Jahren leider nicht realisiert.

3.1.1 Motivation von ABS-Transaktionen

ABS-Transaktionen lassen sich gedanklich in zwei Schritte zerlegen: Zum einen muss die Bank den Kredit analysieren und originieren (d. h. sie muss Kontakt zum Kunden aufnehmen und die Kreditverträge mit dem Kunden verhandeln und abschließen). Zum anderen muss die Bank den Kredit über ihre Bilanz finanzieren. Hierzu braucht sie ausreichendes Eigenkapital sowie Zugang zum Kapitalmarkt oder Spareinlagen von Kunden. An dieser Stelle sollte hervorgehoben werden, dass Banken in der Regel nur zu einem geringen Anteil ihr eigenes Geld verleihen; vielmehr müssen sie sich die verliehenen Beträge selber am Kapitalmarkt leihen. ABS-Transaktionen ermöglichen es den Banken, sich auf die Analyse und Originierung von Krediten zu fokussieren. Das kann in verschiedenen Fällen für Banken nicht nur wirtschaftlich, sondern auch zur Risikominimierung erforderlich sein, z. B.,

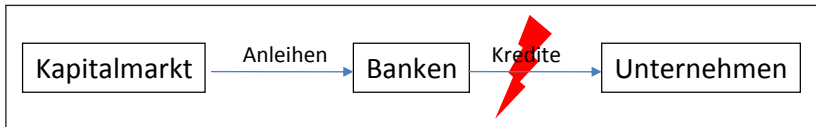
1. wenn Banken auf eine Region oder eine Branche fokussiert sind, mit der Folge einer hohen Risikokonzentration. Insbesondere Ratingagenturen sehen eine Risikokonzentration kritisch, was in der Regel ein schlechteres Rating und damit einhergehend höhere Finanzierungskosten nach sich ziehen.
2. Das Wachstumspotenzial der Bank ist durch ihr Vertriebsnetz eingeschränkt.
3. Außerdem kann es vorkommen, dass eine Bank weitere Kreditnachfragen nicht bedienen kann, weil sie bereits ein hohes Kreditvolumen an diesen Kunden vergeben hat und durch weitere Kredite die aufsichtsrechtlich vorgegebene Grenze für Großkredite³⁹ überschreiten würde.
4. Viele Banken haben in den vergangenen Jahren, und zwar schon vor der Finanzkrise, ihre Geschäftsstrategie geändert. Sie wollten sich vom Risikonehmer zum Risikomanager entwickeln. Dieses Geschäftsmodell sollte weniger schwankungsanfällig sein und benötigt weniger Eigenkapital. In diesem Fall kann die Bank die Auslastung ihrer bestehenden Infrastruktur an Fachpersonal und IT-Systemen für Kreditanalyse und Überwachung unabhängig von ihrer Kapitalausstattung erhöhen.

39 Um Klumpenrisiken zu vermeiden, gibt der Gesetzgeber im Kreditwesengesetz Höchstgrenzen hinsichtlich des Kreditvolumens vor, das eine Bank pro Kreditnehmereinheit vergeben darf. Diese Höchstgrenze wird als Großkreditgrenze bezeichnet.

Aus den oben genannten Gründen kann es für eine Bank vorteilhaft sein, Kredite von ihrer Bilanz an eine ABS-Zweckgesellschaft zu verkaufen und diese Kredite nicht mehr über die eigene Bilanz zu refinanzieren sondern direkt über den Kapitalmarkt.

Das folgende Schaubild zeigt das Prinzip noch einmal in vereinfachter Form:

Abbildung 26: Bank als Intermediär zwischen Kapitalmarkt und Kreditnehmer



Die oben stehende Grafik verdeutlicht, dass das Kapital, das an die Kreditnehmer ausgezahlt wird, nicht von der Bank kommt, sondern nur von der Bank durch geleitet wird, da sich auch die Bank den Großteil des verliehenen Geldes am Kapitalmarkt leiht. Eine ABS-Zweckgesellschaft erfüllt eine vergleichbare Funktion. Exkurs Subprime ABS:

Als Auslöser für die Finanzkrise wird in der Öffentlichkeit regelmäßig der Subprime ABS-Markt genannt, oftmals wird von „toxischen“ Wertpapieren gesprochen. Aus diesem Grund soll dieser Begriff nachfolgend näher erläutert werden.

Bei Subprime ABS handelt es sich um Verbriefungen von Hypothekenkrediten in den USA, die an Kreditnehmer mit geringer Bonität vergeben wurden.⁴⁰ Als Motivation für die Verbriefung von Subprime-Hypotheken wird in der öffentlichen Diskussion oft kritisiert, dass die kreditgebenden Banken bewusst die schlechten Kredite für die Verbriefung ausgewählt hätten, weil sie wussten, dass diese Kredite von vornherein „toxisch“ waren. Dieses Bild hält einer nüchternen Betrachtung nur in absoluten Ausnahmefällen stand. Ein solches Verhalten wäre ökonomisch unsinnig, da jede Bank wiederholt an Investoren herantreten muss, um neue Kredite zu refinanzieren. Diese Investoren werden mit Sicherheit nicht von einer Bank Kredite kaufen, deren vorherige Verbriefungen hohe Verluste aufweisen. Zudem steht diesem Argument entgegen, dass gerade die Banken in den USA, die diese Subprime-Kredite vergeben haben, die ersten Opfer der Finanzkrise waren: Die ersten Subprime-Banken gingen 2006 in die Insolvenz, und bereits Mitte 2007

40 Private Hypotheken an Schuldner mit mittlerer Bonität werden „Alt-A“ und an Schuldner mit guter Bonität „Prime“ genannt.

waren die meisten Subprime-Banken vom Markt verschwunden, mit hohen Verlusten für deren Eigentümer und Mitarbeiter.⁴¹

Natürlich lassen sich unlautere Motive nicht bei allen Mitarbeitern in diesem Geschäft ausschließen. Die ökonomischen Anreize waren jedoch so, dass diese Gruppe eher eine Minderheit war. Außerdem zeigen die hohen Verluste der Subprime-Banken, dass diese stets auch ein erhebliches Restrisiko der verbrieften Kredite einbehalten hatten und somit ein Interessengleichlauf mit den ABS-Investoren gegeben war.

3.1.2 ABS-Struktur

Das Aufsetzen einer ABS-Transaktion verläuft zu einem großen Teil standardisiert. In diesem Geschäft sind eine Vielzahl von spezialisierten Dienstleistern tätig, die in den Finanzzentren London und New York sowie in den Steueroasen residieren und mit dem Aufsetzen einer ABS-Zweckgesellschaft beauftragt werden können. An einer ABS-Transaktion sind folgende Parteien beteiligt:

- **Kredit-Bank:** Die kreditgebende Bank, die die Kredite vergeben hat, die mit der ABS-Transaktion verbrieft werden sollen. Die Kredit-Bank möchte die ABS-Transaktion so günstig wie möglich umsetzen. Neben den Transaktionskosten für die Provisionen der Ratingagentur und der Investmentbank sind die Zinskosten, die für die ABS-Tranchen an die Investoren gezahlt werden müssen, der entscheidende Kostenfaktor.
- **Kredit-Servicer:** Sobald die Kredit-Bank die Kredite an die ABS-Zweckgesellschaft übertragen hat, ist sie nicht mehr für die weitere Bearbeitung dieser Kredite zuständig. Um die weitere Betreuung der Kredite sicherzustellen, wird für die ABS-Zweckgesellschaft ein Kredit-Servicer eingesetzt, der sich ab sofort um die Betreuung der Kreditnehmer kümmert und den Zahlungseingang fälliger Zinsen und Rückzahlungen überwacht. Bei vielen ABS-Transaktionen wird die Kredit-Bank bei der ABS-Transaktion auch als Kredit-Servicer eingesetzt. Das muss jedoch nicht immer der Fall sein. Insbesondere in den USA gibt es viele auf diese Aktivität spezialisierte Dienstleister, an die diese Aufgaben oftmals übertragen werden.
- **Arrangeur:** Die arrangierende Investmentbank hat die entscheidende und steuernde Funktion beim Aufsetzen einer ABS-Transaktion. Sie wird von der Kredit-Bank beauftragt, die Verbriefung durchzuführen, d. h. die Investmentbank kümmert sich um das Projektmanagement, die Beauftragung aller

41 Vgl. hierzu „Centerbridge to buy Green Tree Servicing: Subprime Scorecard“, Artikel von Bloomberg am 10.07.2007 um 15h27.

relevanten Dienstleister, die Diskussion mit den Ratingagenturen und den Verkauf der ABS-Anleihen. Die Investmentbank hat das Ziel, ihre Kunden, die Kredit-Banken, zufrieden zustellen, um weitere ABS-Transaktionen für diese Kunden durchzuführen. Die Qualität der Investmentbank wird daran gemessen, wie günstig sie die ABS-Tranchen an die Investoren verkaufen kann. Das erreicht sie zum einen durch eine möglichst breit gestreute Ansprache von Investoren weltweit und zum anderen, indem sie die Ratingagentur überzeugt, ein möglichst gutes Rating für die ABS-Tranchen zu vergeben. Darüber hinaus fungiert die arrangierende Investmentbank meistens als Swap-Gegenpartei für die Zweckgesellschaft, wenn Zins- und Währungsrisiken aus den Zahlungsströmen des Kreditportfolios abgesichert werden sollen.

- **Substanzsteller:** Das sind in der Regel Rechtsanwaltskanzleien, die vor Ort in den Steueroasen, in denen die ABS-Zweckgesellschaft entstehen soll, der ABS-Zweckgesellschaft die rechtliche und operative Substanz geben. Die Substanzsteller stellen den Geschäftsführer der Gesellschaft, legen einen Briefkasten an und geben ihr eine Telefonnummer.
- **Treuhand-Bank:** Sie richtet die Konten und Depots für die ABS-Zweckgesellschaft ein. Darüber hinaus kann sie auch Zahlungen im Namen der ABS-Zweckgesellschaft ausführen, wenn das in der Satzung der Gesellschaft so bestimmt wurde. Das ist in der Regel der Fall, wenn es um die Auszahlung der Zinsen und die Rückzahlungen an die ABS-Investoren geht. Außerdem erstellt die Treuhand-Bank die monatlichen oder quartalsweisen Investorenreports und verteilt diese an die gemeldeten Investoren.
- **Ratingagentur:** Die Ratingagentur wird damit beauftragt, für alle ABS-Tranchen eine Einschätzung des Kreditausfallrisikos in Form eines Ratings vorzunehmen. Die Beauftragung erfolgt durch den Arrangeur, aber im Namen (und auf Kosten) der ABS-Zweckgesellschaft. Die Ratingagentur wertet die Daten des Kreditportfolios aus. Hierzu stehen der Ratingagentur eine Fülle von Daten zu jedem einzelnen Kredit zur Verfügung. Die Anzahl der Kredite hängt sehr von der Kreditart ab. Bei kleinteiligen Konsumentenkrediten können bis zu 20.000 Kredite in einer ABS-Transaktion verbrieft werden. Bei großvolumigen gewerblichen Hypotheken kann im Extremfall sogar nur ein einziger Kredit in einer ABS-Transaktion verbrieft werden. Die Motivation der Ratingagentur liegt ähnlich wie bei der Investmentbank darin, dass sie auch bei künftigen ABS-Transaktionen von der Investmentbank engagiert werden möchte. Die Ratingagentur wird zwar indirekt von der Kredit-Bank bezahlt, der Auswahlprozess kann jedoch von der Investmentbank stark beeinflusst werden.

Exkurs: Interessenkonflikt der Ratingagenturen

Aus der Darstellung der oben genannten Interessenlagen der beteiligten Institutionen bei einer ABS-Transaktion wird deutlich, dass ein erheblicher Interessenkonflikt bei den Ratingagenturen existiert. Der Wettbewerb zwischen den drei großen Ratingagenturen ist sehr transparent: Fitch, S&P und Moody's haben alle die gleichen Preise, arbeiten gleich schnell und sind jederzeit verfügbar. Demnach ist das einzige Unterscheidungskriterium das Rating, das sie für die ABS-Tranchen vergeben. Das Rating wiederum hat einen entscheidenden Einfluss darauf, wie günstig die ABS-Tranchen an die Investoren verkauft werden können. Weltweit verlassen sich die meisten Investoren bei ihrer Risikoanalyse auf die von diesen Ratingagenturen vergebenen Ratings und der damit einher gehenden Risikoeinschätzung. Teilweise orientieren sich sogar die aufsichtsrechtlichen Regeln an den Ratings dieser Agenturen. Hierdurch besitzen die Ratingagenturen einen entscheidenden Einfluss auf die Preisbildung und Platzierbarkeit von ABS-Tranchen.⁴² Der Wettbewerb unter den Ratingagenturen macht es offensichtlich, dass nur die Ratingagentur wirtschaftlich erfolgreich sein wird, die ihre Kunden, die Kreditbanken und die Investmentbanken, mit guten Ratings zufrieden stellt. Daraus erwächst natürlich ein klarer Interessenkonflikt mit den Investoren der ABS-Tranchen, die zu einem großen Teil auf die objektive Aussagekraft dieser Ratings vertrauen. Dieser Interessenkonflikt besteht zwar grundsätzlich auch bei Ratings von anderen Wertpapieren, z. B. bei Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und Pfandbriefen. Beim Rating von ABS-Tranchen ist er jedoch größer bzw. fällt mehr ins Gewicht, da es erheblich mehr Emissionen bei ABS-Transaktionen gab als bei den anderen Wertpapieren. Zudem war es bei solchen Emissionen vergleichsweise einfach, die Ratingagentur auszuwechseln, als z. B. bei Unternehmensanleihen, da die Analyse eines Unternehmens am Anfang einen großen Aufwand für die Ratingagentur bedeutet und bei den Ratings weiterer Emissionen des gleichen Unternehmens ein erheblich geringerer Aufwand erforderlich ist. Bei ABS-Transaktionen ist das anders, da jede ABS-Emission eine eigenständige Emission mit individuellem Risikoprofil darstellt. Es liegt die Vermutung nahe, dass die hohe Ungenauigkeit, die im Nachhinein bei den Ratings von ABS und anderen Verbriefungstransaktionen festgestellt wurde, zu einem großen Teil auf die Existenz dieses Interessenkonflikts und des starken Wettbewerbs zwischen den Ratingagenturen zurückzuführen ist. Dieser Interessenkonflikt besteht auch nach Ausbruch der Finanzkrise. Das bezeugt die Aussage eines Analysten von Moody's in New

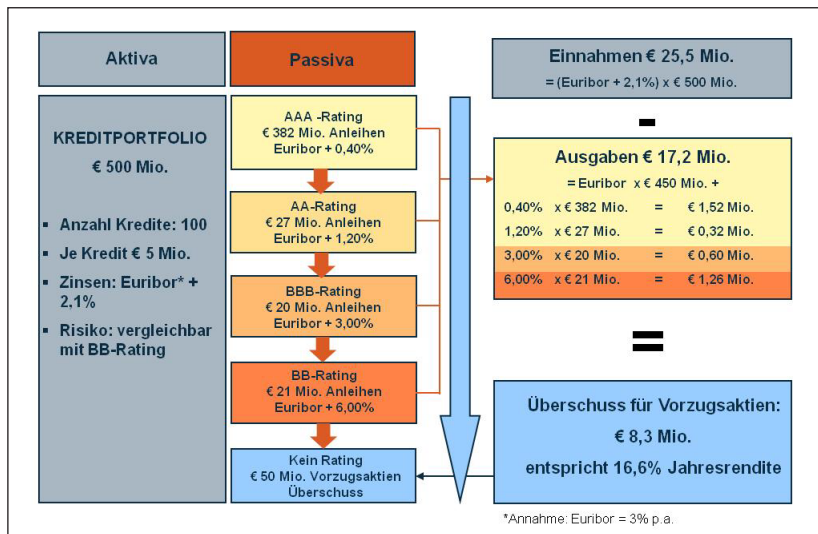
42 Das gilt übrigens nicht nur für ABS-Tranchen sondern für alle festverzinslichen Wertpapiere, wie Anleihen, Pfandbriefe, u. ä.

York, der vor dem US-Kongress in Washington aussagte, dass seiner Meinung nach auch zu Beginn des Jahres 2009 immer noch bewusst zu positive Ratings bei Verbriefungen vergeben werden.⁴³

3.1.3 Funktionsweise und Risikoprofil einer ABS-Transaktion

Die Funktionsweise und das Risikoprofil einer ABS-Transaktion sollen anhand der Darstellung einer ABS-Bilanz dargestellt werden.

Abbildung 27: Wirtschaftlichkeit einer ABS-Transaktion



Das Aufsetzen einer ABS-Transaktion wird auch als Strukturierung bezeichnet. Die Strukturierung betrifft hauptsächlich die Auswahl des zu verbriefenden Kreditportfolios sowie die Definition der Größe der zu emittierenden Anleihen, die so genannte Tranchendicke. Darüber hinaus können auch Mechanismen in die Anleihebedingungen eingefügt werden, die die Zahlung von Zinsen von bestimmten Bedingungen abhängig machen. Beispielsweise kommt es vor, dass Zinsen der Tranchen unterhalb des ersten Ranges nicht ausgezahlt werden, wenn es zu erhöhten Kreditausfällen im Kreditportfolio kommt. Diese nicht ausgezahlten Zinsen werden dann umgeleitet zur vorzeitigen Tilgung der erstrangigen Tranche mit dem

43 Vgl. hierzu „Congress takes on credit ratings“, Wall Street Journal, 24.09.2009.

AAA-Rating. Ein solcher Mechanismus wird auch als Krediterhöhung bezeichnet, da er die Sicherheit der Rückzahlung der erstrangigen Tranche erhöht.

Das Risiko für die Investoren in ABS-Tranchen besteht darin, dass Zins- und/oder Rückzahlungen ausbleiben. Dieses Risiko hängt unmittelbar mit dem Risiko des verbrieften Kreditportfolios sowie mit der Subordination und der Dicke der ABS-Tranche zusammen. Mit Subordination ist die Summe der Tranchen gemeint, die nachrangig zu der betrachteten Tranche sind. In unserem Beispiel beträgt die Subordination der BB-Tranche € 50 Mio. bzw. 10% des Kreditportfolios. Die Tranchendicke beträgt bei der BB-Tranche € 23 Mio. bzw. 1,15% des Kreditportfolios. Bei dieser Struktur wird die BB-Tranche einen ersten Verlust erleiden, wenn mehr als 10 Kredite im Kreditportfolio der ABS-Zweckgesellschaft komplett ausfallen. Ein Totalverlust der BB-Tranche wäre bei fünf weiteren Totalausfällen im Kreditportfolio erreicht.

An dieser Stelle sei angemerkt, dass sich viele Investoren bei der Risikoanalyse von ABS-Tranchen oftmals von der vermeintlichen zusätzlichen Sicherheit durch die Subordination fehlleiten ließen. Im Vergleich zu einem Direktinvestment in ein Kreditportfolio bietet die ABS-Tranche zwar den Vorteil, dass die Subordination verhindert, dass bereits beim ersten Verlust im Portfolio ein Verlust beim Investor entsteht. Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit für den Eintritt eines Verlustes (der „First Dollar Loss“) geringer ist als bei einem Direktinvestment in ein Kreditportfolio. Allerdings wird hierbei vergessen, dass die geringe Tranchendicke dazu führt, dass die Höhe der Verluste drastisch zunimmt, wenn es zu vermehrten Ausfällen im Kreditportfolio kommt. Das wiederum hat zur Folge, dass die Wahrscheinlichkeit eines erheblichen Verlustes (die durchschnittliche „Loss Severity“) erheblich höher ist als bei einem Direktinvestment in ein Kreditportfolio. Die trügerische Sicherheit der Subordination hat möglicherweise viele Investoren zur Fehleinschätzung des Risikogehaltes von ABS-Tranchen verleitet. Grundsätzlich ist eine Investition in eine nicht-erstrangige ABS-Tranche immer als ein gehebeltes Investment in ein Kreditportfolio zu betrachten. Demnach können je nach Rang der ABS-Tranche, die ein Investor erworben hat, kleine Verluste im Kreditportfolio große Verluste in der ABS-Tranche erzeugen (nämlich wenn der Investor in eine entsprechend niederrangige Tranche investiert hat, die bereits bei den ersten Verlusten im Kredit-Portfolio an diesen Verlusten teilhat).

