

Sturm – Finanzmarktkrise und Konsequenzen für die Bankenaufsicht

Das Weltfinanzsystem ging 2008 durch die schwerste Krise der Nachkriegszeit. Was waren die Ursachen? Ist ein Ende absehbar? Wie kann der nächsten Krise vorgebeugt werden?

STEPHAN PAUL

Schadensbilanz: Versuch einer Momentaufnahme

„Das Schlimmste ist überstanden“ – dies war die Einschätzung des CEO von Lehmann Brothers, Richard Fuld, im April 2008, fünf Monate vor der Insolvenz des Instituts. Immer stärkere Wertminderungen bei Verbriefungen, weitere Beinahe- oder sogar tatsächliche Bankpleiten, emporschnellende Absicherungsprämien bei der Liquiditätsvergabe an Banken, dramatische Kursverluste an den Börsen weltweit und staatliche Rettungsaktionen in einem zuvor ungeahnten Ausmaß – das sind einige Facetten der Monate September und Oktober 2008, die in der Tagespresse mit Überschriften wie „Ein Orkan, der nicht enden will“ oder „Kernschmelze im Finanzsystem“ versehen wurden. Bankaktien besitzen im Dezember 2008 im Schnitt weniger als 40% ihres Werts zu Beginn des Jahres 2007, Einleger haben vielfach das Vertrauen verloren, bangen um ihr Geld und stürmen in Island sogar die Zentralbank (Abbildung 1).

Nachdem der IWF seine Schätzung der möglichen Verluste von Finanzinstituten im Oktober noch einmal auf 1,4 Bio. \$ nach oben korrigiert hat, die US-Notenbank mittlerweile sogar vom doppelten Wert ausgeht, wird deutlich: Die im begrenzten Segment der Hypothekarkredite an zweitklassige (subprime) Schuldner eingesetzte Banken hat sich zur schwersten Krise des Weltfinanzsystems seit den 1920er Jahren entwickelt (Abbildung 2).

Insofern ist es verständlich, dass in der Öffentlichkeit nach einem „neuen Ordnungsrahmen für entfesselte Märkte“, einer „neuen Finanzarchitektur“ gerufen und eine Fülle von Einzelforderungen erhoben wird – von einem „Bretton Woods II“ bis zu einem „TÜV“ für sämtliche neuen Finanzprodukte.

Im Folgenden wird erläutert, dass der Sturm, der die Kredit- und mittlerweile auch Realwirtschaft durchschüttelt, von der Branche selbst und

den durch die Politik gesetzten Rahmenbedingungen verursacht wurde, die Versuche der Krisenbekämpfung nur bedingt tauglich sind und die Vorschläge zur Krisenprophylaxe nachgebessert werden müssen.

Klimawandel: Wie konnte es so weit kommen?

Die zentralen Charakteristika der Finanzmarktkrise werden entlang der Abbildung 3 dargestellt:

Nach den Terroranschlägen des 11. September 2001 leitete die US-Zentralbank (Fed) eine Geldmengenausweitung ein, die die amerikanischen Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau von knapp über ein Prozent schleust (Abbildung 4).

Die zunächst niedrige Zinslast machte es vielen Beziehern niedriger Einkommen möglich, sich für den Erwerb von Immobilien bei Kreditinstituten zu verschulden. Auch politisch wurde der Erwerb speziell von Wohneigentum gerade durch soziale Minderheiten und Migranten, also im so genannten Subprime-Segment nicht erstklassiger Bonität, (kommunal-) politisch stark gefördert. Dazu dienten auch die im Zuge des New Deal gegründeten staatlichen Kreditaufkauf- und -garantieagenturen Fannie Mae und Freddie Mac. Ein Resultat dieser Subventionen ist der deutlich höhere Anteil der Bevölkerung, der in Wohneigentum lebt (USA 73%, Deutschland 43%). Ein anderes Resultat aber war die Strukturverschiebung des hypothekarischen Finanzierungsgeschäfts hin zu schlechteren Bonitäten (Abbildung 5).

Der vorher schon einsetzende Preisanstieg bei Immobilien wurde aber nicht nur dadurch beschleunigt. Hierzu trugen auch die nach dem Platzen der Internetblase am Aktienmarkt in diesem Segment angelegten Gelder sowie die aus China und dem Nahen Osten „reycelte“ Liquidität

bei. Die in manchen Regionen der USA geradezu explodierenden Preise für Grundstücke und Gebäude luden im Sinne eines sich selbst verstärkenden Kreislaufs wiederum sowohl Verbraucher als auch institutionelle Investoren zum weiteren Immobilienerwerb ein. Somit kam es zu einer in den üblicherweise zur Inflationsmessung verwendeten Warenkörben zunächst nicht sichtbaren Asset Price Inflation (Abbildung 6).

Rückblickend lässt sich nachweisen, dass Banken angesichts im Wert kontinuierlich steigender Sicherheiten in ihrer Prüfung der Kreditnehmer immer sorgloser wurden und auch Zuführgeschäft von Kreditvermittlern, die im Stile von „Drückerkolonnen“ agierten, nahezu unkritisch akzeptierten. In diesem Zusammenhang wird auch von „ninja“-Loans gesprochen (no income, no job or assets). Vor dem Hintergrund der Immobilienpreissteigerungen erklären sich auch die piggy backs (Huckepackkredite), bei denen eine immer weiter reichende Verschuldung in Form von Kreditkarten- oder Konsumfinanzierungen auf ein und dasselbe Objekt basiert wurden. Im Jahre 2003 etwa nahmen private Haushalte doppelt soviel Hypothekarkredite auf wie sie für den Erwerb von Wohneigentum verwendeten.