Bei der Strukturierung der ABS-Transaktion müssen die Investmentbank und die Ratingagenturen sich mit der Frage des Risikos jeder einzelnen Tranche auseinandersetzen und die adäquate Subordination und Dicke für jede Tranche festlegen. Die Definition von Subordination und Tranchendicke hängt zu einem sehr

großen Teil von den zu erwartenden Ausfällen im Kreditportfolio ab. Das ist der schwierigste Teil der Strukturierung, da an dieser Stelle Prognosen bezüglich der folgenden Entwicklungen getroffen werden müssen:

- **Erwarteter Ausfall:** Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein Kredit im Portfolio ausfällt?
- **Erwarteter Verlust:** Wie hoch wird der realisierte Verlust im Falle eines Ausfalls sein?
- **Korrelation:** Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein weiterer Kredit ausfällt, wenn zuvor bereits ein anderer Kredit ausgefallen ist?

Zu diesen Faktoren müssen quantitative Annahmen getroffen werden, um anschließend die Subordination und Tranchendicke vorgeben zu können.

Es liegt auf der Hand, dass dieser Vorgang der Quadratur des Kreises ähnelt, denn es ist schlicht unmöglich, in der Zukunft liegende Ereignisse exakt vorherzusagen. Trotzdem erfordert die Verbriefung genau das. Sie beruht auf der Annahme, dass Risiken hundertprozentig genau quantifiziert werden können. Hier liegt sicherlich ein Kernproblem von Strukturierungen. Dieses Problem wurde zudem verstärkt durch die Interessenkonflikte der Ratingagenturen und Investmentbanken: Die Investmentbank möchte für ihren Kunden, die Kredit-Bank, ein möglichst hohes Rating für alle ABS-Tranchen erzielen, und die Ratingagentur kann nur dann auf weitere Aufträge hoffen, wenn sie den Wünschen ihrer Kunden Folge leistet. Folglich ist nicht auszuschließen, dass die Versuchung auf allen Seiten groß war, den Ermessensspielraum hinsichtlich des zu erwartenden Verlustes am unteren Ende und potenzielle Risiken eher gering anzusetzen.

3.1.4 Der Verkauf von ABS-Tranchen

Beim Verkauf von ABS-Tranchen muss zwischen dem Primärmarkt und dem Sekundärmarkt unterschieden werden. Der Primärmarkt beschreibt den Zeitpunkt der Emission der ABS-Tranche, also den ersten Verkauf. Mit Sekundärmarkt wird der weitere Handel beschrieben, wenn also ein Investor seine ABS-Tranche weiter verkaufen möchte.

Vor der Emission spricht die Investmentbank weltweit alle Investoren an, die für eine ABS-Tranche als Käufer in Frage kommen und zu denen die Investmentbank eine Kundenbeziehung hat. Bei sehr großen Transaktionen kann es sinnvoll sein, mehrere Investmentbanken mit dem Verkauf der ABS-Tranchen zu beauftragen, wenn diese unterschiedliche Kunden und Regionen abdecken.

Jeder ABS-Investor erhält die gleichen Informationen, die im offiziellen Angebotsprospekt (englisch „Offering Memorandum“) zusammengefasst sind. Die

Informationstiefe des Offering Memorandum ist in der Regel geringer als die Informationen, die die Ratingagenturen erhalten haben. Außerdem haben die Investoren auch weniger Zeit für die Analyse, da zwischen Versand der Informationen und dem von der Investmentbank vorgegebenen Stichtag zur letzten Abgabe von Kaufaufträgen oftmals nur wenige Tage liegen. Dieser Zeitraum hängt stark von dem Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage ab. 2003, als die Nachfrage noch sehr gering im Vergleich zum Angebot war, hatten die Investoren mehrere Wochen Zeit für die Analyse. 2006, als die weltweite Nachfrage enorm angestiegen war, hatte sich dieser Zeitraum auf wenige Tage reduziert. Teilweise sogar noch weniger, da die Emissionen mehrfach überzeichnet waren und nur die ersten Investoren bedient wurden. Hierdurch wurde die Abhängigkeit der Investoren von den Ratingagenturen zusätzlich erhöht.

Der Sekundärmarkt, also der Handel von bereits emittierten ABS-Tranchen, war bis Mitte 2007 sehr liquide, da eine hohe Nachfrage auf ein begrenztes Angebot traf. Das galt insbesondere für die mit AAA und AA bewerteten ABS-Tranchen. Viele Investoren, die bei der Emission keine Zuteilung bekommen hatten, haben daher versucht, über den Sekundärmarkt ABS-Tranchen zu erwerben.

Dieses Marktverhalten ist vergleichbar mit der großen Nachfrage nach Aktienemissionen am Neuen Markt bis Mitte 2000. Damals überstieg die Nachfrage nach Erstemission stets das Angebot. Hierdurch kam es anschließend zu einem regen Handel mit stetiger Wertsteigerung der Papiere am Sekundärmarkt.

3.2 Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)

Bei RMBS handelt es sich um die Verbriefung privater Hypothekenkredite. Die Ausgestaltung der Verbriefungen hängt von der Ausgestaltung der jeweiligen privaten Hypotheken ab und kann von Land zu Land sehr unterschiedlich sein. Das bedeutet auch, dass das Risikoprofil für den RMBS-Investor stark von der Ausgestaltung und dem Rechtssystem der vergebenen Hypotheken im verbrieften Kreditportfolio abhängt. So unterscheiden sich die privaten Hypotheken in den unterschiedlichen Ländern anhand verschiedener Merkmale, wie z. B. Laufzeit, Zinsbindung, variabler oder festverzinslicher Zinszahlung, Rückzahlungsbedingungen, u. a.. Der größte Unterschied zwischen privaten Hypotheken in den USA und denen in anderen Ländern besteht in Bezug auf die Haftung des privaten Hypothekenschuldners.

In den USA haftet ein privater Hypothekenschuldner nur mit der finanzierten Immobilie für die Rückzahlung der Hypothek. Das unterscheidet die Haftungsregeln für amerikanische Hypotheken von denen in anderen Industrieländern, wo der private Schuldner immer auch mit seinem gesamten privaten Vermögen für die Rückzahlung der Hypothek haftet. Das entsprechende Gesetz wurde in den USA verabschiedet mit dem Ziel, die Wohneigentumsquote zu erhöhen und den privaten Konsum anzukurbeln.⁴⁴

Hierdurch entsteht ein gänzlich anderes Risikoprofil für Investoren in US-amerikanischen RMBS verglichen mit RMBS-Tranchen aus Europa: Während die Rückzahlung der RMBS-Tranchen außerhalb der USA davon abhängt, ob der private Schuldner seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann (d. h. u. a. abhängig ist von der Arbeitslosenquote und der Lohnentwicklung), hängt die Rückzahlung von RMBS-Tranchen in den USA hauptsächlich davon ab, ob der private Schuldner zur Rückzahlung bereit ist! Die Motivation zur Rückzahlung wiederum hängt zum größten Teil von der Entwicklung des Hauspreises und vom Eigenanteil des privaten Schuldners an der Finanzierung ab.

Dementsprechend hängt der Investor in US RMBS-Tranchen in hohem Maße von der Entwicklung der Häuserpreise in den USA ab. Solange die Häuserpreise steigen, treten die Ausfälle nicht auf und die einzigen Ausfälle werden hervorgerufen von Schuldnern, die wirklich nicht länger bezahlen können, z. B. bei Verlust des Arbeitsplatzes oder Scheidung.

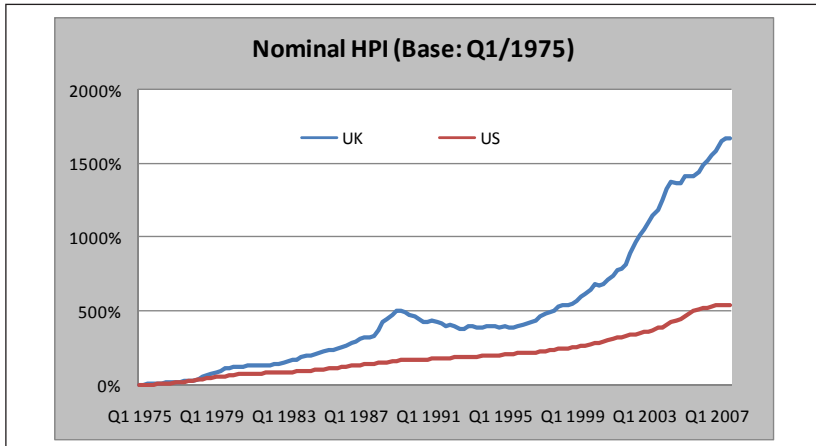
Aus diesem Grund sieht der amerikanische Privatmann sein Haus zu einem großen Teil als Spekulationsobjekt. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn er gar kein oder nur einen geringen eigenen Anteil an der Finanzierung geleistet hat. Diese Einstellung ist unabhängig von der sozialen Schicht in den USA weit verbreitet. Sobald der Wert des eigenen Hauses unter die Höhe der ausstehenden Schulden sinkt, macht die weitere Bedienung der Hypothek wirtschaftlich keinen Sinn für ihn.⁴⁵ Im Gegenteil, je nach den lokalen Gesetzen des Bundesstaates braucht die Bank neun bis 18 Monate, um den Schuldner aus dem Haus heraus zu klagen. Das wird von dem Schuldner als „mietfreie Zeit“ angesehen. Vor diesem Hintergrund sind die in der Öffentlichkeit oft gezeigten Bilder von Familien aus schwachen sozialen Schichten, die aus ihrem Haus geklagt werden, nur bedingt nutzbar für den

44 Eine weitere wichtige rechtliche Änderung bestand darin, dass dem Schuldner das Recht zugesichert wurde, seine Hypothek jeder Zeit, ohne die in Deutschland oft fällige Zahlung einer Vorfälligkeitsentschädigung, tilgen zu können.

45 Im Finanzjargon wird in diesem Fall von einer einseitigen Option zugunsten des Hypothekenschuldners gesprochen, da er von steigenden Häuserpreisen profitiert, ohne bei fallenden Häuserpreisen einen Verlust zu erleiden.

Vorwurf an Banken wegen einer rücksichtslosen Kreditvergabe. Vielmehr konnten viele US-Haushalte lange Jahre in Häusern wohnen, die sie sich normalerweise nicht hätten leisten können, und müssen nun wieder aus diesen Häusern ausziehen.

Abbildung 28: Entwicklung der Häuserpreise in den USA und Großbritannien



Quelle: Federal Reserve; Bank of England

Die Häuserpreise sind in den USA bis Ende 2005 ständig gestiegen. Fallende Häuserpreise hat es seit über dreißig Jahren in den USA nicht mehr gegeben. Demnach hatten seit über dreißig Jahren die Hypothekenschuldner in den USA stets ein Interesse, ihre Hypotheken zu bedienen. Das war seit Ende 2005 nicht mehr der Fall, und aus diesem Grund waren die Verluste, die am US-Hypothekenmarkt und bei US-amerikanischen Verbriefungen seit 2006 entstanden sind, so groß und jenseits dessen, was man aus der Vergangenheit kannte. Das ist wahrscheinlich auch der Grund, warum kaum jemand diese Krise vorhergesagt hat. Seit Jahrzehnten ging alles gut, und jeder hatte daran verdient.

Der Einfluss des US-amerikanischen RMBS-Marktes auf die Weltwirtschaft ist von großer Bedeutung. Seit den 1980er Jahren konnte sich der amerikanische Verbraucher nicht nur auf den Vermögensaufbau durch seine eigene Arbeit verlassen sondern auch auf stetigen Vermögenszuwachs aufgrund der Wertsteigerung seines Hauses. Man darf nicht vergessen, dass bei einem Eigenanteil von 20% eine Wertsteigerung des Hauses um 10%, einer Steigerung des Vermögensanteils des Schuldners um 50% gleichkommt.

Dieser fünffache Hebel soll nachfolgend kurz erläutert werden:

- Der Schuldner besitzt \$ 40.000 und möchte ein Haus für \$ 200.000 kaufen.

- Hierfür geht er zur Bank und leiht sich \$ 160.000.
- Der Preis seines Hauses steigt um 10 % auf \$ 220.000, und der Schuldner verkauft das Haus zu diesem Preis.
- Nach Tilgung des Kredites verbleiben dem Schuldner \$ 60.000.
- Das entspricht einer Wertsteigerung um 50 % auf das eingesetzte Kapital des Schuldners.

Aufgrund dieses Mechanismus konnte der US Konsument seit den 1980er Jahren konstant über ein stärker steigendes Einkommen verfügen als in anderen Industrieländern. Da sein Vermögen hierdurch ständig wuchs, konnte er seine Sparquote reduzieren und einen großen Teil des Vermögenszuwachses für den Konsum ausgeben. Hierdurch wiesen zum einen die USA über Jahrzehnte hinweg ein höheres Wirtschaftswachstum auf als andere Industrienationen. Zum anderen konnten aufgrund der hohen Importnachfrage der US-Bürger auch die Exportnationen auf der Welt vom Konsum der US-Bürger profitieren. Allerdings war diese erhöhte wirtschaftliche Aktivität einem stetig steigenden Kreditvolumen (des amerikanischen Konsumenten) geschuldet. Dieses Phänomen bezeichnet die Bank für internationalen Zahlungsausgleich („BIZ“) als „schuldeninduziertes Wachstum“.⁴⁶

3.3 Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)

Bei CMBS-Transaktionen handelt es sich um die Verbriefung gewerblicher Hypothekenkredite. Der am längsten bestehende Markt für CMBS-Tranchen liegt wie bei RMBS ebenfalls in den USA. Hier wurden schon seit den 1990er Jahren im großen Stil gewerbliche Hypotheken verbrieft, während der Markt in Europa erst seit 2002 eine nennenswerte Größe erreicht hat.

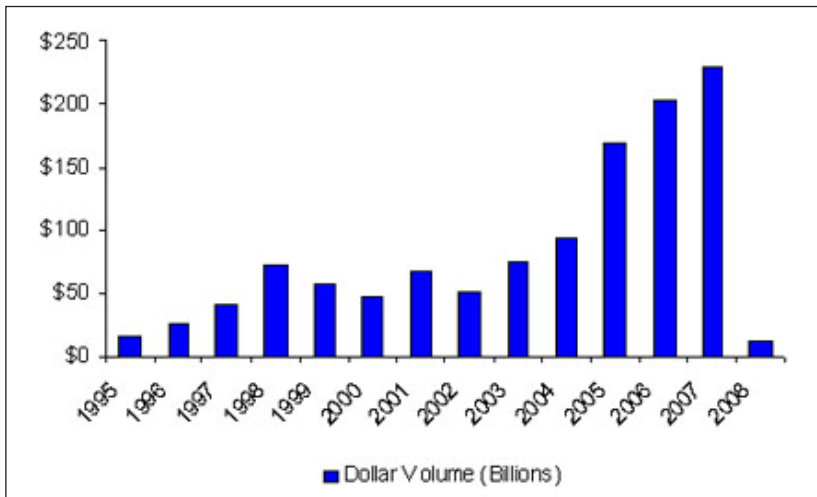
Bei allen Verbriefungen hängt die Werthaltigkeit der CMBS-Tranchen von der Entwicklung der zugrunde liegenden Kredite ab.

Wie bei den privaten Hypotheken in den USA erfolgt auch bei gewerblichen Hypotheken generell eine Besicherung der Hypothek nur in Form der Immobilie und ohne Rückgriff auf den Schuldner. Das gilt in den USA ebenso wie in Europa oder Asien und wird durch die Zwischenschaltung von Immobilien-Zweckgesellschaften erreicht, die als einziges Aktivum die Immobilie besitzen, die Kredite zum Erwerb der Immobilie aufnehmen und vom eigentlichen Investor mit Eigenkapital ausgestattet werden. Entscheidend ist, dass bei gewerblichen Immobilienkrediten oft keine Tilgung vereinbart wird und diese nur eine Laufzeit

⁴⁶ Vgl. BIZ, 79. Jahresbericht, Seite 162; vgl. hierzu auch Kapitel 2.1.

von drei bis fünf Jahren aufweisen. Das bedeutet umgekehrt, dass der Kreditgeber bzw. die CMBS-Zweckgesellschaft und mit ihr die CMBS-Tranchen bezüglich der Rückzahlung des Kapitals direkt davon abhängen, wie sich die Preise für gewerbliche Immobilien entwickeln. Denn aufgrund der Endfälligkeit der Finanzierung, kann der Kredit nur durch den Verkauf der Immobilie oder durch eine Anschlussfinanzierung beglichen werden. Demnach profitiert auch in diesem Fall der Schuldner überproportional von steigenden Immobilienpreisen, während sein Verlust auf sein eingesetztes Kapital begrenzt ist. Vor diesem Hintergrund ist es nicht verwunderlich, dass sich die Preise für gewerbliche Immobilien in den vergangenen Jahren ebenfalls sehr dynamisch nach oben entwickelt haben und dass dieser Preisanstieg von einem stetig steigenden Emissionsvolumen von CMBS in den USA und Europa begleitet wurde.

Abbildung 29: Emissionsvolumen des US CMBS Marktes (in Mrd. USD)



Quelle: Bloomberg

Für die weitere Entwicklung der Finanzkrise wird entscheidend sein, ob diese Kredite in den kommenden Jahren refinanziert werden können. Sollte das nicht der Fall sein, dürften die Zwangsverkäufe hohe Verluste bei den CMBS-Investoren erzeugen. Auch hier wird ersichtlich, welchen starken Einfluss der CMBS-Markt auf die Realwirtschaft hatte, da auf diese Weise ein starker Anstieg der Bautätigkeit finanziert und ermöglicht wurde.

3.4 Collateralized Loan Obligation (CLO)

Collateralized Loan Obligation bedeutet übersetzt „mit Krediten besicherter Schuldschein“ und hat somit eine ähnliche Bedeutung wie Asset-Backed Security. In der Finanzwelt wird der Begriff verwendet für die Verbriefung von Akquisitionsfinanzierungen, die in der Regel von Private Equity Fonds aufgenommen wurden um den Kauf von Unternehmen zu finanzieren.⁴⁷

In diesem Kreditmarkt gelten die gleichen Gesetzmäßigkeiten wie bei privaten Hypothekenkrediten aus den USA und gewerblichen Immobilienkrediten: Die Schuldner haften nur mit ihrem eingebrachten Eigenkapital, aber nicht mit ihrem Gesamtvermögen. Ebenso wie bei gewerblichen Immobilienkrediten sind auch Akquisitionsfinanzierungen meistens ohne Tilgungszahlungen und nur auf eine kurze Laufzeit von drei bis fünf Jahren angelegt. Aus diesem Grund besteht für die Rückzahlung der Kredite auch in diesem Fall eine hohe Abhängigkeit von der Möglichkeit einer Anschlussfinanzierung bei Fälligkeit auslaufender Kredite. Der CLO-Markt ist in den USA und Europa seit 2002 gleichermaßen dynamisch gewachsen. Sein starkes Wachstum hat die großvolumigen Private Equity-Übernahmen in dieser Zeit ermöglicht und war somit die Finanzierungsquelle des Booms für Unternehmenskäufe durch Private Equity Fonds. Ohne den CLO-Markt hätten viele Firmenkäufe durch Private Equity Fonds seit 2002 nicht stattfinden können.

3.5 Collateralized Debt Obligation (CDO)

CDO bedeutet übersetzt „mit Schulden besicherter Schuldschein“ und wird in der Praxis verwendet für Verbriefungen, die mit Anleihen besichert sind; im Gegensatz zu den anderen Verbriefungen (ABS, RMBS, CMBS und CLO), die mit Krediten besichert sind. In allen Fällen geht es somit um die Verbriefung von Verbindlichkeiten oder Schuldtiteln, die mal in Form des Kredites, mal in Form der Anleihe verbrieft werden.

Bei den CDOs wird unterschieden zwischen den Kreditarten, die durch die – auf der Aktiv-Seite der CDO-Gesellschaft stehenden – Anleihen verbrieft wurden. Auch wenn es hier eine Vielzahl unterschiedlicher Kategorien gibt, so sind doch, gemessen am Volumen, nur zwei Kategorien von Bedeutung:

⁴⁷ In einigen Fällen sind CLOs auch Verbriefungen von Mittelstandskrediten. In diesem Fall wird jedoch oft der Zusatz "SME" für "small and medium sized enterprises" angefügt.

- ABS-CDOs (auch bezeichnet als „CDOs auf ABS“): Hier wurden ein Großteil der US-Subprime ABS-Anleihen⁴⁸ verbrieft, d. h. auf der Aktivseite der CDO-Zweckgesellschaft befinden sich anders als bei ABS keine Kredite sondern Anleihen von ABS-Transaktionen (ABS-Tranchen), d. h. Finanztitel, die ihrerseits Verbriefungen von Portfolien mit Krediten bonitätsschwacher Schuldner darstellen. Ihrem Wachstum ist höchstwahrscheinlich auch das enorme Wachstum des Subprime-Marktes in den USA zuzurechnen. Das gilt insbesondere für die BBB- und A-notierten Anleihen von US Subprime ABS-Verbriefungen, für die es ansonsten wahrscheinlich keine Käufer in dieser Größenordnung gegeben hätte.
- Corporate-CDOs: Hier wurden Anleihen von Unternehmen verbrieft. Das konnten sowohl Unternehmen mit einem guten Rating (Investmentgrade Rating) oder mit einem schlechten Rating (Non-Investmentgrade oder „junk“) sein. Am häufigsten waren Unternehmen mit Investmentgrade Ratings.

Beide CDO-Sektoren haben ein enormes Wachstum seit 2002 erfahren und beide haben die weltweite Finanzwirtschaft nachhaltig geprägt. Sowohl die ABS-CDOs als auch die Corporate CDOs haben maßgeblich die Entwicklung von so genannten Credit Default Swaps⁴⁹, d. h. der synthetischen Kreditrisikübertragung, vorangetrieben.

Dem ABS-CDO-Sektor kommt eine besondere Bedeutung zu, da er eine Hauptfinanzierungsquelle für die Subprime-Hypotheken darstellte und somit maßgeblich das große Wachstum des US Subprime-Marktes refinanzierte.

48 Bei ABS-CDOs bzw. CDOs auf ABS handelt es sich oftmals um so genannte zweifach strukturierte Produkte (Two layer-Verbriefungen), also um eine Verbriefung bereits verbriefteter Finanztitel.

49 Siehe unten.

3.6 Asset-Backed Commercial Papers (ABCP)

Als Commercial Papers werden kurzfristig laufende Anleihen bezeichnet, die eine durchschnittliche Laufzeit von rund sechzig Tagen aufweisen. Commercial Papers sind insbesondere bei institutionellen Investoren beliebt, um Kapital, das nicht langfristig angelegt werden kann, kurzfristig rentabel „zu parken“. Es handelt sich somit um ein Geldmarktprodukt. Investoren sind Pensionsfonds oder Versicherungen, die wissen, dass sie kurzfristig Auszahlungen an Versicherungsnehmer oder Pensionäre leisten müssen und aus diesem Grund einen Teil ihres Anlagevolumens kurzfristig verfügbar halten müssen. Ein anderes Beispiel sind Finanzabteilungen von Konzernen, die jeden Tag die Liquiditätsüberschüsse des Konzerns kurzfristig anlegen müssen, da die Gelder möglicherweise in den Folgetagen für größere Ausgaben gebraucht werden, wie z. B. Gehaltszahlungen. Dieser kurzfristige Geldmarkt hat eine enorme Bedeutung und wurde bis 2007 verstärkt auch für die Finanzierung längerfristiger Aktiva von Banken genutzt. Die Liquidität des kurzfristigen Geldmarktes wurde sozusagen „angezapft“, um damit langfristige Wertpapiere zu finanzieren.⁵⁰

Dieses als Fristentransformation bezeichnete Phänomen wurde insbesondere von Banken betrieben. Das geschah mit dem Argument, dass es jederzeit möglich sei, einen neuen kurzfristigen Anleger für die Refinanzierung von auslaufenden Finanzierungen zu finden. Sollte das einmal nicht möglich sein, würde in diesem seltenen Fall einfach die Bank einspringen. Mit diesem Argument beruhigt waren die kurzfristigen Anleger bereit, langfristige Aktiva für einen kurzen Zeitraum zu finanzieren.

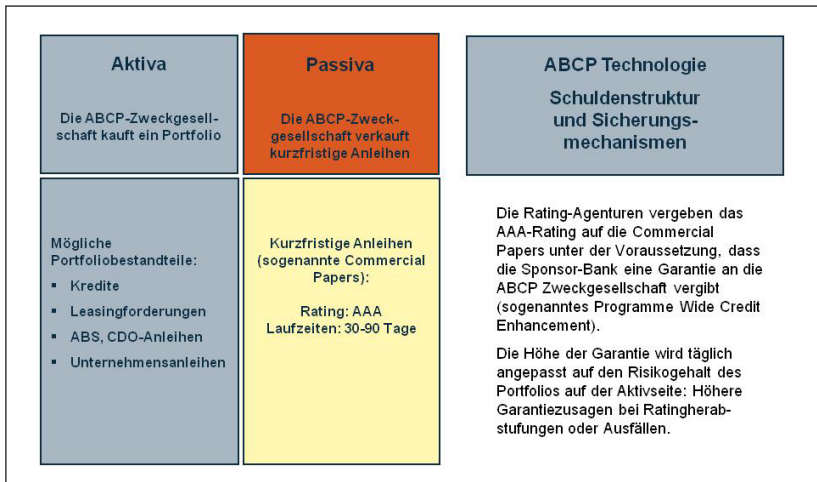
Banken haben zwar die volkswirtschaftliche Funktion, Fristentransformation zu betreiben, um die kurzfristigen Spareinlagen von Anlegern in den Kreditkreislauf zu bringen und der Wirtschaft somit als langfristig produktives Kapital zur Verfügung zu stellen. Allerdings haben die Banken diesen Auftrag weit über das volkswirtschaftlich erforderliche Maß hinaus betrieben, um ihre Profitabilität zu verbessern, was jedoch aufgrund der Fristentransformation mit einer entsprechenden Risikoausweitung verbunden war. Diese enorme Fristentransformation wurde zwischen 2002 und 2007 ermöglicht durch das große Vertrauen nahezu aller Kapitalmarktakteure weltweit, dass es jederzeit möglich sei, eine kurzfristige Anschlussfinanzierung zu erlangen. Leider hat sich diese These seit Mitte 2007

50 Vgl. hierzu Kapitel 2.2.

als nicht belastbar herausgestellt und sicherlich zum Ausbruch der Finanzkrise beigetragen.⁵¹

Bei den Asset Backed Commercial Papers handelt es sich ebenfalls um Verbriefungen, die nach dem gleichen Prinzip wie alle anderen ABS-Transaktionen funktionieren. Allerdings mit einem gravierenden Unterschied: Während bei ABS die Aktiva bis zum Ende ihrer Laufzeit von den ABS-Tranchen finanziert werden, ist das bei ABCPs nicht der Fall. ABCPs werden ebenfalls von Zweckgesellschaften ausgegeben, deren Bilanz grundsätzlich vergleichbar ist mit der einer ABS-Zweckgesellschaft.

Abbildung 30: Bilanz einer ABCP-Zweckgesellschaft



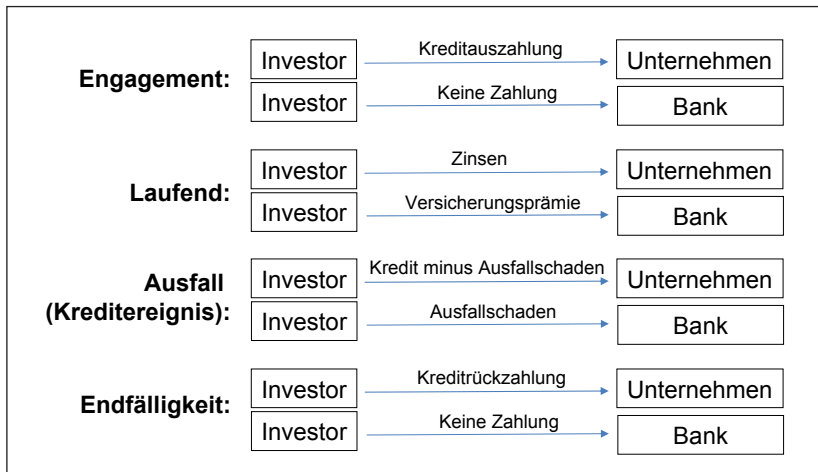
Die Käufer von ABCPs können keine eigenständige Kreditanalyse der von den ABCPs finanzierten Wertpapiere betreiben, sondern müssen auf das Versprechen des „Sponsors“ der ABCP-Zweckgesellschaft vertrauen, jederzeit einzuspringen, wenn eine Refinanzierung über die Neu-Platzierung von ABCPs nicht möglich sein sollte oder wenn Ausfälle innerhalb des Portfolios auftreten. Durch die Übernahme solcher „Eventualverbindlichkeiten“ trugen die meisten Banken das volle wirtschaftliche Risiko dieser Zweckgesellschaften. Trotzdem war es einigen Banken gelungen, ihre Wirtschaftsprüfer und Aufsichtsbehörden zu überzeugen, dass diese Zweckgesellschaften nicht zu konsolidieren und mit Eigenkapital zu unterlegen seien.

⁵¹ Vgl. hierzu Kapitel 2.2.

3.7 Credit Default Swap (CDS)

Bei Credit Default Swaps (CDS) handelt es sich um Kreditversicherungen. Wie der Name schon sagt, wird mit dem Abschluss eines CDS das Kreditausfallrisiko zwischen zwei Gegenparteien ausgetauscht („geswapt“). Das ist im Prinzip vergleichbar mit dem Kauf einer Option auf eine Aktie, bei dem der Käufer der Option am Kursverlauf der Aktie partizipiert, ohne die Aktie dafür kaufen zu müssen. Demnach fließt beim Kauf kein Geld sondern erst bei Eintritt eines vordefinierten Ereignisses – im Falle eines CDS dem Kreditausfallereignis. Im Vergleich zu einer Anleihe sehen die Zahlungsströme wie in der unten stehenden Abbildung aus.

Abbildung 31: Vergleich der Zahlungsströme eines Credit Default Swaps und einer Anleihe

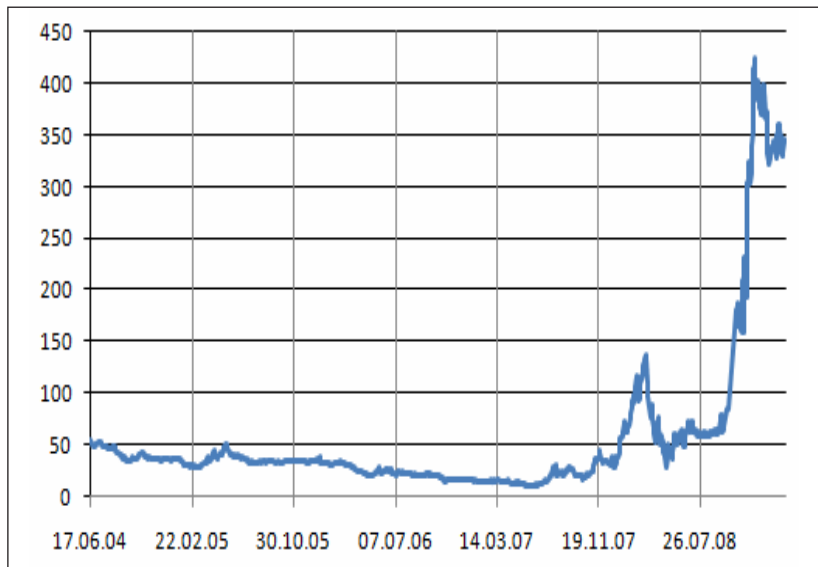


CDS können zur Absicherung von Unternehmensanleihen und ABS-Anleihen verwendet werden. Hierauf wurden bestimmte Indizes gebildet:

- **itraxx:** zeigt die durchschnittliche Risikoprämie, die jährlich zahlbar ist, um ein Portfolio der 125 größten Unternehmen in Europa mit einem guten Rating (Investmentgrade) abzusichern.
- **Itraxx crossover:** zeigt die durchschnittliche Risikoprämie an, die jährlich zahlbar ist, um ein Portfolio der 125 größten Unternehmen in Europa mit einem mäßigen Rating (Non-Investmentgrade) abzusichern.

- CDX: zeigt die durchschnittliche Risikoprämie an, die jährlich zahlbar ist, um ein Portfolio der 125 größten Unternehmen in den USA mit einem guten Rating (Investmentgrade) abzusichern.
 - ABX: zeigt die durchschnittliche Risikoprämie an, die jährlich zahlbar ist, um ein Portfolio von 20 US Subprime RMBS-Tranchen abzusichern. Hierbei werden dem Indexnamen stets die Ratingkategorie und der Emissionszeitraum angehängt, z. B. ABX AAA 06-01. Das ist der Index für 20 US Subprime RMBS-Tranchen mit einem AAA-Rating, die vor dem ersten Halbjahr 2006 emittiert worden sind.
 - CMBX: zeigt die durchschnittliche Risikoprämie an, die jährlich zahlbar ist, um ein Portfolio von 20 US CMBS-Tranchen abzusichern. Hier werden dem Indexnamen stets die Ratingkategorie und der Emissionszeitraum angehängt, z. B. CMBX AAA 06-01. Das ist der Index für 20 US CMBS-Tranchen mit einem AAA-Rating, die vor dem ersten Halbjahr 2006 emittiert worden sind.
- Die Preisdarstellung dieser Indizes erfolgt in der Regel in Form von Basispunkten. Das soll an folgendem beispielhaften Verlauf des Itraxx Indizes gezeigt werden:

Abbildung 32: Verlauf des itraxx-Indexes



Quelle: Bloomberg

Die Abbildung zeigt den Verlauf des itraxx-Indexes in Basispunkten („Bp.“). Diese Zahl zeigt die jährliche Prämie, die gezahlt werden muss, wenn eine Absicherung dieses Indexes für fünf Jahre mit einer Gegenpartei abgeschlossen werden soll. Am 31.12.2008 betrug dieser Wert 420 Bp. Das bedeutet, dass sich ein Sicherungsnehmer beim Abschluss eines Sicherungsgeschäftes auf den itraxx-Index an diesem Tag verpflichtet, für die kommenden fünf Jahre an den Sicherungsgeber eine Versicherungsprämie in Höhe von 4,20% pro Jahr auf das abgesicherte Kontraktvolumen zu zahlen. Im Gegenzug erhält der Sicherungsnehmer vom Sicherungsgeber die Zusicherung, dass ihm der Sicherungsgeber den entstandenen Ausfall im Falle eines Kreditereignisses ausgleichen wird.

Die konkrete Umsetzung soll anhand eines beispielhaften Ereignisverlaufs erläutert werden:

- Eintreten des Kreditereignisses: Ein Unternehmen im itraxx-Index kann seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen oder meldet Insolvenz an.
- Schadensermittlung: Um die Höhe des Schadens festzustellen, werden gemäß eines vorher definierten Ablaufs Anleihen des ausgefallenen Unternehmens im Rahmen einer Auktion mehreren Käufern zum Kauf angeboten. Die Differenz zwischen Nominalwert der Anleihe und dem bei dieser Auktion ermittelte Kaufpreis wird als Schadenssumme festgesetzt. Bei der Insolvenz von Lehman Brothers lag der bei der Auktion genannte Wert bei rund 9%, sodass ein Schaden von 91% auf den Anteil von Lehman am CDX-Index entstanden ist.
- Schadensausgleich: Nach erfolgter Schadensermittlung muss der Sicherungsgeber an den Sicherungsnehmer die Schadenssumme überweisen. Da Lehman einen Anteil von 0,8% am CDX-Index hatte, musste der Sicherungsgeber in diesem Fall 0,73% (= Anteil Lehman am CDX-Index x Schaden auf den Anteil von Lehman am CDX-Index = $0,8\% \times 91\%$) des abgeschlossenen Kontraktvolumens an den Sicherungsnehmer bezahlen.

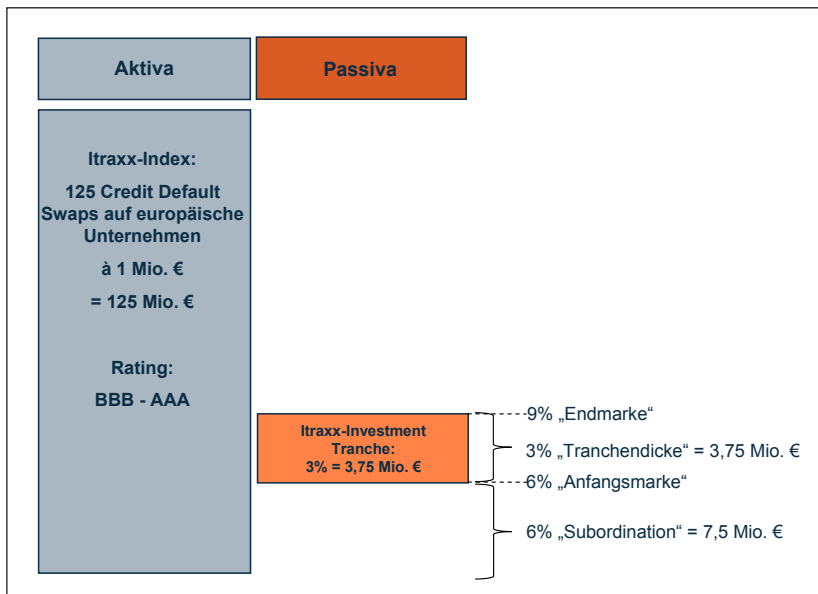
Der Abschluss eines CDS-Vertrags ist aus Sicht des Sicherungsgebers vergleichbar mit dem Kauf einer Anleihe oder der Vergabe eines Kredites. In beiden Fällen trägt der Sicherungsgeber bzw. der Anleihe-Investor bzw. die kreditgebende Bank das Kreditrisiko des referenzierten Unternehmens. Der einzige Unterschied besteht darin, dass bei einem CDS ein Kapitaleinsatz erst beim Schadensfall notwendig ist, während beim Kauf einer Anleihe oder der Vergabe eines Kredites am Anfang das eingegangene Risiko mit dem vollen Investitionsbetrag „unterlegt“ werden muss.

Exkurs: Der Handel mit Korrelationen

In der öffentlichen Diskussion wird oft von den astronomisch hohen Summen gesprochen, die an ausstehenden CDS-Kontrakten existieren sollen. Diese Zahlen sind in vielerlei Hinsicht irreführend. Der Grund, warum CDS-Kontrakte in diesem Ausmaß ausstehen, liegt in der Tatsache, dass viele Investmentbanken seit 2004 einen regen Korrelationshandel aufgebaut haben. Das geschah insbesondere am Finanzplatz London.

Beim Korrelationshandel wird auf das Grundprinzip der Verbriefung zurückgegriffen, nach dem die Risiken eines in Tranchen aufgeteilten Kreditportfolios mit einem Rating und mit einem Preis versehen werden können. Das Prinzip wurde auch auf Portfolien von CDS auf Unternehmen angewendet. So werden zum Beispiel Risikotranchen auf die Indizes itraxx und CDX standardisiert gehandelt, aber auch auf vom Investor individuell definierte Portfolien von CDS auf Unternehmen.

Abbildung 33: Darstellung einer Tranche auf den itraxx-Index



Die Abbildung zeigt eine typische Struktur für einen solchen Korrelationshandel. Im Beispiel tritt die Investmentbank als Sicherungsnehmer der Tranche auf; sie kauft somit Sicherung und bezahlt dafür eine Prämie. Im Gegenzug wird sie Sicherungsgeber für einige der Einzel-CDS im Kreditportfolio der Transaktion; sie verkauft also Absicherung auf einzelne Ausfallrisiken von Unternehmen oder

Staaten.⁵² Die Investmentbank strebt bei diesen beiden eine risikoneutrale Position an, d. h. das Risiko aus dem Geschäft als Sicherheitsgeber soll gleich groß sein, wie das Risiko aus dem Geschäft als Sicherheitsnehmer. Nur wenn diese Situation erreicht werden kann wird die Investmentbank dieses Geschäft eingehen. Die Investmentbank geht einen solchen Korrelationshandel somit nur dann ein, wenn sie bei diesem für sie als risikoneutral eingestuften Geschäft einen Handelsgewinn verbuchen kann. Das ist der Fall, wenn die Absicherungskosten für die Tranche geringer sind als die eingenommenen Prämien als Sicherungsgeber für die Einzel-CDS. Dieser Handelsansatz setzt voraus, dass die Bank der Überzeugung ist, die Risiken sehr genau quantifizieren zu können.