Diese Geschäftsexpansion konnte von den Banken praktisch ohne Ausweitung ihres aufsichtsrechtlich relevanten Eigenkapitals dargestellt werden. Das immer stärkere Leveraging wurde möglich durch die erst in den letzten 10–15 Jahren voll entwickelte Finanztechnologie der Verbriefung (Originate-to-distribute, Abbildung 7). Dabei werden die von einer Bank an die privaten Haushalte herausgelegten Kredite an eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) übertragen, die nur mit diesen Krediten besicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) bei Investoren placiert. Auf die Kredite von den Schuldnern geleistete Zins- und Tilgungszahlungen werden an die Investoren durchgereicht, bei Ausfällen greifen bis zu einer

bestimmten Höhe Sicherungszusagen. Sowohl die Versicherungen bei der Formulierung ihrer Risikoprämie als auch die Rating-Agenturen bei ihrer Bewertung der Papiere haben aber offenbar ebenso wie die Banken eine sorgfältige Prüfung der Kredite unterlassen – und auch die Wirtschaftsprüfer und die Bankenaufsicht hatten diesen Aspekt vernachlässigt.

In den SPVs wurde eine massive Fristentransformation betrieben, d.h. die erworbenen, mittel- bis langfristigen Hypothekendarlehen wurden revolvierend durch dreimonatige Commercial Paper refinanziert. Dies schafft Mehrwert zum einen bei einer normalen Zinsstrukturkurve, bei der (aufgrund der größeren Zukunftsunsicherheit) langfristige Zinsen höher sind als kurzfristige und zum anderen einer normalen Marktverfassung, bei der immer wieder der Geldanschluss für die auslaufenden Papiere gefunden werden kann.

Die auf diese Weise entstandenen Papiere wurden an Banken, Versicherungen, Kapitalanlagegesellschaften auf der ganzen Welt verkauft, weil sie attraktive Renditen für die Finanzbranche boten, in der die durch die Globalisierung zunehmende Konkurrenzintensität einerseits die Renditeerzielung in den klassischen Bankgeschäftsfeldern erschwerte, gleichzeitig aber den Shareholder-Value-Druck zur Renditeerzielung immer weiter erhöht hatte. Vielfach wurden die erstmalig verbrieften Papiere dann auch erneut, mitunter mehrfach „verpackt“ (CDO, Collateralized Debt Obligations). Auf diese Weise gelangten hypothekarisch besicherte Forderungen aus dem Subprime-Segment als Beimischung in die unterschiedlichsten Wertpapierkörbe (z.B. auch von Geldmarktfonds).

In die (mehrfach um-)strukturierten Verbriefungskonstruktionen wurden häufig „Wasserfallstrukturen“ eingebaut, bei denen die Rückzahlungen der privaten Haushalte in einer bestimmten Reihenfolge zunächst an die Investoren einer ersten Klasse von Wertpapieren flossen,

die dementsprechend auch das beste Rating (AAA, Abbildung 8) erhielt. Erst nach vollständiger Bedienung der ersten wurde die zweite Klasse der Wertpapiere mit Liquidität versorgt usw. Aber auch die schlechter bewerteten (z.B. BBB-)Papiere wurden „veredelt“, indem die besten Kredite dieses Topfes herausgenommen und erneut in Wertpapiere gekleidet wurden („Aus Landwein wird Qualitätswein“). Diese Mehrfachverbriefungen führten nicht nur zu Intransparenz über sondern auch Verstärkungen der in den Emissionen enthaltenen Risiken.

Konkreter Krisenauslöser war nun ein doppelter Preisschock. Ab Mitte 2004 stiegen zum einen die Leitzinsen bis Anfang 2007 von 1% auf 5% an. Zum anderen ging das Preiswachstum für Wohnungseigentum in dramatischer Weise zurück (wiederrum Abbildung 6).

Diese beiden Entwicklungen sind nicht unabhängig voneinander. Gerade die steigenden Zinsen machten es nämlich vielen Schuldner unmöglich, Zins und Tilgung zu leisten, so dass sie ihre Immobilie verkaufen oder schlichtweg verlassen mussten. Letzteres ist in den USA aufgrund der fehlenden Meldepflicht sowie des ebenfalls nicht gegebenen Durchgriffsrechts der Banken auf das laufende Einkommen des privaten Haushalts auch mit geringeren Konsequenzen für den Schuldner verbunden – bis auf die Tatsache des notwendigen Umzugs in Mietwohnungen oder sogar Zelte.

Hintergrund ist dabei die in den USA verbreitete Variante der „2/28er Hypothek“. Feste, häufig stark subventionierte Zinszahlungen werden in diesen Konstruktionen nur für die ersten zwei Jahre vereinbart, danach gelten variable Zinsen, was den Haushalten in Zeiten des Zinsanstiegs zum Verhängnis wurde. Zwar sind die Zinsen im Laufe des Jahres 2008 wieder deutlich zurückgegangen, doch es steigt die Zahl der Haushalte,

die ihre Verpflichtungen aufgrund von Arbeitslosigkeit nicht erfüllen können oder wegen gesunkener Hauspreise nicht erfüllen wollen.

Die Abbildung 9 gibt in diesem Zusammenhang einen Einblick in die Ausfallraten im Subprime-Segment. Zum einen zeigt sich, dass es (unabhängig davon, in welchem Jahr die Kredite vergeben wurden) immer nach 24 Monaten zu einem deutlichen Anstieg der Ausfälle kommt – dann nämlich, wenn die Kredite aus der Festzinsbindung herausfallen. Zum anderen fällt aber auch auf, dass die Ausfälle bei den in den ersten Jahren der Expansion im Subprime-Segment (2000 bis 2004) vergebenen Krediten zunächst kontinuierlich sanken. Hierdurch (und die Sicherungszusagen) waren die mit diesen Krediten unterlegten Verbriefungen tatsächlich von AAA-Qualität – allerdings nur in dem Niedrigzins-/Immobilienboom- und damit Schönwetter-Szenario.