Der Begriff Korrelation wird deshalb verwendet, weil die Korrelation eine Einflussgröße ist, die die Höhe des Risikos derjenigen Kredittranche bestimmt, für die die Investmentbank als Sicherheitsnehmer auftritt. Das soll an folgendem Beispiel erläutert werden:

Das Risiko einer niederrangigen Tranche ist bei einer Korrelation von 1 für die im Referenzportfolio aufgeführten Unternehmen identisch mit dem Risiko einer hochrangigen Tranche. Denn im Fall eines Kreditausfalls im Portfolio bedeutet eine Korrelation von 1, dass alle anderen Unternehmen im Portfolio ebenfalls ausfallen. In diesem Fall müsste die Investmentbank auf jeden einzelnen CDS eine Sicherungsnehmerposition eingehen, um ihr Ausfallrisiko vollständig auszuschließen. Im Gegensatz dazu bedeutet eine Korrelation von Null, dass die höherrangige Tranche erheblich sicherer ist als die niederrangige. Denn in diesem Fall ist jeder Ausfall im Portfolio vollkommen unabhängig vom nächsten Ausfall. In diesem Fall müsste die Investmentbank nur auf einen einzigen CDS eine Sicherungsnehmerposition eingehen.

Die tatsächliche Korrelation muss naturgemäß zwischen Null und Eins liegen. In der Regel wird die Korrelation zwischen 20 und 40 Prozent angenommen. Jede Investmentbank hat ein eigenes Modell aufgebaut, um die Korrelationen innerhalb von verschiedenen Portfolien zu bestimmen. Dieses so genannte Korrelationsmodell wendet die Investmentbank bei der oben beschriebenen Transaktion an, um zu bestimmen, welche Sicherungsgeber-Transaktionen sie eingehen muss, um eine risikoneutrale Situation für ihre Sicherungsnehmer-Transaktion auf die Portfolio-Tranche herzustellen. Diesbezüglich legt die Investmentbank einen

52 Als Sicherungsnehmerin auf die Tranche geht die Investmentbank „short“ in Bezug auf das Kreditrisiko der Tranche, d. h. sie verkauft Tranchen. Da die Investmentbank eine marktneutrale Position eingehen möchte, geht sie gleichzeitig Long-Positionen auf die Einzel-CDS, welche sich im Referenzportfolio der Tranchen befinden, ein, d. h. sie kauft Einzel-CDS. Vgl. hierzu Abbildung 33.

Margenaufschlag fest, den sie für die Sicherungsnehmer-Transaktion verlangt. Nach Abschluss der Sicherungsnehmer- und der Sicherungsgeber-Transaktion verbucht die Investmentbank einen risikolosen Gewinn in ihrer Buchhaltung. Dieser Gewinn reflektiert die Marge, die die Investmentbank in ihrer Rolle als Sicherungsnehmer auf die Portfolio-Tranche aufgeschlagen hat.

Diese Form von Transaktionen wurde insbesondere in Europa in den Jahren 2004 bis 2007 im großen Stil abgeschlossen. Hieraus ergeben sich die großen Volumina ausstehender CDS, die oft in der Öffentlichkeit genannt werden. Aufgrund der risikoneutralen Positionierung der Investmentbank hebt sich ein Großteil dieser ausstehenden Positionen gegenseitig auf. Diese Aussage gilt jedoch vorbehaltlich der Richtigkeit der von den Investmentbanken verwendeten Korrelationsmodelle, d. h. der Annahmen, die die Investmentbanken über die Ausfallrisiken getroffen haben.

3.8 Verbriefungen zur Lösung der Kreditklemme?

In der öffentlichen Diskussion wird des Öfteren die Kreditklemme als Grund für die schleppende Erholung der Wirtschaft seit dem – vermeintlichen – Ende der Finanzkrise genannt. Die Banken stehen sicherlich vor dem Problem, dass sie ihre Bilanzen verkleinern müssen, da die Eigenkapitalbasis durch bestehende und zu erwartende Verluste nachhaltig reduziert wurde. In Deutschland wird die Situation dadurch verschärft, dass die EU-Kommission vielen Banken zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen auferlegt hat, ihre Bilanzen zu verkleinern.⁵³ Hierdurch wird es in Deutschland höchstwahrscheinlich nicht möglich sein, über die Bankbilanzen zukünftig das gleiche Kreditvolumen aufrecht zu erhalten wie vor dem Ausbruch der Finanzkrise.

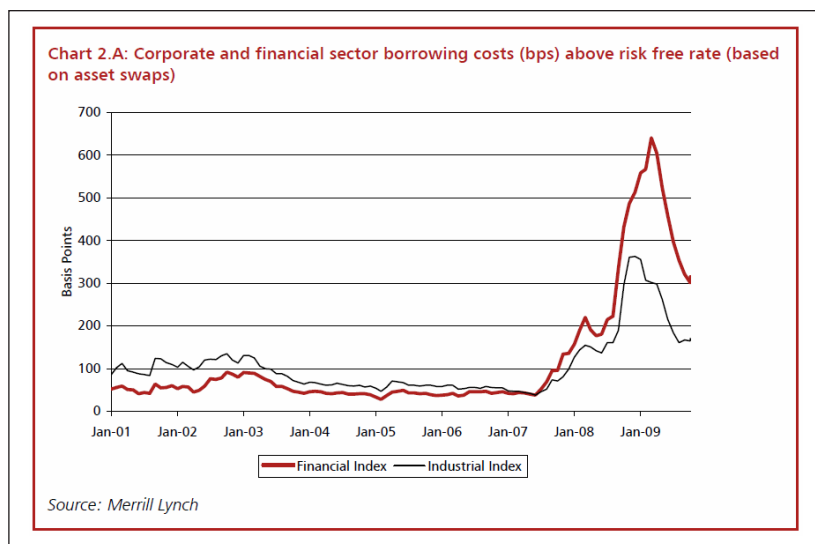
Die öffentliche Kritik an den Banken, dass diese keine Kredite vergeben wollten ist somit nicht ohne weiteres haltbar. Die meisten Banken können aufgrund ihrer dezimierten Eigenkapitalbasis keine neuen Kredite vergeben. Die Rettungsmaßnahmen des Staates haben in den meisten Fällen nicht ausgereicht, die Eigenkapitalbasis vollständig wieder herzustellen.⁵⁴ Hinzu kommen die zu erwartenden Verluste aus den Kreditportfolien als Folge der Finanzmarktkrise für die Realwirtschaft. Die derzeit publizierten Gewinne betreffen in der Regel nicht die Kreditbanken sondern nur die Banken mit einem ausgeprägten Investmentbanking.

53 Das betrifft sowohl die Commerzbank als auch verschiedene Landesbanken.

54 Vgl. hierzu Abbildung 6 zu Bankverlusten und Kapitalerhöhungen von Banken.

Ein weiterer Grund für die Probleme bei der Kreditvergabe sind die erhöhten Einkaufskosten der Banken für das Kapital, das die Banken aufnehmen müssen, um selbst Kredite vergeben zu können. Aufgrund der impliziten Staatsgarantie konnten sich Banken vor der Krise günstiger Geld am Kapitalmarkt beschaffen als Unternehmen. Nur so ist es den Banken möglich, Kapital profitabel an Unternehmen weiter zu verleihen. Diese Situation ist seit dem Beginn der Finanzkrise nicht mehr gegeben, wie die folgende Grafik zeigt.⁵⁵

Abbildung 34: Vergleich der Finanzierungskosten von Banken und Unternehmen



Quelle: Merrill Lynch, aus „Discussion paper on non-bank lending“, HM Treasury, Januar 2010

Bisher ist diese Finanzierungslücke noch nicht stark zu Tage getreten, da die Nachfrage nach Krediten im Rahmen der Krise mit dem Angebot abgenommen hat. Allerdings steht zu befürchten, dass die Wiederaufnahme der wirtschaftlichen Aktivität durch die bestehende Finanzierungslücke behindert werden könnte. Aus diesem Grund bereitet zum Beispiel die englische Regierung Maßnahmen vor, um die Kreditfinanzierung über den Kapitalmarkt zu ermöglichen.⁵⁶ Grundsätzlich lassen sich hierbei folgende Varianten unterscheiden:

⁵⁵ Genau genommen seit dem Niedergang der IKB am 30.07.2007.

⁵⁶ Vgl. hierzu „Discussion paper on non-bank lending“, HM Treasury, Januar 2010.

- **Direkter Kapitalmarktzugang:** Große und mittelgroße Unternehmen können direkt am Kapitalmarkt Anleihen oder Aktien platzieren. Das geschieht unter der Mithilfe der Kapitalmarktabteilungen von Investmentbanken, die das emittierende Unternehmen den Investoren vorstellt und sie bei den Investoren „vermarktet“.
- **Indirekter Zugang zum Kapitalmarkt:** Viele Unternehmen sind zu klein für einen direkten Gang an den Kapitalmarkt. Diesen Unternehmen bleibt nur der Gang zur Bank. Allerdings ermöglicht die Technik der Verbriefung der Bank, die Kredite mehrerer Unternehmen zu bündeln und als Verbriefung am Kapitalmarkt zu platzieren. Das kann sowohl für Unternehmens- als auch für Konsumentenkredite umgesetzt werden.

Für die Regierungen wird es wenige Möglichkeiten zur Förderung des direkten Kapitalmarktzugangs geben. Außerdem besteht hier auch wenig Handlungsbedarf, da großen Unternehmen dieser Zugang ohnehin offen steht. Das Finanzierungsproblem wird „nur“ bei den kleinen und mittleren Unternehmen bestehen, die sich weder an den Kapitalmarkt wenden noch von den Banken bedient werden können. Aus diesem Grund stellt die Förderung des Verbriefungsmarktes die einzige Möglichkeit für die Regierung dar, aktiv die Kreditvergabe zu fördern.

Trotz des Vertrauensverlustes, den Verbriefungen bei vielen Investoren erlitten haben, kann sicherlich wieder eine Nachfrage bei Investoren nach Verbriefungen erzeugt werden. Es existiert weiterhin ein großer Anlagebedarf bei institutionellen Investoren, wie Pensionsfonds und Versicherungen.⁵⁷ Allerdings werden die neuen Verbriefungen anders aussehen müssen als vor der Krise:

- **Einfache Strukturen:** Die Verbriefungsstrukturen sind im Laufe der Zeit immer komplexer geworden. Künftig sollten alle Strukturen vergleichbar sein und nur einfache Mechanismen verwenden, wie Subordination und Tranchendicke, und auf ausgefallene Mechanismen zur Umwandlung von Zahlungsströmen verzichten.
- **Mehr Transparenz:** Zumindest national sollten alle Daten zu den Kreditportfolien der Verbriefungen in einem einheitlichen Datenformat per Internet der breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden.
- **Einheitliche Servicer:** Die Kredit-Bank sollte auch die Servicer-Funktion wahrnehmen. Zum einen reduziert das Irritationen bei den Kreditkunden. Zum anderen ist damit sichergestellt, dass die kreditvergebende Bank auch in die laufende Überwachung und Performance des Kredites eingebunden bleibt.

57 Vgl. hierzu „Pension funds plug the credit gap“, Financial Times, 01.03.2009.

- Zweckmäßiger Selbstbehalt: Die Kredit-Banken sollten generell einen Eigenbehalt an den Verbriefungen haben. Allerdings sollte sich das nicht allein auf die niederrangigsten Tranchen beschränken, da das einen Risikoanreiz darstellen könnte. Außerdem sollte die Höhe der Bezahlung als Servicer in Abhängigkeit von den Kreditausfallraten des Portfolios erfolgen.

Die Förderung des Verbriefungsmarktes bietet den Regierungen zudem den Vorteil, gezielt fördern zu können, indem zum Beispiel die Kreditkosten von Verbriefungen von Krediten aus bestimmten Regionen oder Branchen mit einer staatlichen Garantie verbilligt werden. Das könnte möglicherweise auch ein künftiges Betätigungsfeld für die Landesbanken werden, die mittels der Verbriefung weiten Teilen des deutschen Mittelstands den Zugang zum Kapitalmarkt ermöglichen. Das hätte auch den Vorteil, dass die volkswirtschaftliche Abhängigkeit vom Bankensektor reduziert werden würde.⁵⁸

Angeführt wird die Initiative zur Reaktivierung des Verbriefungsmarktes von der europäischen Zentralbank. Die konkreten Maßnahmen werden derzeit ausgearbeitet.⁵⁹ Die US-Regierung hatte bereits 2008 mehrere Programme zur Wiederbelebung des Verbriefungssektors aufgelegt. Allerdings sind sie noch nicht ausreichend. Barack Obama gibt zu, dass die US-Regierung immer noch nach einer Lösung für den Verbriefungssektor sucht, der immerhin die Hälfte aller in den USA vergebenen Kredite vor Beginn der Finanzkrise refinanziert hat.⁶⁰

58 Vgl. hierzu Kapitel 4.1 über den Einfluss der Banken auf die Volkswirtschaft.

59 Vgl. hierzu José Manuel González-Páramo, Mitglied des Direktoriums der EZB, "Our gameplan for rejuvenating the asset-backed securities sector", *Financial Times*, 24. November 2009.

60 Vgl. hierzu „Securitisation important to rekindling of lending“, *Financial Times*.

4 Unerwünschte Phänomene der Finanzkrise

Vor der Formulierung von Vorschlägen zur Überarbeitung der Finanzmarktregulierung sollte eine Definition der unerwünschten Phänomene stehen, die künftig vermieden werden sollen. Die aktuelle Finanzkrise ist das Ergebnis eines komplexen Zusammenspiels verschiedener Faktoren, deren Funktionsweise zunächst erkannt werden muss. Eine entsprechende Analyse haben wir in Kapitel zwei unternommen. Im Folgenden soll gezeigt werden, welche Phänomene der Finanzkrise als schädlich für Volkswirtschaften anzusehen sind und warum sie im Fokus einer neuen Finanzmarktregulierung stehen sollten.

4.1 Einfluss von Bankinsolvenzen auf die Wirtschaft

Die Insolvenz einer Bank kann erhebliche negative Auswirkungen auf die Volkswirtschaft haben. Das hat die Insolvenz der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers eindrucksvoll gezeigt. Die darauf folgenden Turbulenzen an den Kreditmärkten sowie die drastische Verknappung von Liquidität in den Volkswirtschaften mit den damit einhergehenden Folgen für jeden Bürger gilt es zukünftig zu vermeiden.

Allerdings wäre es zu oberflächlich einzufordern, dass keine Bank mehr insolvent werden darf. Denn das würde im Umkehrschluss bedeuten, dass letztendlich immer der Staat als Retter in letzter Instanz auftreten müsste (die so genannte „Too big to fail“-Regel). Das wiederum würde bei der enormen Größe der heutigen Bankinstitute viele Länder und deren Haushalte schlichtweg überfordern und für die Akteure am Finanzmarkt falsche Anreize setzen.⁶¹ Weiter unten werden wir darstellen, dass eine der Ursachen der Krise in einer risikobehafteten Geschäftspolitik vieler Banken bestand, die von den Bankgläubigern nur deshalb akzeptiert wurde, weil es als sicher galt, dass am Ende der Staat strauchelnde Banken retten würde. Wie groß dieses Vertrauen insbesondere am Geldmarkt ist, hat der Verlauf der Finanzkrise eindrucksvoll gezeigt. Insbesondere die Geldmarkt-Investoren haben lange auf den Staat als Retter in letzter Instanz vertraut, bis dieses Vertrauen durch das „Fallenlassen“ von Lehman Brothers nachhaltig erschüttert wurde und die bekannten Konsequenzen auslöste.

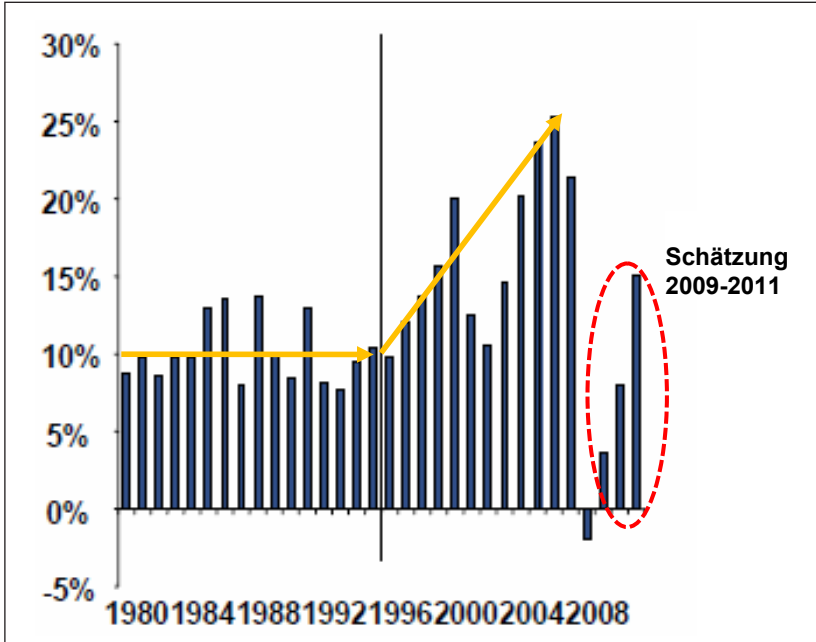
61 Vgl. hierzu Kapitel 2.4 – Der Staat als Retter in letzter Instanz.

Eine neue Finanzmarktregulierung sollte somit nicht zum Ziel haben, Banken-Insolvenzen an sich zu vermeiden, sondern sich darauf beschränken, die Wahrscheinlichkeit einer Bankinsolvenz zu reduzieren und vor allem die mit der Insolvenz einer Bank einhergehenden negativen Folgen für die Volkswirtschaft zu reduzieren.

4.2 Sozialisierung der Verluste

Der New Yorker Wirtschaftsprofessor Nouriel Roubini spricht im Zusammenhang mit der Analyse der Finanzkrise von der „Privatisierung der Gewinne und Sozialisierung der Verluste“. Er beschreibt damit das Phänomen, dass die Finanzinstitute in den USA und Europa über viele Jahre hohe Risiken eingegangen sind. Diese Risiken haben kurzfristig zu einer gesteigerten Profitabilität geführt. Diese Gewinne wurden größtenteils an die Mitarbeiter und Aktionäre ausgeschüttet. Die Anleihegeber haben diese für sie negative Entwicklung vermutlich akzeptiert in dem Vertrauen, dass der Staat die Bank vor einer Insolvenz retten würde, sofern Probleme auftreten. Dieses Phänomen beschreibt Andrew Haldane, Leiter des Bereichs Finanzmarktstabilität der Bank of England, in seiner Publikation „Banking on the state“ sehr deutlich.

Abbildung 35: Historische Eigenkapitalrendite der Banken



Quelle: Bloomberg

Für die in dieser Phase erwirtschafteten Erträge wurde offensichtlich keine ausreichende Risikovorsorge betrieben. Somit konnten Banken entsprechend höhere Gewinne ausweisen. Diese Gewinne haben sie zum größten Teil an ihre Aktionäre und Mitarbeiter ausgeschüttet. Aus diesem Grund hatten die Institute zum Zeitpunkt des Eintritts der eingegangenen Risiken keinen ausreichenden Puffer, um die Verluste aus eigener Kraft zu tragen, und der Staat musste für viele Institute als Retter einspringen und somit für einen Großteil der Verluste einstehen.

In einem freien Wirtschaftssystem ist eine solche Konstellation nicht dauerhaft tragbar und wird mit hoher Wahrscheinlichkeit bei Fortbestand zu erhöhten Finanzproblemen in der Zukunft führen. Andrew Haldane bezeichnet das als die „Untergangsspirale“⁶², da die Akteure immer höhere Risiken eingehen, die immer höhere Verluste erzeugen, aber vom Staat nicht länger getragen werden können.

62 Im Originaltext „the doomloop“.

4.3 Hohe Abhängigkeit vom Finanzsektor

Der drastische Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität weltweit im Nachgang zur Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 hat die hohe Abhängigkeit der Realwirtschaft vom Bankensektor offenbart. Vor dem Hintergrund der weiterhin bestehenden Probleme im Bankensektor kann eine solche Abhängigkeit von einem Sektor und somit auch von deren Führungskräften volkswirtschaftlich nur bedingt sinnvoll sein. Ziel muss es daher sein, nach Identifikation der Gründe für solche Abhängigkeit die Abhängigkeit zu reduzieren.