Zentrales Defizit der Banken (vor allem in den USA) war aber nicht nur die mangelnde Bonitätsprüfung bzw. -prognose auch für Stressfälle. Völlig unterschätzt wurde von den Kreditinstituten und Kapitalsammelstellen weltweit das Liquiditätsrisiko. Die sich ab Frühjahr 2007 einstellenden Ausfälle bei den Subprime-Papieren führten zu einem bisher nicht dagewesenen Vertrauensverlust gegenüber diesen Papieren und den sie haltenden Finanzinstituten. Durch dieses „Headline-Risiko“ wurden die Wertpapiere praktisch kollektiv und ohne Einzelbetrachtung illiquide, gleichzeitig konnten die Banken aber auch nicht in gewohntem Maße auf die Refinanzierung untereinander zurückgreifen.

Orkantief: Wie verlief die Krise?

Die Abfolge von Fundamental- und Vertrauenskrise kennzeichnet somit die beiden großen „Wellen“ der Finanzmarktkrise (Abbildung 10). Ein erster Kulminationspunkt wurde erreicht, als nach Schließung zweier Hedgefonds von Bear Stearns (Juni 2007) in Deutschland insbesondere die IKB, SachsenLB, BayernLB und WestLB mit massiven Staatshilfen gestützt werden mussten (Juli bis September 2007), es in Großbritannien mit Northern Rock sogar zu einer Verstaatlichung kam, nachdem besorgte Einlagenkunden die Bankschalter gestürmt hatten. Wurden die Probleme der US-Finanzinstitute zunächst primär durch im Zeitvergleich überproportionale Ausfallraten im Bereich der Subprime-Verbriefungen verursacht, zeigten sich kontinentaleuropäisch insbesondere Liquiditätsprobleme, da sich geplante Refinanzierungen aufgrund der Vertrauensstörungen zunächst der Wertpapier- und dann auch der Interbankenmärkte nicht mehr darstellen ließen.

Augenscheinlich wurden in dieser Phase hier zu Lande speziell die fehlenden Geschäftsmodelle der Landesbanken. Die von ihren Eigentümern aufgegebenen Renditeziele ließen sich mit den verordneten Verbund- und Mittelstandsgeschäften allein nicht erreichen. Insofern lag – vor allem auch angesichts der erstklassigen Bonitätseinstufungen durch die bis 2005 bestehenden Staatsgarantien – ein Ausweichen auf die internationalen Kapitalmärkte nahe, wo die Margen im Verbriefungsbereich zwar schmal waren, bei entsprechend großen Volumina aber zu ansehnlichen absoluten Gewinnbeiträgen führten.

Doch renommierte Forschungsinstitute, IMF und BIS hatten bereits mit teilweise mehrjährigem Vorlauf vor einer Blase im Immobilienbereich

gewarnt, der auch in der Vergangenheit bereits häufig Auslöser schwerer Bankenkrisen war.

Und auch die von Einzelinstituten publizierten Angaben hätten viel frühzeitiger Warnsignale für die Märkte sein müssen. Der erhebliche Umfang der Verbriefungsaktivitäten und die entsprechende Abhängigkeit des Jahresergebnisses hiervon wurde etwa im Geschäftsbericht 2006/07 der IKB (S. 66 und 93) so beschrieben: „Eine erfreuliche Erhöhung um 19,2% auf 108 Mio. € ergibt sich auch für den Provisionsüberschuss. Die eine Hälfte dieses Überschusses stammt aus Strukturierungsgebühren sowie Provisionen der Geschäftsfelder Firmenkunden, Immobilienkunden und Strukturierte Finanzierung, die andere Hälfte resultiert im Segment Verbriefungen aus Bearbeitungsgebühren des Conduits Rhineland Funding. ... Für das Conduit Rhineland Funding erwarten wir innerhalb von drei Jahren ein Investmentvolumen von 20 Mrd. € (derzeit 12,7 Mrd. €), für Rhinebridge ein Volumen von 10 Mrd. €.“ Auch wurde über die fristeninkongruente Finanzierung und damit eingegangene Liquiditätsrisiken des erstgenannten Vehikels informiert (bereits Geschäftsbericht 2005/06, S. 119): „Rhineland Funding finanziert seine Investments durch die Begebung von kurzfristigen Wertpapieren, so genannte Asset Backed Commercial Papers. In diesem Markt ist es üblich, dass Banken Sicherungslinien für den Fall zur Verfügung stellen, dass es kurzfristig zu Marktstörungen kommt.“ Und der Umfang dieser Linien geht ebenso aus dem Geschäftsbericht (hier 2006/07, S. 198) hervor: „In dem Posten Andere Verpflichtungen sind Kreditzusagen über insgesamt 11,9 Mrd. € ... Gegenwert an Spezialgesellschaften enthalten, die nur im Falle von kurzfristigen Liquiditätssengpässen bzw. vertraglich definierten Kreditausfallereignissen von diesen in Anspruch genommen werden können.“ Der Umfang dieser kurzfristigen

Kreditzusagen von 11,9 Mrd. € (also über 93% der Investitionen des Vehikels in Höhe von 12,7 Mrd. €) entsprach einem Viertel der Bilanzsumme! Zwar schlossen die stark kapitalmarktabhängigen Finanzinstitute weltweit (im Gegensatz etwa zu den deutschen Sparkassen und Volksbanken) das Geschäftsjahr 2007 mit erheblichen Fehlbeträgen ab und mussten zum Teil auf ausländische Staatsfonds als Rettungsanker zurückgreifen. Wenn aber im Frühjahr 2008 der Eindruck entstand, die Finanzmarktkrise habe sich beruhigt, so hing dies vor allem mit den massiven Liquiditätsspritzen der Notenbanken, zusammen, die weitere „Marktklemmungen“ zunächst verhinderten. Doch zum einen waren die Probleme der Subprime-Schuldner nach wie vor ungelöst; wie Abbildung 9 zeigte, lag gerade in diesem Zeitraum das größte Volumen der aus der Festzinsbindung kommenden Hypothekarkredite. Zum anderen hatten bereits Übersprungeffekte auf andere Finanzmärkte und dann auch die Realwirtschaft eingesetzt, so dass aus einer ursprünglich eng begrenzten Finanzsegment- zunächst eine globale Finanzsystem- und schließlich sogar Weltwirtschaftskrise resultierte (Abbildungen 11 und 12).