In diesem Zusammenhang muss auch betrachtet werden, dass dadurch faktisch eine ganze Volkswirtschaft von einem sehr kleinen Personenkreis abhängt. In der Regel verlangen Bankaufsichtsbehörden, dass die Vorstände von Banken nur mit Personen besetzt werden, die einschlägige Erfahrung als Vorstand einer anderen Bank oder zumindest auf Bereichsleitungsebene haben.⁶³ Eine solche Regelung erscheint auf den ersten Blick sinnvoll um sicherzustellen, dass nur sachverständiges Personal diese verantwortungsvollen Funktionen übernimmt. Andererseits wird hierdurch eine Abhängigkeit von einem sehr begrenzten Personenkreis erzeugt. Diese Situation ist vergleichbar mit der Abhängigkeit der Fluggesellschaften von den Piloten: Auch dieser Personenkreis ist zahlenmäßig sehr begrenzt und aufgrund der langwierigen Ausbildung und hohen Ansprüchen nicht ohne weiteres austauschbar. Allerdings besteht bei einem Piloten eine sehr hohe Gleichschaltung der Interessen: Stürzt das Flugzeug aufgrund eines Pilotenfehlers ab, ist ein Pilot selbst von den Folgen betroffen. Das ist bei Führungskräften von Finanzinstituten bisher nicht der Fall.⁶⁴

4.4 Fehlende persönliche Verantwortung

Die Folgen dieser Finanzmarktkrise waren für viele Bürger in den USA und Europa sehr einschneidend. Diese Folgen haben die Bürger entweder direkt, durch den Verlust des Arbeitsplatzes oder des eigenen Vermögens, oder indirekt durch eine stark erhöhte Schuldenlast der öffentlichen Haushalte getroffen. Bisher hatten diese Ereignisse nur in sehr seltenen Fällen negative Konsequenzen für Führungskräfte von Finanzinstituten. In den Fällen, in denen Führungskräfte zurücktreten

63 Vgl. hierzu § 33 KWG.

64 Vgl. hierzu Kapitel 3.8.

mussten, wurde ihnen ihr Ausscheiden meistens durch Abfindungen und Pensionszusagen bezahlt.

Vor dem Hintergrund des großen Schadens ist seit Beginn der Krise eine lebhaftere öffentliche Diskussion entstanden über die Haftung von Führungskräften für diese Schäden sowie darüber, wie künftig erreicht werden kann, dass die handelnden Personen entsprechende Verantwortung übernehmen. Eine stärkere persönliche Verantwortung von Führungskräften von Finanzinstituten kann besonders wichtig sein, denn die Kernkompetenz jedes Finanzinstituts besteht in der Analyse und dem Management von Risiken. Offensichtlich sind in der Finanzkrise Risiken schlagend geworden, die ohne staatliche Rettungsaktionen zu einer Insolvenz vieler großen Geschäftsbanken in den USA und Europa geführt hätten. Anscheinend sind enorme Risiken aufgebaut worden, die von den Führungskräften für ihre Institute bewusst oder unbewusst eingegangen worden sind und von den lokalen Regulierungsbehörden entweder nicht erkannt oder geduldet wurden.

Ein Ausbleiben von Konsequenzen für die beteiligten Personen lässt erwarten, dass künftig kein Wechsel bei der Arbeitsqualität erkennbar wird. Denn kurzfristig ist die Übernahme erhöhter Risiken stets profitabler als eine risikobewusste Geschäftspolitik. Aus diesem Grund sollte sichergestellt werden, dass die verantwortlichen Personen auch an der Entwicklung der von „ihren“ Finanzinstituten eingegangenen Risiken beteiligt werden oder dass sie zumindest nicht vorab die kurzfristigen Profite aus diesen Engagements vereinnahmen können. Allerdings sollte die Reformdiskussion sich nicht auf diesen Punkt fokussieren, da er nicht systemrelevant ist und die Gefahr besteht, von den eigentlich zentralen Fragestellungen abzulenken.

5 Erneuerung der Finanzmarktregulierung

Angesichts der Größe und Komplexität, die das Finanzsystem erreicht hat, muss das Finanzsystem künftig umfassender reguliert werden, um sein reibungsloses Funktionieren sicherzustellen. Der Weg zu einem sicheren und effizienten Finanzsystem führt aber nicht einfach über *mehr* Regulierung oder *mehr* Zentralisierung sondern über *bessere* Regulierung und *bessere* Aufsicht, damit der private Sektor entsprechend gefordert ist, Anreizsysteme, Risikomanagement und Unternehmensführung zu verbessern.

Die wichtigsten und dringendsten Maßnahmen zur Erneuerung der Finanzmarktregulierung sollen hier in einem Fünf-Punkte-Plan zusammengefasst werden. Diese pragmatische Vereinfachung soll die öffentliche Diskussion um die notwendigen Reformen auf die wesentlichen Punkte fokussieren.

1. Politischer Konsens über eine Abkehr vom schuldeninduziertem Wachstum
2. Entzug (impliziter und expliziter) Staatsgarantien für Banken
3. Erhöhung des Eigenkapitals von Banken
4. Reduzierung der Vernetzung zwischen den Banken
5. Mehr Effizienz in der Finanzmarktregulierung.

5.1 Politischer Konsens zur Abkehr vom schuldeninduziertem Wachstum

In Kapitel 2.1 haben wir gezeigt, dass der Wohlstand in Europa und den USA in den vergangenen dreißig Jahren mit einem erheblichen Aufbau des volkswirtschaftlichen Kreditvolumens einherging und höchstwahrscheinlich sogar diesem Kreditwachstum geschuldet war.

Hierdurch ergaben sich weitere stimulierende volkswirtschaftliche Effekte:

- Starkes Wachstum des Bruttoinlandsproduktes,
- erhöhte Steuereinnahmen bei geringen sozialen Transferleistungen sowie
- geringe Inflation.⁶⁵

Für die künftige Finanzmarktregulierung ergibt sich somit folgendes Dilemma:

65 Eine Quantifizierung dieser Effekte ist derzeit in der wissenschaftlichen Literatur noch nicht ausreichend analysiert worden. Es ist aber davon auszugehen, dass die stimulierenden Effekte des Schuldenwachstums auf die volkswirtschaftliche Aktivität in den vergangenen dreißig Jahren für einen bedeutenden Teil des weltweiten Wirtschaftswachstums und die Dämpfung der Inflation verantwortlich war.

- Ein Umbau der Finanzmarktregulierung, der das Risiko weiterer Finanzmarktkrisen eindämmt, wird höchstwahrscheinlich negative Konsequenzen für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa und den USA mit sich bringen, da der Kapitalfluss und die Kreditvergabe geringer – und teurer – sein werden als in den vergangenen Jahren.
- Andererseits werden Finanzkrisen ohne einen solchen Umbau wahrscheinlicher und ihre Folgen voraussichtlich schwerwiegender.

Nur durchgreifende Reformen können weitere Finanzkrisen verhindern bzw. eindämmen. Halbherzige Reformen werden das Kernproblem nicht lösen, sondern könnten bestenfalls das Auftreten der nächsten Finanzkrise leicht hinauszögern. Das ist zumindest die Meinung der Bank of England.⁶⁶ Martin Wolf, Chefökonom der Financial Times, bestätigt, dass eine vorsichtige Herangehensweise bei der Reparatur von Banken nicht funktionieren wird, da die Risiken einer weiteren Finanzkrise nur durch einschneidende Veränderungen reduziert werden können.⁶⁷ Viele Argumente in in diesem Arbeitspapier untermauern diese These.

Angesichts dieses Dilemmas der Finanzmarktregulierung sowie der schwierigen Entscheidung, vor der die Politik nun steht, bleibt abzuwarten, ob der politische Wille zur Durchführung der notwendigen Reformen ausreichend stark sein wird. Es wäre nicht verwunderlich, wenn die große Abhängigkeit einiger Regierungen vom Sachverstand und von der finanziellen Unterstützung des Finanzsektors dazu führen würden, dass der Status Quo größtenteils beibehalten werden würde.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass in den vergangenen dreißig Jahren die Volkswirtschaften in Europa und den USA ihren Wohlstand durch eine dynamische Verschuldung ermöglicht haben. Damit einher ging die Entstehung enormer Refinanzierungsrisiken, die das Wirtschaftssystem destabilisiert und die Anfälligkeit für Finanzkrisen stark erhöht haben. Jede effektive Änderung der Finanzmarktregulierung wird zwangsläufig auch eine Abkehr vom schuldeninduzierten Wachstum mit sich bringen.

66 Vgl. hierzu Andrew Haldane, „Rethinking the Financial Network“, Bank of England, April 2009 sowie „Banking on the State“, Bank of England, November 2009.

67 Martin Wolf, „The cautious approach to fixing banks will not work“, Financial Times, 01. Juli 2009.

5.2 Entzug (impliziter und expliziter) Staatsgarantien für Banken

In der aktuellen Finanzkrise hat der Staat einen Großteil der aufgetretenen Verluste übernommen, indem er als Retter der letzten Instanz aufgetreten ist. Im Rahmen verschiedener staatlicher Rettungsaktionen ist der Staat als Kapital- und als Garantiegeber für viele große Geschäftsbanken aufgetreten. Über die Zentralbanken wurde er zusätzlich Liquiditätsgeber für die Banken.⁶⁸ Die Rettungsmaßnahmen in Europa, Großbritannien und den USA haben insgesamt ein Volumen von 75 Prozent des weltweiten Bruttosozialproduktes und somit ein noch nie zuvor bekanntes Ausmaß erreicht.⁶⁹ Ferner fällt auf, dass von den Finanzmarktakteuren eine derartige Reaktion des Staates erwartet worden ist, die sich hinter der allgemeinen Aussage „too big to fail“ in Bezug auf Banken verbirgt.⁷⁰

Das führte zu der Situation, dass Mitarbeiter und Aktionäre vor der Krise von riskanten Geschäften der Banken profitiert haben – in Form von Dividenden und hohen Vergütungen. Die Risiken jedoch, die das ermöglicht haben, wurden von den Staaten getragen, also nicht von denjenigen, die sie eingegangen sind und davon profitiert haben.

Diese Asymmetrie zwischen Chancen- und Risikoträgerschaft ist mit den Prinzipien einer freien Marktwirtschaft nicht vereinbar. Eine Fortsetzung des Status Quo würde sicherlich zu weiteren Finanzkrisen führen, da die persönlichen Anreize unverändert bestehen blieben, die ein derart riskantes Verhalten ökonomisch sinnvoll für die Beteiligten machte. Vor diesem Hintergrund muss jede Regierung eine klare Position zu diesem Thema beziehen und formulieren, wie sie künftig mit diesem Thema umgehen wird.⁷¹ Tenor muss jedoch sein, dass sich der Staat als Retter der letzten Instanz für Banken zurückzieht und das gegenüber den Finanzmärkten auch rechtzeitig und eindeutig kommuniziert.

Allerdings dürfen wir nicht außer Acht lassen, dass die meisten Banken derzeit nur aufgrund des staatlichen Schutzes am Leben gehalten werden. Entsprechend vorsichtig muss sich der Staat aus dieser Rolle zurückziehen. Die Finanzmärkte

68 Die meisten Zentralbanken haben die Möglichkeit, unabhängig von Beeinflussungen der Regierungen zu handeln. Allerdings haftet der Staat für die von den Zentralbanken eingegangenen Verbindlichkeiten.

69 Vgl. hierzu Andrew Haldane, Piergiorgio Alessandri, „Banking On The State“, Bank of England, November 2009.

70 Vgl. hierzu Kapitel 5.4.3.

71 Die britische Regierung hat diesbezüglich einen Vorstoß gemacht mit der Forderung nach Insolvenzablaufplänen. Vgl. hierzu Kapitel 5.4.3.

brauchen Zeit, um sich auf diese fundamentale Veränderung einzustellen. Außerdem wird der Rückzug höchstwahrscheinlich mit steigenden Kosten für Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen sowie Verbraucher verbunden sein. Ein gewisser Teil der wirtschaftlichen Aktivität seit den 1980er Jahren beruhte höchstwahrscheinlich auf günstigen Krediten, die die Banken nur aufgrund dieser impliziten Staatsgarantie zu entsprechend niedrigeren Konditionen zur Verfügung stellen konnten. Das kann schmerzhaft Anpassungsprozesse für viele Volkswirtschaften bedeuten. Allerdings gibt es hierzu keine Alternative. Umso mehr muss der Prozess mit hoher Professionalität gesteuert werden.

Der Staat sollte vorher die Abhängigkeit der Volkswirtschaften vom Bankensektor reduzieren, bevor die oben aufgeführten Maßnahmen zur Reduzierung der Risiken einer Bankinsolvenz umgesetzt werden.

Staatliche Sicherungsgarantien für Spareinlagen können sinnvoll sein, da die meisten Bankkunden nicht die Möglichkeit haben, die Risiken „ihrer“ Bank selbst zu analysieren. Eine Möglichkeit zur Erhöhung der Sicherheit von Kundeneinlagen könnte z. B. sein, dass diese im Falle einer Insolvenz vorrangig vor allen anderen Schulden zu bedienen sind. Dann wäre das tatsächliche Ausfallrisiko für Einlagenkunden sehr gering. Im Falle einer Bankinsolvenz könnte die Auszahlung der Guthaben jedoch nur verzögert erfolgen, da die Abwicklung eines Insolvenzverfahrens Zeit erfordert. Bereits das bloße Risiko der – wenn auch zeitlich begrenzten – Nicht-Verfügbarkeit der eingelegten Gelder ist aber für viele Kunden nicht akzeptabel.

Aus diesem Grund wird eine staatliche Garantie für Spareinlagen auch weiterhin notwendig sein, um die Einlagengelder im Kapitalkreislauf zu halten. Das gilt umso mehr, wenn gleichzeitig die implizite Staatsgarantie für Banken aufgegeben wird.

5.3 Einzelbankrisiken minimieren

Die Banken besitzen eine besondere Bedeutung für die Volkswirtschaft. Das betrifft zum einen die große Abhängigkeit der Wirtschaft von der Kreditversorgung durch Banken als auch die Sicherung der Einlagen der Sparer bei den Bankinstituten. Hinzu kommen die hohen Risiken, die der Staat in seiner Funktion als Retter in letzter Instanz bisher für die Banken übernommen hat.

Solange diese Situation besteht, hat der Staat die Aufgabe und die Pflicht, die Risiken in den Bankhäusern für den Staat und die Gesamtwirtschaft auf ein verträg-

liches Maß zu reduzieren. Aktuell liegen die größten Risiken bei den Banken in einer unzureichenden Eigenkapitalausstattung sowie in einer überhöhten Fristentransformation.⁷² Diese Fehlentwicklungen sollten künftig durch entsprechende Regulierung vermieden werden.

5.3.1 Erhöhung der Kapitalbasis

Das Eigenkapital von Banken dient als Puffer, um die Risiken für deren Gläubiger zu reduzieren. Bei den Gläubigern von Banken handelt es sich im Allgemeinen um die Spareinlagen von Kunden und institutionellen Investoren, die die von Banken ausgegebenen Anleihen erworben haben.

Demnach gilt es, bei der Reform der Eigenkapitalvorschriften von Banken zwei wesentliche Punkte zu beachten:

- Reduzierung des idiosynkratischen Risikos des Ausfalls einer Bank mit dem Ziel, die Gläubiger von Banken vor Vermögensverlusten zu schützen (d. h. deren Spareinlagen und die von ihnen erworbenen Anleihen);
- Reduzierung des systemischen Risikos, wenn Verluste bei diesen Investoren durch die Insolvenz einer Bank Finanzierungsprobleme bei anderen, soliden Banken nach sich ziehen können. Das kann eintreten, wenn diese Investoren stark verunsichert sind und grundsätzlich alle Engagements bei Banken in Frage stellen. Dieses Phänomen war im Nachgang zur Lehman-Insolvenz sehr deutlich zu beobachten. Zudem hat die weltweite Verflechtung zwischen den Banken stark zugenommen. Hierdurch entsteht ebenfalls ein erhöhtes systemisches Risiko, das künftig reduziert werden sollte.⁷³

Das Eigenkapital der Banken im Verhältnis zu ihrer Bilanzsumme hat sich seit dem Jahr 2000 drastisch verringert. Wie in Kapitel 2.2 gezeigt, war die geringe Eigenkapitalbasis sicherlich auch ein Grund für die Bankenkrise und die Notwendigkeit milliardenschwerer staatlicher Rettungspakete. Folglich wollen die Regulierungsbehörden künftig eine deutlich erhöhte Kapitalbasis von den Banken fordern.

Eine geringe Kapitalbasis hat übrigens in zweierlei Hinsicht einen destabilisierenden Effekt auf das Bankensystem:

- Ein geringerer Puffer zur Abfederung der von den Banken eingegangenen Risiken bei gleichzeitigem
Anreiz zu einer überhöhten Risikoübernahme durch geringe Verlustbeteiligung der Aktionäre. Bei einer Eigenkapitalrendite von 25% p. a. hat der Aktionär nach

72 Vgl. hierzu die Ausführungen in Kapitel 2.

73 Vgl. hierzu Bank of England, „Rethinking the Financial Network“, Andrew Haldane, 2009.

vier Jahren sein eingesetztes Kapital zurückverdient. Jeden weiteren Gewinn kann er somit quasi „risikolos“ vereinnahmen.⁷⁴

Hieraus lässt sich folgendes Paradoxon ableiten: Geringe Eigenkapitalquoten der Banken führen zu einer erhöhten Risikübernahme von Banken. Die Risiken für die Gläubiger von Banken nehmen somit bei abnehmendem Eigenkapital exponentiell zu.

Aus diesem Grund wird gefordert, die Eigenkapitalquoten von Banken drastisch zu erhöhen. Hierbei sollte man sich nicht nur an den risikogewichteten Aktiva orientieren (wie in den Basel I- und Basel II-Richtlinien), sondern auch eine generelle Begrenzung bei der Bestimmung der maximalen Verschuldungsquote (Verhältnis von Eigenkapital zu Verbindlichkeiten der Bank) gesetzt werden (Globallimit, z. B. in Form einer maximalen Schuldenquote). Das wird insbesondere eine Limitierung der Handelsbücher der Banken betreffen, da diese in der Vergangenheit mit erheblich weniger Eigenkapital ausgestattet werden mussten als das Kreditgeschäft der Banken.⁷⁵

An dieser Stelle sollte jedoch erwähnt werden, dass eine Durchsetzung dieser dringend erforderlichen Anhebung der Eigenkapitalquoten bei Banken zwei bedeutende Folgen mit sich bringen wird. Sie sollten vor der Einführung dieser Maßnahmen in der politischen Diskussion bedacht werden:

- **Geringere Kreditvergabe** durch Banken, da sie zum einen die Verluste der bestehenden Kreditengagements verarbeiten müssen und zum anderen nur schwerlich in kurzer Zeit ihr Eigenkapital ausreichend anpassen können. Denn hierzu müssten sie entweder entsprechend hohe operative Gewinne einbehalten, was vielen Banken unter den gegebenen Marktumständen unmöglich ist. Oder sie müssten entsprechende Kapitalerhöhungen durchführen, was ebenfalls aufgrund der Marktsituation nur wenigen Instituten gelingen dürfte.
- **Deutlich erhöhte Kreditkosten** für Kreditnehmer, da die Banken die Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen und sich somit ihre „Geldeinkaufskosten“ erhöhen.

74 Martin Wolf, Chefökonom der Financial Times, beschreibt dieses Phänomen noch drastischer: "Allowing institutions to be operated in the interests of shareholders, who supply just 3 percent of their loanable funds is insane. Trying to align the interests of management with those of shareholders is even crazier. With their current capital structure, big financial institutions are a licence to gamble taxpayers' money"; in Financial Times, 01. Juli 2009.

75 Eine genaue Analyse des Bilanzwachstums der Banken von 2002 bis 2007 zeigt ein exponentielles Wachstum der Handelsbücher der Banken. Diesen Aspekt haben wir aus Platzgründen im vorliegenden Arbeitspapier nicht ausführlicher betrachtet; vgl. hierzu aber „Significant increases in trading book capital“ in „The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis“, FSA, März 2009, Seite 58 f.