Nach den Verbriefungs- und Kreditmärkten (durch die angesprochenen Belastungen der Banken) reagierten zunächst die Aktienmärkte, so dass nicht nur Zuführungen von Verlustausgleichspotenzial nahezu unmöglich, sondern auch weitere Abschreibungen für Finanzinstitute notwendig wurden. Dieses wiederum löste zuvor nicht gesehene Anspannungen des Interbankenmarktes in Form von drastisch steigenden Risikoprämien oder sogar Rationierungen bei der Refinanzierung von Kreditinstituten aus. Aber auch die Versicherungsgesellschaften, die mit Garantiezusagen in Verbriefungskonstruktionen eingebunden waren (z.B. US-Monoliner), mussten hohe Verluste ausweisen, da die von ihnen kalkulierten Risikoprämien bei weitem nicht mehr ausreichten, die tatsächlich zu verzeich-

nenden Ausfälle abzudecken. Nachfolgende Ratingherabstufungen von Versicherungen, Banken oder auch nur weitere leichte Überschreitungen von Schwellenwerten der Kreditausfälle führten zur zwangsweisen Liquidation von Verbriefungskonstruktionen, Preisdruck und damit Kursverlusten der mit Forderungen unterlegten Papiere. Für die Finanzinstitute als Investoren ergab sich daraus der Zwang, Wertpapiere auf immer niedrigere Marktwerte abschreiben zu müssen (sofern überhaupt ein Markt vorhanden war), und in der Öffentlichkeit entstand der Eindruck „immer neuer“, „bisher verborgener“ Verluste (Abbildung 13).

Auf diese Weise entstand ein „Teufelskreis“ aus Forderungsabwertung, Zweifeln an der Bonität speziell von Banken, Liquiditätsproblemen und Versuchen der Risikoreduktion durch Einschränkungen der Kreditvergabe. Gerade letzteres im Verbund mit den Belastungen der privaten Hypothekenschuldner führte in den USA zu deutlichen Rückgängen des Konsums, was sich zunächst in der Automobilindustrie, im weiteren Jahresverlauf auf nahezu allen Güter- und Dienstleistungsmärkten zeigte. Die rezessive volkswirtschaftliche Entwicklung machte wiederum neue Wertberichtigungen in weiteren Segmenten des Firmenkundengeschäfts (z.B. dem M&A-Bereich) erforderlich.

Die US-Regierung versuchte diesen Prozess mit einem groß angelegten Konjunkturpaket (Februar 2008), einer Rettungsaktion für Bear Stearns im März und auch der Übernahme der Kontrolle über die „Giganten“ der Hausfinanzierung, die halbstaatlichen Agenturen Fannie Mae und Freddie Mac, (6. September) zu stoppen. Um aber keine Hoffnungen auf einen unbegrenzten bail-out zu wecken, ließ man dagegen kurz darauf die Investmentbank Lehman Brothers in die Insolvenz abrutschen (15. September). Spätestens damit ging die Fundamental- erneut in eine Vertrauenskrise über. Trotz der nachfolgenden Rettungsaktion für den weltweit größten

Versicherer AIG und der Ankündigung eines milliardenschweren Hilfsprogramms für die Kreditwirtschaft war das Vertrauen in die Finanzindustrie weltweit tief gestört. In den USA mussten weitere Finanzinstitute Insolvenz anmelden, staatlich gerettet oder zwangsweise fusioniert werden. Am 21. September endete das Investmentbanking in seiner seit 75 Jahren bestehenden Form, da die noch verbliebenen Spieler Goldman Sachs und Morgan Stanley ihren Sonderstatus aufgaben, um damit den Zugang zu Notenbankliquidität zu erhalten. Aber auch in Europa setzte eine regelrechte „Flucht“ der Banken zur EZB ein (Abbildung 14).

Weltweit kam es in der Folge zu dramatischen Einbrüchen an den Aktienmärkten, die speziell im Oktober 2008 an die Zeit der Weltwirtschaftskrise heranreichten. Der DAX verlor allein zwischen dem 6. und 10. Oktober 24% seines Werts (Abbildung 15). Gleichzeitig geriet sogar die Zahlungsfähigkeit einzelner europäischer Staaten – vor allem Islands und Ungarns – in Gefahr, so dass sich auch der Markt der Staatsanleihen nicht mehr pauschal als sicherer Hafen darstellte. Die Probleme der Refinanzierung über den Interbankenmarkt einerseits, die Abschreibungen auf Papiere aus nahezu sämtlichen Finanzmarktsegmenten und von noch im Sommer 2008 als erstklassig geltenden Schuldnern andererseits (aus deutscher Sicht besonders gravierend im Falle Lehmans) sowie schließlich Umlagen zur Sanierung von Verbundinstituten bedeuteten Belastungen auch für solche Kreditinstitute in Deutschland, die tatsächlich eine konservative, risikoarme Geschäftspolitik verfolgt hatten.

Und wie zuvor bereits in den USA zeigte sich auch hier zu Lande, dass diese Entwicklung nicht spurlos an der Konjunktur vorüber ging. Die bis zur Jahresmitte sehr optimistischen Wachstumsprognosen wurden im Herbst binnen weniger Wochen drastisch nach unten korrigiert. Dem entsprechend pessimistisch wird zum Jahresende auch die Bonität von

führenden deutschen Industrieunternehmen eingeschätzt, was zu hohen Finanzierungskosten führt (Abbildung 16).

Katastrophenschutz: Wie wird die Krise bekämpft?

Das über die Liquiditätsspritzen und Zinssenkungen der Notenbanken (Ende Oktober 2008 lag der amerikanische Leitzins wieder bei 1%) hinaus von den Einzelstaaten zur Krisenbekämpfung eingesetzte Instrumentarium ähnelt sich weltweit. Im Mittelpunkt stehen Aufkäufe ausfallgefährdeter Kredite und Wertpapiere (so beim Hilfspaket der US-Regierung über 700 Mrd. \$), Eigenkapitalhilfen (prominent in Großbritannien, 50 Mrd. Pfund), Garantien von Spareinlagen (z.B. in Irland in unbegrenzter Höhe) sowie von Interbankengeschäften (etwa in Spanien, 100 Mrd. €).

In Deutschland hat erst die zweimalige Bereitstellung von Liquidität für die Hypo Real Estate über insgesamt 50 Mrd. € auf staatlicher Seite die Bereitschaft ausgelöst, von einer Einzelfall- zu einer Systemhilfe überzugehen. Am 5. Oktober wurden zunächst sämtliche Spareinlagen mit einer Staatsgarantie versehen, kurz darauf legte die Bundesregierung am 13. Oktober nach internationalen Konsultationen das „Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft“ vor. Im Zentrum steht dabei das „Finanzmarktstabilisierungsgesetz“ (FMStG), (Abbildung 17):

Erstens – und dies stellt bislang den Kern auch der öffentlichen Diskussion dar – können von Banken Staatshilfen unterschiedlicher Art beantragt werden. Sie reichen von der Garantie für ihre Verbindlichkeiten (Rahmen 400 Mrd. €), über den staatlichen Erwerb von Problemaktiva bis hin zur Rekapitalisierung durch die Zufuhr von Eigenkapital durch den Staat (zusammen 80 Mrd. €). Da für die Garantieleistungen eine haus-

haltsrechtliche Vorsorge von 5% = 20 Mrd. € getroffen wird, ergibt sich ein Finanzierungsvolumen des neu gegründeten „Finanzmarktstabilisierungsfonds“ von bis zu 100 Mrd. €, das durch die Deutsche Bundesbank verwaltet wird.

Mit der Inanspruchnahme der Staatshilfen sind indes Auflagen verbunden: Als Gegenleistung für Garantien ist eine „marktgerechte Vergütung“ zu zahlen, außerdem wird die Geschäftspolitik auf „Nachhaltigkeit“ geprüft. Bei einer Übernahme von Risikoaktiva werden zudem die Anreizwirkung und Angemessenheit des Vergütungssystems der jeweiligen Bank untersucht, die Vergütung von Organmitgliedern sollte 500 T€ p.a. nicht überschreiten, die Einräumung von Boni ist stark eingeschränkt, und es darf keine Dividendenausschüttung erfolgen. Im Falle der Rekapitalisierung kommt noch die Auflage hinzu, dass vor allem Kredite an kleine und mittelständische Kunden vergeben werden sollten.

Nicht übersehen werden darf, dass neben diesen Staatshilfen zweitens modifizierte Bewertungsmethoden für Bankaktiva und drittens Änderungen bei den Finanzaufsichtsgesetzen, dem Zusammenspiel von BaFin und Bundesbank sowie der Einlagensicherung auf EU-Ebene angekündigt werden.

In den ersten Tagen nach Verabschiedung des Pakets zeichnete sich vorübergehend ein klassisches Gefangenendilemma ab. Hätten alle „bedürftigen“ Banken gleichzeitig Hilfsleistungen in Anspruch genommen, wäre ihre Reputation vergleichsweise wenig beschädigt worden. Da sich jedoch kein Institut als erstes „outen“ wollte, unterblieben entsprechende Anträge zunächst ganz. Angedachte Gemeinschaftsaktionen vor allem der Landesbanken scheiterten und der Sprecher der Deutschen Bank, Josef Ackermann, lehnte die Annahme der Staatshilfe besonders prononciert ab („würde mich schämen“). In dieser Situation wurde diskutiert, ob der

Staat – ähnlich dem Vorgehen in Großbritannien – die Einnahme seiner „Medizin“ gesetzlich verordnen, mithin die Institute (teil-)verstaatlichen sollte. Dort besteht ein Zwang zur Aufnahme des Staats als Miteigentümer, wenn die Eigenkapitalquote eine bestimmte Höhe unterschreitet.

Doch der kollektive bail-out zur Volksbeglückung bzw. -beruhigung unterblieb. Bereits am 21. Oktober beantragte die BayernLB Eigenkapitalhilfen im Volumen von 5,4 Mrd. €, am 4. November folgte die Commerz- als erste private Bank (stille Einlage über 8,2 Mrd. €). Mittlerweile haben sowohl die Hypo Real Estate als auch fünf weitere Landesbanken sowie Autofinanzierer angekündigt, sich unter den Schutzschirm des SofFin (Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung) zu begeben, wobei sowohl die Hilfsbeträge als auch die jeweiligen Auflagen im Einzelfall noch ausgehandelt werden und zudem von der EU-Kommission individuell zu genehmigen sind.

Ein Grund für die anfängliche Zurückhaltung der Banken wurde vor allem in den Gehaltsbeschränkungen der Bankmanager gesehen. In der Tat ist die gesetzte Obergrenze willkürlich und wäre statt einer Deckelung die Verpflichtung vorzuziehen, ein Vergütungssystem zu installieren, das über einen längeren Zeitraum neben Wertsteigerungen auch -reduktionen berücksichtigt.