Beide Effekte lassen sich derzeit bereits an den Kreditmärkten beobachten und werden von der politischen Führung sowie den Industrieverbänden angeprangert. Vor diesem Hintergrund ist es ratsam, vor Einführung strengerer Kapitalanforderungen den Einfluss der Banken auf die Volkswirtschaft zu reduzieren.

Das kann erreicht werden, indem der direkte Kapitalfluss zwischen Finanzmärkten und Kreditnehmern ohne Zwischenschaltung der Banken gefördert wird, z. B. durch eine Förderung der Finanzmärkte im Allgemeinen sowie des Vertriebsmarktes im Speziellen.⁷⁶ Eine weitere Alternative besteht darin, dass der Staat das Geld am Kapitalmarkt aufnimmt und an die Kreditnehmer verleiht. Das wird derzeit zwar bereits vielfach umgesetzt. Allerdings birgt diese Maßnahme erhebliche finanzielle Risiken für den Staat, die seinen Haushalt überstrapazieren könnten.

5.3.2 Limitierung der Liquiditätsrisiken

Banken erfüllen die volkswirtschaftlich wichtige Aufgabe der Fristentransformation. Fristentransformation ist per se riskant, da eine plötzliche Einforderung aller Kundeneinlagen aufgrund des langfristiger gebundenen Vermögens der Bank, zur Illiquidität einer Bank führen kann.

Dieses Risiko wurde in den Jahren vor dem Ausbruch der Finanzkrise scheinbar nicht ausreichend im Risikomanagement der Banken sowie von den Regulierungsbehörden berücksichtigt. Allgemein herrschte ein fast unbegrenztes Vertrauen in die Liquidität der Märkte. Demnach war es herrschende Meinung, dass jeder Vermögensgegenstand innerhalb kurzer Zeit am Kapitalmarkt zu einem fairen Preis veräußerbar sei. Dieses Vertrauen fußte auf den positiven Erfahrungen, die alle Beteiligten mit einer weltweit stark angestiegenen Liquidität an den Finanzmärkten erlebt hatten, und wurde somit nicht in Frage gestellt.

Wie im ersten Kapitel gezeigt, war einer der wesentlichen Gründe für den Ausbruch der Finanzkrise und der starke Rückschlag der Finanzkrise auf die reale Wirtschaft die gleichzeitige Illiquidität vieler Bankinstitute. Folglich sollte den Liquiditätsrisiken im Risikomanagement der Banken sowie bei der Bankenaufsicht künftig erheblich mehr Beachtung geschenkt werden. Die erforderlichen Maßnahmen hat die Finanzaufsichtsbehörde in Großbritannien, die FSA, zusammengestellt.⁷⁷ Die Vorschläge enthalten:

- ein umfassendes Berichtswesen der Banken an die Bankaufsichtsbehörden, u. a. mit einer detaillierten Aufstellung aller Rückzahlungstermine, einer Ge-

⁷⁶ Vgl. hierzu Kapitel 3.8.

⁷⁷ Vgl. hierzu „Consultation Paper 08/22: Strengthening liquidity standards“, FSA, Dezember 2008.

genüberstellung der Fristigkeit der Vermögensgegenstände sowie einer Analyse der Liquidität des Bankvermögens

- die Erstellung bankindividueller Berichte zum Liquiditätsrisiko der Bank,
- eine Definition für den individuell ermittelten und erforderlichen „Liquiditätspuffer“ jeder Bank,
- eine Auflage zur Erstellung einer internen Kostenkalkulation jeder Bank, die die mit den Geschäftsfeldern der Bank verbundenen Liquiditätsrisiken quantifizieren soll,
- die Begrenzung kurzfristiger Verbindlichkeiten, die Banken über ihren Bestand an kurzfristigen Spareinlagen hinaus eingehen dürfen.

Wie die Forderung nach einer erhöhten Eigenkapitalbasis wird auch die Forderung nach einer Reduzierung der Liquiditätsrisiken der Banken zu einer Verteuerung und Reduzierung des Kreditvolumens führen. Auch hier gilt somit, dass es ratsam wäre, diese volkswirtschaftlich nachteiligen Effekte durch entsprechende Maßnahmen abzufedern.

5.3.3 Vermeidung der Prozyklizität von Basel II

Die Art und Weise, wie die geforderten Eigenkapitalpuffer während der Wirtschaftszyklen variieren, ist ebenso entscheidend wie die Festlegung eines Mindest-Eigenkapitals. Die Anpassung der geforderten Eigenkapitalquoten von Banken an die wirtschaftlichen Zyklen wird als Prozyklizität bezeichnet. Insbesondere die unter dem Begriff „Basel II“ bekannten Eigenkapitalrichtlinien für Banken weisen einen starken prozyklischen Effekt auf: In Phasen des wirtschaftlichen Aufschwungs werden die Eigenkapitalanforderungen aufgrund der in der Regel geringeren Kreditausfallraten reduziert; umgekehrt werden in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs die Eigenkapitalanforderungen an die Banken aufgrund der in der Regel erhöhten Kreditausfallraten erhöht.

Von vielen Beobachtern wird diese Prozyklizität der Eigenkapitalanforderungen kritisiert, mit dem Argument, dass sie höchstwahrscheinlich dazu führen wird, dass Banken in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs ihre Kreditvergabe stark einschränken und somit den wirtschaftlichen Abschwung noch verstärken würden. Dem könnte begegnet werden, indem sich die Eigenkapitalanforderungen nicht an den aktuellen Kreditausfallraten sondern an den mittelfristigen Durchschnitts orientieren. Das ermögliche eine Steuerung der Eigenkapitalquote über den Wirtschaftszyklus hinaus und könnte die Prozyklizität der Basel II-Richtlinien stark begrenzen.

5.3.4 Persönliche Verantwortung stärken

Eine Erkenntnis aus der Finanzkrise ist, dass ihre Folgen in den seltensten Fällen der direkten Verantwortung einzelner Führungskräfte zugeordnet werden konnten. Das liegt hauptsächlich daran, dass durch die Rettungsaktionen der Staaten die Verluste im Finanzsystem sozialisiert wurden, während die Gewinne zuvor privat vereinnahmt werden konnten. Außerdem wird die Bankenkrise allgemein als „Systemkrise“ klassifiziert, was impliziert, dass die Verantwortung für die Krise nicht einem individuellen Verschulden oder Versagen Einzelner direkt zurechenbar sei. Trotzdem wird öffentlich die Frage diskutiert, ob eine stärkere persönliche Managerhaftung die Anhäufung enormer Risiken im Bankensystem verhindert oder zumindest reduziert hätte.

Ein extremes Beispiel bietet die Türkei, wo die Krise nicht zu Problemen im Banksektor geführt hat. In der Türkei hatte vor acht Jahren eine schwere Bankenkrise eine Wirtschaftskrise ausgelöst und den Staatshaushalt aufgrund der damals erforderlich gewordenen Rettungspakete für insolvente Banken massiv belastet. Als Gegenmaßnahme hat die Regierung eine persönliche Haftung für die Führungskräfte türkischer Banken eingeführt. Sie haften seitdem mit ihrem persönlichen Vermögen für Verluste, die der Staat im Falle einer erforderlichen Rettungsaktion erleidet. Das Beispiel untermauert die These, dass verschärfte persönliche Haftung von Führungskräften in Banken die Risiken im Banksystem reduzieren kann. Allerdings bleibt immer die Herausforderung des richtigen Augenmaßes: Eine sehr strenge Haftung könnte auch zu einer extrem reduzierten Risikobereitschaft der Banken führen und somit die Kreditvergabe weit über das sinnvolle Maß hinaus einschränken.

In der öffentlichen Diskussion wird besonderes Gewicht auf die Regulierung der Gehälter von Mitarbeitern und Führungskräften von Banken gelegt. Die Diskussion über die Angemessenheit von Managergehältern ist nicht neu und wird seit Jahren in verschiedenen Branchen geführt. Die aktuelle Diskussion unterscheidet sich jedoch in drei wesentlichen Punkten von der bisherigen:

- Aufgrund der kulturellen Unterschiede war die Höhe von Managergehältern in den USA nur sehr selten ein Thema, während sie in Europa des Öfteren für heftige Debatten gesorgt haben. Dieses Mal wird das Thema in den USA und Europa gleichermaßen intensiv diskutiert.
- Das bisherige Argument für die Berechtigung hoher Gehälter lag in den hohen Profiten, die die Führungskräfte als Verdienst für ihre Arbeit reklamierten. Die hohen Verluste im Banksystem machen dieses Argument jedoch hinfällig.

- Die Diskussion hat eine große politische Dimension erreicht aufgrund der hohen Summen, die Staaten aufbringen mussten, um große Geschäftsbanken vor der Insolvenz zu bewahren. Vertreter von Politik und Wirtschaft, unabhängig von ihrer politischen Einstellung, sprechen sogar von einer persönlichen Schuld der Führungskräfte von Banken gegenüber dem Steuerzahler.⁷⁸

Bei dieser Diskussion darf jedoch nicht vergessen werden, dass es sich bei der Gehaltsfrage um eine Entscheidung handelt, die wesentlich von den Eigentümern einer Gesellschaft getroffen wird. Ist der Staat Hauptanteilseigner, steht es ihm selbstverständlich frei, diese Entscheidung nach seinem Ermessen zu fällen.⁷⁹ In Aktiengesellschaften ist nach dem 2009 in Kraft getretenen Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung (VorstAG) der gesamte Aufsichtsrat für die Festlegung eines Vergütungsmodells verantwortlich, wozu in mitbestimmten Gremien auch die Arbeitnehmervertreter gehören. Auch die Beschäftigtenvertreter können also je nach den konkreten Machtverhältnissen im Aufsichtsrat einen gewissen Einfluss ausüben.⁸⁰

Viele Kommentatoren führen das Argument an, dass Kompensationsregeln keinen Anreiz zu einer exzessiven Risikoübernahme der Institute durch die Führungskräfte gegeben haben. Als Beispiel werden die Führungskräfte von Bear Stearns und Lehman Brothers herangezogen, die durch den Verlust des Arbeitsplatzes und des Verfalls ihrer Mitarbeiteraktien hohe Vermögensverluste erlitten haben. Diese Argumentation hält einer genaueren Analyse jedoch nicht stand, da die Übernahme hoher Risiken über einen längeren Zeitraum zu erheblichen Gewinnen für die Führungskräfte von Lehman Brothers und Bear Stearns geführt haben. Hierzu gibt es eine sehr ausführliche Analyse der Harvard Law School.⁸¹

Wie in der Einleitung zu diesem Arbeitspapier erklärt, sollte der Diskussion um einen regulatorischen Eingriff in die Gehaltsstruktur von Finanzinstituten keine übergeordnete Rolle beigemessen werden. Zum einen birgt das die Gefahr der Ablenkung von den eigentlich zentralen Themen. Zum anderen ist damit zu rechnen, dass sich mit der Umsetzung der vorgeschlagenen Reformen des Finanzmarktes die Profitabilität des Bankgewerbes höchstwahrscheinlich stark reduzieren wird.

78 Barack Obama wird zitiert mit "Wall Street schuldet dem Steuerzahler ein hohes Maß an Dankbarkeit", *Financial Times*, 22. September 2009.

79 Das ist zum Beispiel in Deutschland größtenteils der Fall, wo von den zwanzig größten Banken mittlerweile 17 öffentliche Hauptanteilseigner haben.

80 Die tatsächliche Durchsetzung ihrer Interessen hängt u. a. davon ab, ob es sich um ein paritätisch oder nur drittelbeteiligtes Gremium handelt.

81 Vgl. hierzu „The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008“ Working Draft, Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Holger Spamann, Harvard Law School, Dezember 2009.

Damit einhergehend werden die Aktionäre der Banken vermutlich aus eigenem Interesse Druck in Richtung einer Senkung der Vergütung von Führungskräften in Banken ausüben.

Das gilt jedoch nur unter der Voraussetzung, dass die Aktionäre und Entscheidungsträger von Banken künftig auch die Geschäftsrisiken der Banken selber tragen und nicht mehr auf die Unterstützung des Staates hoffen können. Diese Voraussetzung ist elementar. Aus diesem Grund wäre es zielführender, wenn die öffentliche Diskussion einen stärkeren Fokus auf die Umsetzung der vorgestellten Finanzmarktreformen legen würde.

5.3.5 Änderung der Rechnungslegungsvorschriften

An dieser Stelle wollen wir nicht erneut in die umfassende Debatte über das Pro und Kontra der Bewertung von Vermögensgegenständen zu Marktpreisen, der so genannten „Mark-to-Market“-Bilanzierung, einsteigen. Vielmehr geht es um einen anderen Aspekt, der künftig bei der Berechnung des ausschüttbaren Gewinns Beachtung finden sollte: Nichtrealisierte Gewinne sollten auch nicht ausgeschüttet werden können. Solche so genannten „Papier-Gewinne“ entstehen insbesondere in den Handelsbüchern der Banken durch Kurssteigerungen von Wertpapieren (z. B. Aktien) oder Derivate.⁸²

Diese gering anmutende Veränderung könnte einen wesentlichen Beitrag bei der Verknüpfung der Interessen von Bankmitarbeitern mit denen ihrer Arbeitgeber leisten. Insbesondere in den Jahren 2002 bis 2007 haben Derivate zu hohen Bewertungsgewinnen geführt, die größtenteils an die Mitarbeiter und die Aktionäre ausgeschüttet wurden. Diese Papiergewinne stehen in starkem Kontrast zu den tatsächlich realisierten Verlusten und den Kosten für die staatlichen Rettungsprogramme. Diese Bilanzierung konnte dazu führen, dass viele Händler in den Banken Derivateverträge abschließen konnten, die in den ersten Jahren hohe Wertsteigerungen auswiesen, mittelfristig jedoch erhebliche Risiken für die Banken beinhielten. Diese Händler konnten die Gewinne vereinnahmen, während sie bei der Realisierung der späteren Verluste durch die Bank meist nicht mehr in der Bank tätig waren und somit die Verluste nicht mittrugen.

82 Die diesbezüglichen Änderungen durch das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) sind ein Schritt in die richtige Richtung. Allerdings weicht der ausschüttbare Gewinn durch Einführung von Ausschüttungssperren für bestimmte Bewertungsgewinne vom bilanziellen Gewinn ab. Vom Grundsatz sollte gelten: Erst wenn Gewinne tatsächlich realisiert worden sind, sollen sie auch ausgeschüttet werden dürfen. Das jedoch würde insbesondere unter Berücksichtigung der steuerlichen Komponente zu sehr komplexen Regelungen führen.

5.3.6 Keine Regulierung auf der Grundlage stichtagsbezogener Kennzahlen

Bisher erfolgt die Regulierung von Banken in der Regel anhand von stichtagsbezogenen Kennzahlen. Das galt insbesondere für die Eigenkapitalrichtlinien und hat zu der weit verbreiteten Praxis geführt, dass Banken ihre Kennziffern zum Geschäftsjahresende durch so genannte „Entlastungstransaktionen“ besser darstellen konnten als das unterjährig der Fall war.

Es hat außerdem dazu geführt, dass viele Banken unterjährig höhere Risiken eingegangen sind, als die zum Bilanzstichtag dargestellten aufsichtsrechtlichen Kennzahlen vermuten ließen. Um künftig eine transparente und korrekte Darstellung der tatsächlich übernommenen Risiken zu ermöglichen, sollte gefordert werden, dass die von den Banken zu meldenden aufsichtsrechtlichen Kennzahlen nicht nur den Wert am Bilanzstichtag ausweisen, sondern dass auch die unterjährige Schwankungsbreite dieser Kennzahlen berichtet und veröffentlicht wird.

5.4 Systemische Bankrisiken minimieren

Im Kapitel 5.2 haben wir den Begriff der „systemischen“ Risiken im Bankensystem eingeführt. Systemische Risiken ergeben sich aus der Tatsache, dass das Geschäftsmodell jeder Bank auf Fristentransformation beruht, die somit eine wichtige Aufgabe in der Volkswirtschaft erfüllt. Andererseits wird eine Bank durch Fristentransformation zwangsläufig anfällig für Liquiditätsrisiken - das Risiko, dass Kunden in großem Volumen Einlagen abziehen, wenn sie, z. B. aufgrund der Insolvenz einer anderen Bank, das Vertrauen in die Sicherheit ihrer Sparguthaben bei Banken grundsätzlich verloren haben.

Über diesen Fall hinaus gibt es noch andere Abhängigkeiten zwischen den Banken, die die Insolvenz eines größeren Bankinstituts zu einer Gefahr für das gesamte Bankensystem werden lässt. Diese Abhängigkeiten haben sich in den vergangenen zwanzig Jahren weltweit stark erhöht und bedürfen daher einer besonderen Aufmerksamkeit.⁸³

5.4.1 Zentrale Gegenpartei für Derivate

Durch den Derivate-Handel sind die Abhängigkeiten zwischen Banken gewachsen. Diese Risiken können reduziert werden durch die Abwicklung solcher Ge-

83 Vgl. hierzu Andrew Haldane, Executive Director Financial Stability, „Rethinking the Financial Network“, Bank of England, April 2009.

schäfte über regulierte Börsen. Hierdurch würde das Volumen der am so genannten „Over-the-Counter“-Markt (OTC-Markt) gehandelten Wertpapiere und Kontrakte stark reduzieren. Bei vielen Derivate-Kontrakten wird das seit Jahren erfolgreich praktiziert.⁸⁴ Die umfassende Abwicklung von Derivaten über regulierte Börsen würden die Auswirkungen von Bank-Insolvenzen auf andere Bankinstitute stark minimieren, da die beteiligten Banken im Falle eines Derivate-Handels über regulierte Börsen den aktuellen Bewertungsverlust des eingegangenen Kontraktes täglich bar oder mit Wertpapieren unterlegen müssten (so genannte Margin-Zahlungen).

Die Abwicklung von Derivaten über regulierte Börsen würde zudem die Liquiditätsrisiken von Banken eliminieren, die ansonsten durch Nachschusspflichten bei einer Herabstufung durch eine Ratingagentur unter einen vorher definierten Schwellenwert entstehen. Dieses Phänomen war eines der größten systemischen Risiken bei der Rettung des US-amerikanischen Versicherungskonzerns AIG. AIG hatte in sehr großem Maße Derivatekontrakte mit dieser Klausel abgeschlossen. Das führte dazu, dass sich der Versicherer durch eine Ratingherabstufung plötzlich mit einer erheblichen Nachschusspflicht konfrontiert sah, die er nicht bedienen konnte, so dass er ohne die dann erfolgte staatliche Rettung illiquide geworden wäre.

Außerdem würde die tägliche Nachschusspflicht dazu führen, dass die Abwicklung von Bankinstituten im Falle einer Insolvenz erheblich vereinfacht würde und zu keinen (oder geringeren) Verlusten bei den Handelspartnern von Derivaten führen würde.

Die vermehrte Abwicklung von Transaktionen am OTC-Markt über regulierte Börsen wird noch viel Zeit in Anspruch nehmen, da hierbei ein enormer Abwicklungsaufwand entsteht. Um trotzdem bereits kurzfristig die Abhängigkeiten zwischen den Bankinstituten zu reduzieren, sollten die Institute verpflichtet werden, täglich einen Margin-Austausch aus den zwischen ihnen bestehenden Kontrakten durchzuführen. Die Umsetzung sollte eng von den Regulierungsbehörden überwacht werden.

5.4.2 Verkleinerung des Interbankenmarktes

Die Basel I-Richtlinien haben die Kreditvergabe der Banken untereinander massiv gefördert, und zwar dadurch, dass Bankverbindlichkeiten im Vergleich zu Unternehmenskrediten und privaten Hypotheken als besonders risikoarm eingestuft

84 Das betrifft z. B. Futures-Kontakte auf Aktienindizes, die an den bekannten Börsen, wie Eurex oder Chicago Board of Trade, abgewickelt werden.

wurden.⁸⁵ Demnach musste eine Bank unter Basel I einen Unternehmenskredit mit 8% Eigenkapital unterlegen und einen Kredit an eine andere Bank mit nur 1,6%. Für Banken war es also günstiger, Geld an andere Banken zu verleihen, als an ein Unternehmen. Das führte zwangsläufig zu einer enormen weltweiten Verflechtung der Bankinstitute.

Künftig sollten die Regulierungsbehörden das Kreditgeschäft von Banken untereinander auf den Austausch überschüssiger Liquidität aus dem Einlagengeschäft begrenzen, zumindest aber nicht noch ausdrücklich fördern. Ein erster Schritt wurde mit der Nachfolgeregelung von Basel I, den Basel II-Richtlinien, getan, bei denen die Privilegierung des Interbank-Kreditgeschäftes größtenteils abgeschafft haben.

5.4.3 Erstellung von Insolvenzablaufplänen

Aus Großbritannien kommt die Forderung nach der Erstellung von Insolvenzablaufplänen für als systemrelevant einzustufende Großbanken. Alistair Darling, der Schatzkanzler von Großbritannien, möchte diese Bedingung sogar gesetzlich verankern. Dieser Vorstoß ist sicherlich zu begrüßen.

In dem von der Financial Services Authority (FSA), der Finanzaufsichtsbehörde in Großbritannien, vorgelegten Entwurf, werden die Großbanken des Landes aufgefordert, detaillierte Pläne vorzulegen, wie das eigene Institut im Falle einer Insolvenz abgewickelt werden kann. Das betrifft folgende Punkte:

- Vereinfachung der Konzernstruktur, die die meisten Banken sehr komplex gestaltet haben, um steuerliches Einsparpotenzial zu heben;
- Auflistung der Geschäftsbereiche, die kurzfristig veräußerbar sein sollen, wenn kurzfristig Kapital beschafft werden muss;
- Darstellung, wie das Handelsbuch der Bank innerhalb von 60 Tagen abgewickelt werden kann.

Diese Maßnahmen schaffen somit erstmals die technischen Möglichkeiten, Großbanken⁸⁶ im Falle einer Insolvenz ohne großen Aufwand abzuwickeln. Darin liegt

85 Indirekt haben die Basel I-Richtlinien hiermit auch die implizite Staatsgarantie für Banken berücksichtigt, da diese implizite Staatsgarantie das Ausfallrisiko der Banken im Vergleich zu Unternehmen reduziert und somit auch eine geringere Eigenkapitalunterlegung der Kredite an Banken begründet werden kann. Allerdings findet bei dieser Betrachtung eine doppelte Berücksichtigung der impliziten Staatsgarantie statt, da die Ratingagenturen bei ihren Ratings diese implizite Staatsgarantie in der Regel bereits berücksichtigt haben.

86 Diese Regeln sollten für Banken mit einer Bilanzsumme von mindestens 25 Mrd. EUR Anwendung finden. In Sonderfällen sollte die Aufsichtsbehörde jedoch die Möglichkeit haben, auch kleinere Banken diesen Auflagen zu unterwerfen. Das könnte z. B. sinnvoll bei Banken mit einem komplexen Geschäftsmodell sein, deren Abwicklung im Falle einer Insolvenz mit erhöhtem Aufwand verbunden wäre.

jedoch nur ein kleiner Teil ihrer Wirkung. Diese Maßnahmen erzeugen vielmehr eine weit größere Wirkung durch die Tatsache, dass sie zeigen, dass es die britische Regierung ernst meint mit der Aussage, dass sie künftig nicht mehr als Retter in letzter Instanz zur Verfügung stehen wird. Mit dieser klaren Aussage steht die britische Regierung derzeit noch alleine.

Bemerkenswert sind die Reaktionen der Ratingagenturen auf diese Initiative. Die Ratingagentur Moody's hat in einer Pressemitteilung bekannt gegeben:

„Die Durchsetzung der Insolvenzablaufpläne würde die Regierung der Notwendigkeit entheben, Banken zu unterstützen, da die Banken hierdurch zukünftig nicht mehr zu groß und zu vernetzt sind, um ohne gravierende volkswirtschaftliche Folgen in die Insolvenz gehen zu können. Dies kann potenziell zur Herabstufung der Ratings bei Banken führen, deren Ratings in hohem Maße von der staatlichen Unterstützung abhängen“.

Quelle: Pressemitteilung von Moody's Investor Service am 23. September 2009 (eigene Übersetzung)⁸⁷

In der gleichen Mitteilung gibt Moody's bekannt, dass die Ratings der meisten Großbanken von der staatlichen Unterstützung abhängen. Demnach würde der Entzug der staatlichen Unterstützung laut Moody's zu einer durchschnittlichen Ratingherabstufung von vier Ratingkategorien (!) führen.⁸⁸ Die damit einhergehenden Konsequenzen für die britischen Banken wären enorm und hätten auf jeden Fall erheblich höhere Refinanzierungskosten für diese Banken zur Folge. Das ist umgekehrt auch ein Beweis für die hohe Subvention der Banken durch die implizite Staatsgarantie und dafür, welche Kosten den Banken mit dem Entzug des Privilegs entstünden.

5.4.4 Ratingagenturen regulieren

Die Ratingagenturen haben derzeit eine herausgehobene Funktion an den Kreditmärkten. Ihren Einschätzungen hinsichtlich der Rückzahlungs-wahrscheinlichkeit von Krediten und Anleihen wurde bisher großes Gewicht beigemessen und großes Vertrauen entgegengebracht. Die Regulierungsvorschriften für Banken, Versicherungen und Pensionsfonds geben den Ratingagenturen sehr großen Einfluss, da

87 Der Originaltext lautet: "It [Entzug der staatlichen Unterstützung] would remove the necessity to support banks, as banks would no longer be too interconnected or complex to fail. This could result in rating downgrades where ratings currently incorporate a high degree of government support". Vgl. hierzu „UK ‚living wills‘ to hurt bank ratings“ in Financial Times, 24. September 2009.

88 Das würde beispielsweise einer Ratingherabstufung von A3 auf Ba1 entsprechen.

ihre Ratings in den aufsichtsrechtlichen Regelwerken dieser Institute eine bedeutende Rolle einnehmen.

Das ist der Grund dafür, warum viele Finanzinstitute keine umfangreiche eigene Kreditanalyse bei ihren Investitionen in ABS- und CDO-Papiere mit hohem Rating vorgenommen haben: Zum einen ist eine solche Analyse kostspielig, zum anderen wird sie nicht verlangt, da die Regulierungsbehörden die Analysen der Ratingagenturen als ausreichend anerkannt haben. Diese Annahme hatte fatale Fehleinschätzungen zur Folge, die zumindest teilweise für das Ausmaß der Finanzkrise verantwortlich sind.

Die Verwendung externer Ratings sollte die Finanzinstitute daher nicht länger von der eigenständigen Analyse ihrer Investmententscheidungen entbinden:

- Ratingagenturen werden von den Emittenten der Wertpapiere bezahlt und nicht von den Investoren. Der daraus resultierende Interessenkonflikt ist offenkundig und hat sich mittlerweile manifestiert.⁸⁹ Leider hat sich daran auch nach Ausbruch der Finanzkrise bisher nichts geändert.⁹⁰
- Die Verwendung externer Ratings erzeugt die Illusion, dass Risiken quantifizierbar wären und nicht laufend überwacht werden müssten. Aus diesem Grund wurden die Risiken von ABS-Transaktionen weltweit faktisch nur von den drei Ratingagenturen analysiert, die von den Emittenten bezahlt wurden und nicht von den Investoren. Folglich ist es nicht verwunderlich, dass diese Risiken nicht angemessen eingeschätzt wurden.

Vor diesem Hintergrund sollten insbesondere aufsichtsrechtliche Bestimmungen für Finanzinstitute nicht mehr auf solche externen Ratings abstellen sondern allein auf die eigene Risikoeinschätzung des investierenden Institutes.

5.5 Paradigmenwechsel in der Finanzmarktregulierung

5.5.1 Einführung eines systemischen Regulierungsansatzes

Die Herausforderungen bei der Regulierung von Banken liegen in der Tatsache, dass die größten Risiken systemischer und nicht idiosynkratischer Natur sind. Das bedeutet, dass das Risiko im Finanzsystem nicht darin liegt, dass *eine* Bank ausfällt, sondern darin, dass *viele* Banken gleichzeitig ausfallen.

89 Vgl. hierzu Kapitel 3.1.2.

90 Vgl. hierzu die Aussage des Direktors von Moody's Eric Kolchinsky vor dem Untersuchungsausschuss des US-amerikanischen Kongresses in Washington.

Das liegt teilweise in der Natur des Bankwesens begründet, dem die Bankenregulierung bisher nicht in ausreichendem Maße Rechnung getragen hat:

- Banken erfüllen in der Volkswirtschaft die wichtige Funktion des Fristentransformators. Das bedeutet, dass eine Bank die kurzfristigen Spareinlagen ihrer Kunden als langfristigen Kredit den kreditsuchenden Unternehmen oder Konsumenten zur Verfügung stellt. Dieser Vorgang ist per se riskant, denn jede Bank wird demnach zahlungsunfähig, wenn alle Kunden gleichzeitig ihre Ersparnisse von der Bank abheben möchten. Nur durch den Eingriff des Staates kann in einem solchen Fall die Illiquidität der Bank verhindert werden.
- Es besteht ein Zusammenhang zwischen der Illiquidität *einer* Bank und der Wahrscheinlichkeit, dass die Kunden anderer Banken ebenfalls ihre Spareinlagen abheben und somit möglicherweise auch andere Banken in die Illiquidität drängen, obwohl diese Banken stets als solide eingestuft wurden. Dieser Zusammenhang wird als systemisches Risiko im Bankensystem bezeichnet.
- Die volkswirtschaftlichen Kosten von Bankenkrisen sind enorm hoch und vor allem höher als bei „normalen“ Rezessionen. Das zeigt eine Analyse des Internationalen Währungsfonds (IWF).

Abbildung 36: Einfluss von Banken Krisen auf die Dauer und Schwere von Rezessionen

Exhibit 2.1: Duration and severity of recessions: the impact of banking crises

	Number of periods (253 in total)	Duration of slowdown or recession ¹ (quarters)	Cumulative output loss (average % of GDP) ²
Financial stress	113		
Of which:			
Followed by slowdown	29	7.6	-7.6
Banking-related	18	8.4	-9.3
Followed by recession	29	6.8	-13.8
Banking-related	17	7.6	-19.8
Others	55		
Slowdown not preceded by financial crisis	109	5.1*	-4.1*
Recession not preceded by financial crisis	31	3.1*	-5.4*

1 Slowdown duration: number of quarters during which GDP is below trend; Recession duration: number of quarters until GDP is at or exceeds peak level.
2 Slowdown output loss: cumulative output loss below trend; Recession output loss: cumulative output loss until recovery.
* Asterisks indicate difference from slowdowns preceded by financial stress significant at 10 percent or better.

Source: IMF World Economic Outlook, October 2008

Quelle: IMF, World Economic Outlook, Oktober 2008

Eines der Hauptprobleme bei der Bankenregulierung war bisher die Tatsache, dass die Regulierungsansätze dem systemischen Risiko nicht gerecht wurden. Bzw. es fehlte der Fokus auf die Analyse des systemischen Risikos sowie auf die Nachhaltigkeit der Geschäftsmodelle vieler Banken. Damit einher ging die Tatsache, dass den Regulierungsbehörden keine angemessenen Mittel zur Verfügung stehen, um auf solche systemischen Risiken zu reagieren.

Die Feststellung selbst klingt banal. Sie wird jedoch zu tief greifenden Veränderungsprozessen in der Bankenregulierung führen müssen, sollen ähnliche Krisen in Zukunft vermieden oder zumindest eingedämmt werden.

5.5.2 Zentrale Regulierungsbehörden

Die Regulierung von Finanzinstituten sollte in einer zentralen Behörde zusammengefasst werden, in der umfassende Informationen über systemische Risiken zusammengetragen werden. Diese zentrale Regulierungsbehörde sollte dem o. g. Zweck entsprechend nicht nur für Banken zuständig sein sondern auch für Versicherungen, Pensionsfonds, Kapitalanlagegesellschaften und sonstige Finanzdienstleister.

Unterschiedliche Institute (z. B. Banken und Versicherungen) arbeiten mit den gleichen Finanzprodukten. Diese Finanzprodukte können für das eine Institut un-

problematisch sein, während sie für andere Institute erhebliche Risiken erzeugen können. Diesem Umstand würde auch mit der Zentralisierung der Regulierungsfunktion Rechnung getragen werden.

Durch die Einführung einer zentralen Regulierungseinheit wird zudem das Problem bei der Zuordnung von Verantwortung gelöst. Insbesondere die „Schattenbanken“, die Zweckgesellschaften außerhalb der Bankbilanzen, waren nicht den Aufsichtsbehörden im Finanzdienstleistungssektor unterstellt. Bei einer zentralen Behörde, die für die Regulierung aller Finanzinstitute im engeren und weiteren Sinne zuständig ist, kann dieses Problem nicht auftreten. Eine solche zentrale Behörde sollte jeder Nationalstaat schaffen. Zusätzlich sollte ein Austausch unter den nationalen Regulierungsbehörden auf internationaler Ebene institutionalisiert werden, z. B. im Wege regelmäßiger Konferenzen und der Koordination bei akuten Problemen in einem Land, die auch für andere Länder Folgen haben könnten.

5.5.3 Substantielle statt formale Überwachung

In der Regel motiviert eine Verschärfung der Bankenaufsicht die Institute, nach Möglichkeiten zu suchen, um sich den entsprechenden Auflagen (legal) zu entziehen. Das geschah in der Vergangenheit beispielsweise durch außerbilanzielle Aktivitäten, die nicht in den Richtlinien der Aufsichtsbehörden erfasst waren. Ein Beispiel hierfür sind die oben beschriebenen „Schattenbanken“.

Künftig sollte die Definition der Regulierung adaptiv sein, um auf die Entwicklungen am Finanzmarkt reagieren zu können. Demnach sollte den unter politischer Kontrolle stehenden Aufsichtsbehörden künftig das Recht zustehen, selbst zu entscheiden, ob sie für die Überwachung von bestimmten Instituten zuständig sind oder nicht. Ein gutes Beispiel für einen solchen Fall ist die Hypo Real Estate, die sich durch eine geschickte Holding-Struktur über mehrere Jahre einer effektiven Überwachung entzogen hatte.

„Die Bankenaufsicht hat mit dieser Holding, mit dem Management dieser Holding nichts zu tun, weil es nicht ihrer Aufsicht unterliegt. (...) Die Holding ist bis auf⁹¹ die neue Gesetzgebung nicht beaufsichtigt gewesen, von residualen Dingen abgesehen. Das Management musste nicht den Kriterien „fachlich geeignet“ und „zuverlässig“ genügen“.

Quelle: Aussage von Jochen Sanio, Leiter der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), vor dem 2. Untersuchungsausschuss des Bundestages im Zusammenhang mit der Rettungsaktion der Hypo Real Estate

91 Das Originalzitat lautet fälschlich "bis durch die (...)".

Die Überwachung von Finanzinstituten sollte sich künftig nicht an formalen Kriterien orientieren sondern am Geschäftsmodell der Institute, d. h. an dem Risiko des von ihnen betriebenen Geschäfts. Demnach müssen viele Regeln weniger detailliert sondern eher ziel-/zweckorientiert formuliert werden. Denn grundsätzlich gilt: Je genauer eine Regel formuliert ist, desto leichter lässt sie sich umgehen.

5.5.4 Mehr Fachpersonal

Die neuen Aufgaben der Regulierungsbehörden werden auch den Bedarf nach anders qualifiziertem Personal hervorrufen. Insbesondere der Umbau hin zu einer Überwachung des systemischen Risikos setzt die Anwerbung von entsprechend qualifiziertem Personal voraus. Dieses Personal wird über tiefgehende Erfahrung im Bankgeschäft und über analytische Fähigkeiten verfügen müssen. Die FSA in Großbritannien hat hierzu kurzerhand 250 Fachkräfte, die durch die Finanzkrise freigesetzt wurden, in den Behördendienst übernommen.

Die Frage ist jedoch nicht darauf beschränkt, inwieweit ausreichendes Personal überhaupt angeworben werden kann, sondern wie dafür gesorgt werden kann, dass gutes Personal dauerhaft in der Aufsichtsbehörde arbeitet, wenn am Finanzmarkt eine Hausse die Gehälter wieder steigen lässt. Das könnte zum Beispiel durch gezielte Angebote für erfahrene Bankmitarbeiter erreicht werden, die nach einer Karriere im Bankwesen eine Position suchen, die es ihnen ermöglicht, familiäre Interessen mit einer anspruchsvollen Tätigkeit im Behördendienst zu verbinden. In Deutschland gibt es zudem die Sondersituation, dass 17 der 20 größten deutschen Banken mittlerweile in öffentlicher Hand sind. Der Staat hat somit die Möglichkeit, den Austausch zwischen den Behörden und den öffentlichen Banken zu fördern.

5.5.5 Internationale Kooperation

Von vielen Seiten wird darauf hingewiesen, dass eine effiziente Finanzmarktregulierung nur sinnvoll umgesetzt werden könne, wenn sie international abgestimmt würde. Insbesondere Führungskräfte von Banken kritisieren Vorstöße der Regulierungsbehörden ihrer Länder mit der Begründung, dass ein unabgestimmtes Vorgehen zu Wettbewerbsnachteilen ihrer Institute führen würde. Dieser Einwand hat sicherlich seine Berechtigung, allerdings ist es eher unwahrscheinlich, dass es in absehbarer Zeit zu einem internationalen Konsens bezüglich detaillierter neuer Regeln kommen wird – der Abstimmungsaufwand ist einfach zu hoch. Trotzdem muss kurzfristig die Finanzmarktregulierung angepasst werden. Demnach werden diese potenziellen Wettbewerbsnachteile wahrscheinlich als nicht abwendbares

Übel akzeptiert werden müssen. Jede Nation sollte sich somit intensiv um eine Erneuerung der lokalen Finanzmarktregulierung bemühen und nicht auf einen internationalen Konsens warten.

Die internationale Kooperation ist aber auch insofern wünschenswert, als viele Finanzinstitute international aktiv sind und einen starken Einfluss in Ländern außerhalb ihres Heimatlandes haben können. Ein Beispiel hierfür ist Island, dessen Banken im europäischen Ausland von Privatpersonen Spareinlagen eingeworben haben. Die Probleme der isländischen Banken hätten ohne Staatshilfe zu großen Vermögensverlusten der Bevölkerung in anderen Ländern geführt, und sie haben das Vertrauen der Bevölkerung in das lokale Bankensystem beeinträchtigt und Kunden veranlasst, ihr Kapital auch von den lokalen Banken abzuziehen.

Eine mögliche Lösung dieses Problems hat Brasilien vor einigen Jahren vorgeführt. Auslandsbanken, die in Brasilien Bankgeschäfte betreiben möchten, müssen eine eigenständige Bank in Brasilien gründen, die zwar zu hundert Prozent im Besitz einer ausländischen Bank sein kann, die jedoch finanziell und administrativ komplett eigenständig geführt werden muss. Hierdurch haben die lokalen Finanzbehörden die vollständige Kontrolle über die Aktivitäten dieser Auslandsbanken im eigenen Hoheitsgebiet. Nach Auffassung der brasilianischen Behörden liegt hierin ein Grund für die Stabilität des eigenen Finanzsystems trotz der derzeitigen globalen Bankenkrise. Die Einführung einer solchen Regelung würde zwei Probleme künftig beheben:

- Die Regulierungsbehörden haben einen besseren Zugriff auf das Vermögen der Banken im Falle einer Insolvenz, um die lokalen Kreditgeber vor Verlusten zu schützen. Bei der Insolvenz von Lehman Brothers wurden zum Beispiel mehrere Milliarden Dollar kurz vor der Insolvenz von London nach New York transferiert und machten es den Aufsichtsbehörden in Großbritannien dadurch unmöglich, diese Werte für die Rückzahlung lokaler Kreditgeber von Lehman sicher zu stellen.
- Durch unabhängige Tochtergesellschaften würde die Abwicklung von Banken im Falle einer Insolvenz erheblich vereinfacht. Zudem dürfte hierdurch das systemische Risiko verringert werden, da die Insolvenz einer Bank nicht mehr zwangsläufig zu einer Insolvenz ihrer Auslandstöchter führen würde.