Als noch problematischer könnten sich indes die Eingriffe in die Geschäftspolitik der Institute erweisen, wenn sie denn mehr sein sollen als nur ein populistisches Werben um die Zustimmung der Öffentlichkeit zu den exorbitanten Hilfssummen. Gerade dem Staat – das hat die Finanzmarktkrise überdeutlich gezeigt – ist es bei „seinen“ Kreditinstituten (Landesbanken, IKB) bislang nicht gelungen, „nachhaltige“ Geschäftsmodelle zu installieren, die sich als tragfähig erwiesen hätten. Worauf soll dann von welchen Personen (den bisherigen Bankaufsehern?) die Geschäftspolitik fokussiert werden? Und haftet der Staat

dann nicht auch für die von ihm eingeleiteten Veränderungen, von der Kundengruppen- bis zur Produktauswahl? Wird er möglicherweise mit Blick auf weitere Hilfsleistungen an „seine“ neuen Beteiligungen bei sich noch deutlich verschlechternder Geschäftslage erpressbar?

Besonders gefährlich wäre es, wenn Institute in diesem Zusammenhang gezwungen würden, in großem Stile „Mittelstandskredite“ zu vergeben. In Deutschland besteht wahrlich kein Mangel an Banken, die sich gerade diese Klientel auf die Fahne geschrieben haben; Sparkassen und Volksbanken bezeichnen sich zurecht gerne als (Liquiditäts-)Tankstellen des Mittelstands. Eine Forcierung dieses Geschäftsfeldes bei Privat- und Landesbanken würde den auch in der Krise unvermindert anhaltenden Preiskampf noch weiter verschärfen und das Inkaufnehmen neuer Bonitätsrisiken provozieren. Dieses droht gerade dann, wenn sich in der Mittelstandsfinanzierung (weitere) öffentlich subventionierte Spieler tummeln.

Im Übrigen sollte man nicht nur das Herein-, sondern auch das spätere Herausgehen des Staates im Auge behalten: Wie sieht die Zukunft der jetzt möglicherweise neu aufgesetzten Geschäftsmodelle nach Rückzahlung der Staatshilfe aus? Werden sie mit hohem organisatorischen Aufwand und damit Restrukturierungskosten wieder „entsorgt“? Und wird das Investmentbanking in Verbindung mit den dort anzutreffenden Gehaltsstrukturen dann wieder salonfähig?

Wenn überhaupt staatliche Einflüsse auf die Geschäftspolitik einen Beitrag zur Stabilität des Finanzmarktes leisten sollen, dann müsste der Staat gerade bei den Landesbanken, die aktuell Hilfsleistungen beantragt haben, auf eine Konsolidierung und Privatisierung drängen. Insofern ist die Formulierung im Gesetzestext, es sollten nur diejenigen Institute Staatsgelder erhalten, die die „Gewähr für eine solide und umsichtige

Geschäftspolitik“ bieten (§ 10) verfehlt – gerade diejenigen Banken, bei denen dies nicht der Fall ist, brauchen zunächst Staatshilfe, um dann geordnet abgewickelt zu werden. Allerdings sinken mit zunehmender Beteiligung des Staates die Anreize, in den Augen vieler Finanzmarktteilnehmer auch die Notwendigkeiten, für eine Marktkontrolle weiter.

Diese Marktdisziplinierung sollte nach der dritten Baseler Säule als Ergänzung zur Staatsaufsicht aber gerade ausgebaut werden. Ob dies tatsächlich geschehen wird, ist mehr als fraglich. Denn es darf nicht übersehen werden, dass das Finanzmarktstabilisierungsgesetz neben den angesprochenen staatlichen Hilfen – zweitens – veränderte Bewertungsverfahren für Bankaktiva angekündigt hat, die die Transparenz über die Risikolage der Kreditinstitute als Voraussetzung für Marktkontrolle deutlich einschränken. Schon seit Beginn der Finanzkrise wird das Fair-Value-Prinzip als einer *der* „Brandbeschleuniger“ eingestuft. Verwiesen wird darauf, dass derzeit für viele Wertpapiere überhaupt keine Kurse gestellt würden, Geld/Brief-Spannen dramatisch auseinander liefen oder nur sehr vereinzelt Transaktionen, dann aber zu Preisen dramatisch unter dem Rückzahlungskurs abgewickelt würden. Dies mache Wertkorrekturen notwendig, die weit über den in der Zukunft liegenden tatsächlichen Verlusten aus diesen Papieren lägen. (Quartals-) Abschreibungen in exorbitanter Höhe würden nicht nur (1) das Vertrauen der Kapitalmarktspieler nachhaltig erschüttern, sondern auch das Eigenkapital der Banken drastisch verringern, (2) damit aufgrund der regulatorischen Vorschriften ihre Kreditvergabemöglichkeiten deutlich beschneiden und auf diese Weise die Finanzierung von Unternehmen und privaten Haushalten immer schwerer machen. Mithin wirkten sie prozyklisch im Sinne einer Abwärtsspirale, würden den ohnehin zu verzeichnenden Vertrauensverlust gegenüber dem Finanzsektor und die Rezession verstärken. Deshalb

sei eine zumindest vorübergehende Abkehr vom Fair-Value-Prinzip bis zu einer Marktberuhigung ein notwendiger „Circuit Breaker“.

Bereits für das dritte Quartal 2008 ist es deshalb durch Veränderung der Vorschriften auf EU-Ebene am 15. Oktober zum einen möglich, im Falle „illiquider“ oder „verzerrter“ Märkte nach dem Discounted-Cash-Flow-Verfahren zu bewerten, zum anderen können Wertpapiere aus dem Handels- in den Anlagebestand umklassifiziert und so Abschreibungen auf den Fair Value vermieden werden. Die Deutsche Bank hat hiervon unmittelbar Gebrauch gemacht und dadurch im dritten Quartal 845 Mio. € Wertberichtigungen vermieden.

So überzeugend die Argumente dafür auf den ersten Blick scheinen mögen, sie sind keineswegs neu, wurden vielmehr vor der Einführung der Marktbewertung schon heftig diskutiert. Dies gilt speziell für Deutschland, wo Sparkassen und Volksbanken und damit über 90% der Kreditinstitute nicht nach IFRS, sondern HGB bilanzieren und dort seit Jahrzehnten Bewertungsprivilegien durch umfangreiche Möglichkeiten zur Legung und Auflösung stiller Reserven besitzen und diese verteidigen mit dem (1) Vertrauens- und dem (2) Eigenkapitalschutzargument.

(1) Vertrauensschutz: Allenfalls für Kleinsparer mag es heute noch zutreffen, dass sie volatile (Quartals-)Ergebnisse einer Bank nicht verkraften und sofort einen Bank Run beginnen würden. Vielmehr hat gerade diese Krise gezeigt, dass sich die Unsicherheiten der professionellen Kapitalmarktteilnehmer dann verschärften, wenn über die Gewinne oder besser Verluste einer Bank gemutmaß wurde. Eine frühzeitige, offene Informationspolitik hat dagegen – auch bei drastischen Abschreibungen – eher stabilisierenden Charakter als Gerüchte und Spekulationen über stille Lasten. Bank Runs können nur dann verhindert werden, wenn Investoren Bonitätsdifferenzen zwischen den Banken registrieren und sanktionieren

können; werden diese eingeebnet, droht viel eher die Gefahr, ein Haus für so gut oder eben schlecht wie das andere zu halten und damit kollektiv das Vertrauen gegenüber allen Kreditinstituten zu verlieren.

Natürlich gibt es nicht „den“ richtigen Wert, es kommt daher auch nicht auf die nackte Zahl an, zu der Finanzinstrumente in Bilanz bzw. Gewinn- und Verlustrechnung abgebildet werden. Immer wichtiger wird die Erläuterung, wie diese Bewertung zustande kam. Und hier sehen die IFRS bereits umfangreiche Offenlegungspflichten vor, ob Preise auf einem Markt mit regelmäßigem Handel („aktiver Markt“) oder aber ein (z.B. Diskontierungs-) Modell der Bewertung zugrunde lagen („Mark-to-Model“) und welche Annahmen dabei getroffen wurden. Allerdings sollte aus Gründen der Vergleichbarkeit in der Branche ein Grundkonsens über die Bewertungsmodelle bestehen, ein „Mark-to-Harmonized-Models“ möglich sein.

(2) Eigenkapitalschutz: Grundsätzlich ist die Prozyklik bis zu einem gewissen Grade gewünscht, denn gerade die Bankenkrise der 1980er Jahre in USA und Japan haben gezeigt, was passiert, wenn die (Eigenkapital-) Bremse für das Kreditgeschäft nicht rechtzeitig und fest genug angezogen wird. Materiell vorhandene, bilanziell aber kaschierte Probleme werden aufgestaut, um letztlich weitaus größere Schäden als bei einer frühzeitigen Bekämpfung auszulösen (Sektorkeneffekt). Will man den prozyklischen Einfluss der Rechnungslegung nicht zu groß werden lassen, könnte man sie von der regulatorischen Eigenkapitalrechnung der Banken entkoppeln und dort modellhaft Ausfallwahrscheinlichkeiten heranziehen.

Probleme werden nicht durch Verschleierung gelöst, gerade im jetzigen Stadium der Finanzmarktkrise hilft nur Transparenz. Wenn den Banken jetzt das teilweise Aussetzen der Marktbewertung gestattet wurde,

wann sollte sie wieder eingeführt werden? Wie schlimm muss die nächste Finanzkrise sein, dass dieses Bewertungsprinzip erneut gekippt wird? Und warum sollten nach den Banken nicht auch andere Branchen ein Aussetzen fordern, weil bestimmte Markt- und damit Preisentwicklungen ihre Vorräte oder Endprodukte temporär unverkäuflich machen und damit die Gewinn- und Verlustrechnungen belasten?

Der dritte Teil des Rettungspakets – Veränderungen bei den Regeln und Institutionen der Bankenaufsicht – leitet über zur Frage regulatorischer Konsequenzen zur Verminderung der Gefahr von Systemkrisen in der Zukunft.

Klimapolitik: Wie kann künftigen Krisen vorgebeugt werden?

Über die akuten staatlichen Rettungsmaßnahmen hinaus wird vielfach als mittel- bis langfristige Konsequenz aus der Finanzkrise eine Ausweitung der Regulierung gefordert. Um die dafür gemachten Vorschläge würdigen zu können, ist indes eine Rückbesinnung auf die Kernziele der Bankenaufsicht erforderlich. Zentrales Argument für den Staatseingriff ist die zuvor in Lehrbüchern als eher theoretisch eingestufte Möglichkeit, in der derzeitigen Finanzkrise aber sehr reale Tatsache, dass sich Systemgefahren für die Finanzindustrie nicht mit letzter Sicherheit ausschließen lassen. Run- und nachfolgende Dominoeffekte können aufgrund der besonderen Bedeutung der Kredit- für die Volkswirtschaft zu alptraumhaften Störungen des Wirtschaftskreislaufs führen. Der Staat muss deshalb Rahmenbedingungen setzen, die das reibungslose Funktionieren des Marktgeschehens auch in Krisenzeiten gewährleisten. Von Hayek vergleicht diese Aufgabe „mit der des Wartungspersonals einer Fabrik, da ihr (der Regierung) Zweck nicht ist, bestimmte Leistungen oder Produkte hervor-

zubringen, die von den Bürgern konsumiert werden sollen, sondern eher, dafür zu sorgen, dass der Mechanismus, der die Produktion dieser Güter und Dienstleistungen regelt, in arbeitsfähigem Zustand erhalten bleibt.“