Die Errichtung eigenständiger Banktöchter anstelle von Niederlassungen ist sicherlich mit höheren Kosten verbunden. Diese Maßnahmen könnten somit einige Auslandsstandorte internationaler Banken unwirtschaftlich werden lassen. Aus diesem Grund ist die Kritik aus den Führungsetagen der Banken an diesem Vorschlag groß. Andererseits arbeiten die britische HSBC und die spanische Santander

Bankengruppe bereits erfolgreich mit eigenständigen Banktöchtern und gehören zu den weltweit stabilsten Bankgruppen in dieser Krise.⁹²

5.6 Makroökonomischer Anpassungsprozess

Einige Aufsichtsbehörden haben bereits detaillierte Pläne mit konkreten Vorschlägen zur Regulierung der Finanzmärkte erarbeitet. Weltweit am aktivsten sind bisher die Behörden in Großbritannien, die Bank of England sowie die Financial Securities Administration (FSA) und die Bank für internationalen Zahlungsverkehr in Basel (BIZ). In der Finanzwelt haben diese Vorschläge weltweit Lob und Zustimmung erfahren; der Bankensektor steht ihnen naturgemäß kritisch gegenüber.

Viele Kommentatoren und die Autoren selbst mahnen jedoch einen langsamen makroökonomischen Anpassungsprozess an, um die Folgen für die Kreditversorgung der Wirtschaft so gering wie möglich zu halten. Einige Stimmen sprechen sich auch für eine Verschiebung der Umsetzung der Maßnahmen aus, bis der wirtschaftliche Aufschwung eingesetzt hat.

Ein solcher makroökonomischer Anpassungsprozess ist sinnvoll. Konkret könnte er folgende Schritte umfassen:

- Reduzierung der Refinanzierungsrisiken: Die Regierungen müssen einen Prozess in Gang setzen, der Verbraucher, Unternehmen und die öffentlichen Haushalte auffordert, realistische Tilgungsszenarien für ihre ausstehenden Schulden zu entwickeln.⁹³
- Schrittweise Umsetzung: Die Eigenkapitalregeln sollten nicht ad hoc, sondern über einen längeren Zeitraum langsam verschärft werden, damit die Banken Zeit erhalten, das geforderte Eigenkapital bei Investoren einzuwerben und ihre Geschäftsmodelle entsprechend anzupassen.
- Wiederbelebung des Verbriefungsmarktes: Die Erschließung von Möglichkeiten, Kapital ohne Nutzung der Bankbilanzen direkt vom Kapitalmarkt in den Kreditkreislauf zu leiten, könnte zu einem wichtigen Element bei der Abfederung der zu erwartenden negativen Konsequenzen der Finanzmarktformen werden. Das kann in Form der Verbriefung oder in Form des direkten

92 Vgl. hierzu „Brazil clips wings of banks adept at capital flight“, Financial Times, 26.11.2009.

93 Voraussetzung hierfür ist zwangsläufig der in Kapitel 5.1 geforderte politische Konsens als *Conditio sine qua non* für eine effektive Änderung der Finanzmarktregulierung.

Zugangs zum Kapitalmarkt im Wege der Emission von Anleihen und Schuldscheinen geschehen.⁹⁴

Unberührt von diesem makroökonomischen Anpassungsprozess sollten die in den Kapiteln 5.4 und 5.5 aufgeführten Maßnahmen unverzüglich umgesetzt werden, da hierdurch keine negativen Effekte zu erwarten sein dürften.

94 Vgl. hierzu Kapitel 3.8 Verbriefungen als Lösung für die Kreditklemme?

6 Fazit und Ausblick

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass erhebliche Risiken im Finanzsystem aufgebaut wurden. Diese Risiken sind seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 zum Tragen gekommen und haben die Weltwirtschaft in die schwerste Rezession seit dem zweiten Weltkrieg geführt. Die in diesem Arbeitspapier vorgeschlagenen Maßnahmen haben zum Ziel, diese Risiken künftig zu eliminieren, zumindest aber zu reduzieren. Die Reformen haben jedoch ihren Preis, nämlich die Verteuerung und Verknappung von Bankkrediten, die mit der Umsetzung der vorgestellten Maßnahmen höchstwahrscheinlich einhergehen wird. Damit wird die Abkehr vom schuldeninduzierten Wachstumspfad der vergangenen Jahre in Europa und den USA zwangsläufig einhergehen müssen.

Aus diesem Grund muss vor der Umsetzung der vorgeschlagenen neuen Regeln die politische Einsicht bestehen, dass eine Fortsetzung der bisherigen Regeln und der bisherigen Wirtschaftspolitik höchstwahrscheinlich Grundlage für weitere, schwerwiegendere Krisen wäre. Eine Weiterführung des Wachstums „auf Pump“ ist nicht endlos durchführbar und kann daher nicht nachhaltig sein. Die Abhängigkeit der Volkswirtschaften vom Kreditmarkt würde sich ansonsten sogar weiter verstärken. Die Probleme in Griechenland, Island, Irland, Spanien, Portugal, Italien und in einigen osteuropäischen Staaten könnten vor diesem Hintergrund nur die Spitze eines Eisberges sein.

Die bestehenden Regeln geben Banken und ihren Mitarbeitern enorme Anreize, auch weiterhin hohe Risiken aufzubauen. Das könnte ohne weiteres eine erneute Insolvenzwellen bei den Banken erzeugen, wenn es entschlossene Regulierung nicht verhindert. Martin Wolf, Chef-Ökonom der Financial Times, sagt nicht ohne Grund: „The cautious approach to fixing banks will not work“.⁹⁵ Ohne die Umsetzung umfassender Finanzmarktreformen werden weitere hohe Kosten auf die Staatshaushalte zukommen und diese womöglich endgültig überfordern.

All das zeigt, dass die hier vorgeschlagenen Handlungsalternativen zwar negative Folgen haben werden, aber in Anbetracht der allgemeinen Lage als alternativlos zu bezeichnen sind. Wir können nur nach Möglichkeiten suchen, um diese negativen Folgen für die Volkswirtschaften zu minimieren.

Aufgrund der Komplexität der vorgeschlagenen Regulierungsansätze ist es entscheidend, den Fokus auf den wesentlichen Punkt beizubehalten: die Abschaffung der Staatsgarantie für Banken. Erst wenn Anteilseigner und Gläubiger von Banken

95 Financial Times, 01.07.2009.

wissen, dass sie selbst die Verluste aus ihrem Engagement bei einer Bank tragen müssen und nicht auf den rettenden Eingriff des Staates hoffen können, werden diese Investoren sich selbst aktiv um eine angemessene Risikolimitierung der Banken bemühen. Erst dann werden sie darauf drängen, dass die Anreizsysteme für die Bankmitarbeiter keine übertriebene Risikoübernahme fördern. Erst dann werden Führungskräfte in Banken genauer über die eingegangenen Risiken Rechenschaft ablegen müssen.

Die bisherigen Vorschläge zu einer verschärften Regulierung der Banken haben einen Nachteil: Sie basieren auf der Annahme, dass Risiken genau quantifizierbar sind. Dieser Trugschluss hat bereits bei den Verbriefungen zu folgenschweren Fehleinschätzungen geführt. Viel wichtiger ist es deshalb, dafür Sorge zu tragen, dass diejenigen Personen, die über die Risiken entscheiden, diese Risiken auch selbst tragen oder hierüber Rechenschaft ablegen müssen. So lange an der Staatsgarantie für Banken festgehalten wird, werden die meisten Vorschläge zur Finanzmarktregulierung sogar kontraproduktiv sein. Eine Erhöhung der Steuern, Abgaben und Eigenkapitalvorschriften werden vermutlich von den Banken zur Umsetzung noch riskanterer Geschäftsstrategien führen, um die durch die Regulierung entstehenden Kosten zurück zu verdienen. So lange der Staat am Ende weiterhin die Risiken trägt, wird das Kernproblem nicht gelöst, sondern womöglich weiter verschlimmert.

Gleichzeitig sollten die Regierungen daran arbeiten, sowohl ihre eigene als auch die Abhängigkeit von Unternehmen und Konsumenten vom Kreditfluss über die Banken zu reduzieren. Das kann bedeuten, dass die Erschließung von Möglichkeiten gefördert wird, Gelder vom Kapitalmarkt ohne Nutzung der Bankbilanzen in den Kreditkreislauf zu leiten. Viel entscheidender wird es jedoch sein, anzuerkennen, dass langfristig öffentliche und private Haushalte nur das Geld ausgeben können, das sie erwirtschaften. Allerdings wird diese notwendige Einsicht durch die enorme Kreditaufnahme in der Vergangenheit so erheblich erschwert, dass Zweifel an einem erfolgreichen Übergangsprozess berechtigt sind. Nicht ohne Grund proklamiert Jürgen Starck, deutsches Mitglied im Direktorium der Europäischen Zentralbank, „Vielleicht haben wir bereits die nächste Phase der Krise erreicht: Eine Staatsschuldenkrise“.⁹⁶

96 Vgl. hierzu „Global rebound still faces risks, ECB warns“, Financial Times, 16.04.2010. Das Originalzitat in Englisch lautet: „We may already have entered the next phase of the crisis: a sovereign debt crisis“. Als weitere Lektüre zur Sicht der EZB sei auf den Monatsbericht der EZB im April 2010 verwiesen, im Internet unter: <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mobu201004en.pdf>.

Literaturverzeichnis

Adrian, Tobias und Hyun Song Shin: Liquidity and Leverage, Federal Reserve Bank of New York staff report number 328, Mai 2008.

Adrian, Tobias und Hyun Song Shin: The shadow banking system: Implications for financial regulation, Federal Reserve Bank of New York staff report number 328, Mai 2008.

Alessandri, Piergiorgio und Andrew G. Haldane: Banking on the State, Bank of England, November 2009.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 79. Jahresbericht, 29.06.2009.

Bank of England: Financial Stability Report, Ausgabe 25, Juni 2009.

Bayoumi, Tamim und Ola Melander: Credit matters: Empirical evidence on US macro-financial linkages, IMF working paper WP/08/169, Juli 2008.

Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen und Holger Spamann: The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000 – 2008, Harvard Law School working draft, 02.12.2009.

Benes, Jaromir, Inci Ötker-Robe und David Vavra: Modeling with macro-financial linkages, IMF working paper WP/09/123, Juni 2009.

Biggs, Michael, Thomas Meyer und Andreas Pick: Credit and economic recovery, De Nederlandsche Bank working paper number 218, Juli 2009.

Calco, Guillermo A., Alejandro Izquierdo und Ernesto Talvi: Phoenix miracles in emerging markets: Recovering without credit from systemic financial crises, BIS working paper number 221, Dezember 2006.

Cecchetti, Stephen G., Marion Kohler und Christian Upper: Financial crises and economic activity, NBER working paper number w15379, 24.08.2009.

Cihak, Martin und Petra Koeva Brooks: From subprime loans to subprime growth?, Evidence for the euro area, IMF working paper WP/09/69, 27.03.2009.

Committee on the Global Financial System: The role of valuation and leverage in procyclicality, CGFS papers number 34, April 2009.

Elliott, Douglas J.: Quantifying the effects on lending of increased capital requirements, Pew Financial Reform Project working paper number 7, September 2009.

European Central Bank: Commercial Property Markets: Financial stability risks, recent developments and EU banks' exposures, Dezember 2008.

European Central Bank: EU banks' funding structures and policies, Mai 2009.

European Central Bank: Financial stability report, Juni 2009.

Financial Services Authority: The Turner Review - A regulatory response to the global banking crisis, März 2009.

Financial Services Authority: A regulatory response to the global banking crisis: Systemically important banks and assessing the cumulative impact, Turner Review conference discussion paper number 09/2, Oktober 2009.

Francis, William und Matthew Osborne: Bank regulation, capital and credit supply: Measuring the impact of prudential standards, Financial Services Authority occasional paper number 36, September 2009.

Galbraith, John Kenneth: The Great Crash: 1929, Boston, 1954.

Geanakoplos, John: The leverage cycle, Cowles Foundation discussion paper number 1715p, Januar 2010.

Girouard, Nathalie, Mike Kennedy und Christoph André: Has the rise in debt made households more vulnerable?, OECD Economics Department working paper number 535, 2007.

Greenslaw, David, Jan hatzius, Anil K. Kashyap und Hyun Song Shin: Leveraged losses: Lessons from the mortgage market meltdown, US Monetary Policy forum conference draft number 2, 2008.

Gyourko, Joseph: Understanding commercial real estate: Just how different from housing is it?, NBER working paper number 14708, Februar 2009.

Haldane, Andrew G.: Rethinking the Financial Network, Bank of England, April 2009.

Hatzius, Jan: Beyond leveraged losses: The balance sheet effects of the home price downturn, Brookings Papers on Economic Activity conference draft, 2008.

HM Treasury: Discussion paper on non-bank lending, Januar 2010.

Horton, Mark, Manmohan Kumar und Paolo Mauro: The state of public finances: A cross-country fiscal monitor, IMF staff position note SPN/09/21, 30.07.2009.

International Monetary Fund: Global financial stability report: Responding to the financial crisis and measuring systemic risks, April 2009.

Ivaschenko, Iryna V.: How much leverage is too much, or does corporate risk determine the severity of a recession?, IMF working paper WP/03/3, 01.01.2003.

Kanaya, Akihiro und David Woo: The Japanese banking crisis of the 1990s: Sources and lessons, IMF working paper WP/00/7, Januar 2000.

Karasulu, Meral: Stress testing household debt in Korea, IMF working paper WP/08/255, November 2008.

Kashyap, Anil K., Raghuruam G. Rajan und Jeremy C. Stein: Rethinking capital regulation, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium conference draft, August 2008.

King, Matt und Hans Peter Lorenzen: Saving the financial system, Citi Investment Research, Oktober 2008.

King, Matt und Hans Peter Lorenzen: Addicted to credit, Citi Investment Research, April 2009.

McKinsey Global Institute: Global capital markets: Entering a new era, September 2009.

McKinsey Global Institute: Debt and deleveraging: the global credit bubble and its economic consequences, Januar 2010.

McKinsey Global Institute: Will US consumer debt reduction cripple the recovery?, März 2009.

Mian, Atif und Sufi, Amir: Household Leverage and the Recession of 2007 to 2009, IMF paper präsentiert bei der 10th Jaques Polak Annual Research Conference, 05.11.2009

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff: Banking Crises: An Equal Opportunity Menace, NBER, 17.12.2008.

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff: Growth in a Time of Debt, NBER working paper draft, 07.01.2010.

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff: The Aftermath of Financial Crises, NBER, 19.12.2008.

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff: Banking Crises: Is the 2007 U.S. Sub-Prime Crisis So Different? An International Historical Comparison, NBER, 05.02.2008.

Schularick, Moritz und Taylor, Alan M.: Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870-2008, NBER working paper 15512, November 2009.

United Nations Conference on Trade and Development: Trade and Development Report, 2009.

United States Government Accountability Office: Financial markets regulation: Financial crisis highlights need to improve oversight of leverage at financial institutions and across system, Juli 2009.

edition der Hans-Böckler-Stiftung
Bisher erschienene Reihentitel ab Band 230

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Hans-Erich Müller Autozulieferer: Partner auch in der Krise?	13230	978-3-86593-120-7	10,00
Judith Beile, Ina Drescher-Bonny, Klaus Maack Zukunft des Backgewerbes	13231	978-3-86593-121-4	15,00
Ulrich Zachert Demografischer Wandel und Beschäftigungssicherung im Betrieb und Unternehmen	13232	978-3-86593-122-1	12,00
Gerd Busse, Hartmut Seifert Tarifliche und betriebliche Regelungen zur beruflichen Weiterbildung	13233	978-3-86593-123-8	15,00
Wolfgang Böttcher, Heinz-Hermann Krüger Evaluation der Qualität der Promotionskollegs der Hans-Böckler-Stiftung	13234	978-3-86593-124-5	25,00
Winfried Heidemann, Michaela Kuhnhenne (Hrsg.) Zukunft der Berufsausbildung	13235	978-3-86593-125-2	18,00
Werner Voß, Norbert in der Weide Beschäftigungsentwicklung der DAX-30- Unternehmen in den Jahren 2000 – 2006	13236	978-3-86593-126-9	22,00
Markus Sendel-Müller Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit	13237	978-3-86593-128-3	29,00
Seddik Bibouche, Josef Held, Gudrun Merkle Rechtspopulismus in der Arbeitswelt	13238	978-3-86593-130-6	20,00
Svenja Pfahl, Stefan Reuyß Das neue Elterngeld	13239	978-3-86593-132-0	28,00
Arno Prangenberg, Martin Stahl Steuerliche Grundlagen der Umwandlung von Unternehmen	13240	978-3-86593-133-7	15,00
Samuel Greef, Viktoria Kalass, Wolfgang Schroeder (Hrsg.) Gewerkschaften und die Politik der Erneuerung – Und sie bewegen sich doch	13241	978-3-86593-134-4	28,00
Anne Ames Ursachen und Auswirkungen von Sanktionen nach § 31 SGB II	13242	978-3-86593-135-1	23,00
Ulrich Zachert Tarifeinheit durch Satzungsrecht der Gewerkschaften	13243	978-3-86593-136-8	10,00
Matthias Knuth, Gernot Mühge Von der Kurz-Arbeit zur langfristigen Sicherung von Erwerbsverläufen	13244	978-3-86593-137-5	15,00

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Gertrud Hovestadt Institute zur Schulung betrieblicher Arbeitnehmer- vertreter	13246	978-3-86593-139-9	15,00
Godehard Neumann, Heinz Pfäfflin Metropolregionen zwischen Exzellenzanspruch und regionalem Ausgleich	13247	978-3-86593-140-5	20,00
Judith Beile, Beate Feuchte, Birte Homann Corporate Social Responsibility (CSR) Mitbestimmung	13248	978-3-86593-141-2	20,00
Felix Ekardt Soziale Gerechtigkeit in der Klimapolitik	13249	978-3-86593-142-9	15,00
Kerstin Windhövel, Claudia Funke, Jan-Christian Möller Fortentwicklung der gesetzlichen Rentenversicherung zu einer Erwerbstätigenversicherung	13250	978-3-86593-143-6	24,00
Martin Albrecht, Hans-Holger Bleß, Ariane Höer, Stefan Loos, Guido Schiffhorst, Carsten Scholz Ausweitung selektivvertraglicher Versorgung	13252	978-3-86593-146-7	23,00
Elisabeth Schwabe-Ruck „Zweite Chance“ des Hochschulzugangs?	13254	978-3-86593-149-8	32,00
Johannes Kirsch, Gernot Mühge Die Organisation der Arbeitsvermittlung auf internen Arbeitsmärkten	13256	978-3-86593-151-1	12,00
Kerstin Bolm, Nadine Pieck, Anja Wartmann Betriebliches Gesundheitsmanagement fällt nicht vom Himmel	13257	978-3-86593-152-8	12,00
Klaus Maack, Jakob Haves, Katrin Schmid, Stefan Stracke Entwicklung und Zukunft der Brauwirtschaft in Deutschland	13260	978-3-86593-155-9	20,00
Reingard Zimmer (Hrsg.) Rechtsprobleme der tariflichen Unterbietungskonkurrenz	13262	978-3-86593-157-3	15,00

Ihre Bestellungen senden Sie bitte unter Angabe der Bestellnummern an den Setzkasten oder unter Angabe der ISBN an Ihre Buchhandlung. Ausführliche Informationen zu den einzelnen Bänden können Sie dem aktuellen Gesamtverzeichnis der Buchreihe **edition** entnehmen.

Setzkasten GmbH
Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax 0211-408 00 90 40
E-Mail mail@setzkasten.de

Über die Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen oder Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßige Konjunkturprognosen vor.

Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Mitbestimmung, Strukturpolitik, Arbeitsgesellschaft, Öffentlicher Sektor und Sozialstaat. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

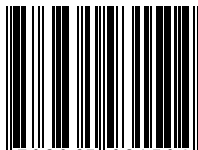
Öffentlichkeitsarbeit

Mit dem 14tägig erscheinenden Infodienst „Böckler Impuls“ begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin „Mitbestimmung“ und die „WSI-Mitteilungen“ informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft. Mit der Homepage www.boeckler.de bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39 Telefon: 02 11/77 78-0
40476 Düsseldorf Telefax: 02 11/77 78-225

Ausgehend von der Krise im Finanzsektor analysiert der ehemalige Investmentbanker Enno Balz, wie es zu der weltweiten Wirtschaftskrise kam, die mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers 2008 begann. Sein Fazit: Schuldeninduziertes Wachstum gepaart mit fehlender Regulierung waren die wesentlichen Treiber dieser Systemkrise. Auf der Grundlage dieser Analyse entwickelt Balz Vorschläge für effektive Regulierung, mit der die Folgen ähnlicher Krisen verhindert bzw. zumindest eingedämmt werden könnten.



9 783865 931504

ISBN 978-3-86593-105-4

€ 16,00