Vor diesem Hintergrund müssen zwei Prüfstufen durchlaufen werden. Zunächst ist nachzuweisen, dass ein Marktversagen vorliegt oder droht, das erst den konkreten Regulierungsbedarf auslöst. Danach sind verschiedene Regulierungsalternativen (z.B. quantitative Eigenkapitalnormen vs. qualitative Aufsicht) anhand der beiden Kriterien Effektivität und Effizienz gegeneinander abzuwägen. Ersteres bezeichnet die Eignung der geplanten Regulierung zur Erreichung des Oberziels, Systemkrisen zu verhindern; letzteres die Auswahl derjenigen Alternative, bei der die Ausübung von Unternehmerfunktionen und damit der Prozess der Verwertung von Wissen über Märkte am geringsten beeinträchtigt wird. Damit sind stets (vermeintliche) Nutzen- mit (in der Regel besser bestimmbarer) Kostenaspekten abzugleichen. Jeder Staatseingriff hat seinen Preis, im ungünstigsten Fall kann Staatsversagen erst Systemgefahren auslösen oder verstärken – so auch in dieser Krise: Die Forcierung des Eigenheimbesitzes in Verbindung mit der Politik des „lichten“ Geldes in den USA, das Goutieren unrentabler Geschäftsmodelle bei den deutschen Landesbanken, die Rettungsaktionen von Investmentbanken einerseits, andererseits aber das Zulassen der Insolvenz von Lehman durch den amerikanischen Staat, offenbar unzureichende Prüffaktivitaten im Fall HRE, das Setzen der Bundesregierung auf Staatsgarantien allein für Sparer statt frühzeitiger Garantien für die Banken selbst sind einige prominente Beispiele hierfür.

Im Laufe des Jahres 2008 sind nun von führenden nationalen und internationalen Institutionen Kataloge mit Vorschlägen für Konsequenzen aus der Finanzmarktkrise vorgelegt worden, bei denen die Regulierung eine wichtige Rolle spielt. Sie stand auch im Mittelpunkt der Beratungen

der G20 am 15. November in Washington und des dort verabschiedeten, bis April 2009 umzusetzenden Aktionsplans (Abbildung 18 enthält hierzu eine Synopse der Ansatzpunkte). Anfang 2007 ist mit „Basel II“ jedoch erst ein komplett neuer Regulierungsstandard in Kraft getreten. Soll die jahrelange Entwicklungsarbeit dieses Normenpakets nicht vergebens gewesen sein, müssen sich die Veränderungen in der Regulierung in seine Systematik einpassen. Im Folgenden werden daher ausgewählte Vorschläge den drei Säulen von Basel II zugeordnet und anschließend kritisch diskutiert.

Erste Säule: Eigenkapitalnormen

- > Unbestreitbar haben sich die durch eine 2004 für US-Investmentbanken erlassene Ausnahmeregelung ermöglichten Leverage-Ratios zwischen Risikoaktiva und Eigenkapital von mitunter 1 zu 40 als viel zu hoch erwiesen. Dennoch sind die nun vielfach zu vernehmenden Forderungen, die unter Basel II geforderte Eigenkapitalunterlegung von Risiken flächendeckend für alle Banken zu erhöhen, um damit auch ein Deleveraging zu erzwingen, zu schlicht. Nicht nur stehen die dort zusammengefassten Regelungen ohnehin sowohl theoretisch als auch empirisch auf sehr „wackligem“ Fundament und laden zu Umgehungen (regulatory arbitrage) ein; auch hätte ein etwas höheres Eigenkapitalpolster die Banken nicht vor der jetzigen Krise bewahrt.
- > Die Auslagerung von Geschäften auf Zweckgesellschaften wird durch Basel II schon berücksichtigt, leider traten die entsprechenden Vorschriften allerdings erst zu spät in Kraft. Wie auch der HRE-Fall zeigt, muss eine Beaufsichtigung unter Einschluss sämtlicher Teilgesellschaften auf Gruppenbasis erfolgen.

- > Um die offenbar gewordenen Fehlanreize des Originate-and-distribute-Geschäftsmodells abzumildern, sollte es bei Kreditverkäufen und Verbriefungen einen Selbstbehalt des Originators geben.
- > Eine Eigenkapitalunterlegung des Liquiditätsrisikos wäre nicht sachgerecht. Was bei Zahlungsanspannungen benötigt wird, ist ein ausreichender Vorrat an flüssigen Mitteln oder Möglichkeiten, sich diese sehr kurzfristig zu beschaffen, was in der zweiten Säule zu kontrollieren wäre (s.u.).
- > Zur Begrenzung der Fristentransformation muss endlich das Zinsänderungsrisiko des Anlagebuchs in die erste Säule integriert werden, so dass es künftig mit Eigenkapital zu unterlegen ist. Die Lobbyarbeit der Kreditwirtschaft hat dies mit dem Hinweis darauf erfolgreich verhindert, dass gerade kleineren Instituten ein entsprechender Ermittlungsaufwand offener Zinspositionen nicht zumutbar sei. Daher blieb es bei der Berechnung eines standardisierten Zinsschocks und qualitativen Kontrollen in der zweiten Säule. Angesichts der mittlerweile zu geringen Preisen verfügbaren Standardprogramme zur Ermittlung von Durationen und Barwerten wäre es inkonsequent und gefährlich, dieses zumindest zweitwichtigste bankbetriebliche Risiko weiterhin außerhalb der Eigenkapitalnormen zu lassen.
- > Zu prüfen ist die Eigenkapitaldefinition, die unter Basel III ohnehin auf die Tagesordnung kommen sollte. Die derzeitige Krise macht noch einmal deutlich, wie wichtig „hartes“, Eigenkapital im betriebswirtschaftlichen Sinne (voll eingezahlt, unbegrenzte Laufzeit, Haftung durch Verlustteilnahme usw.) ist, wie gefährlich andererseits gewillkürte Eigenkapitalformen sind.

Das Schwergewicht der Regulierung muss aber (wie in Basel angedacht) auf die Säulen 2 und 3 verlagert werden.

Zweite Säule: Qualitative Aufsicht

Die Abbildung 19 macht deutlich, dass die Kernelemente eines adäquaten Risikomanagements schon heute in den „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ als deutsche Umsetzung der zweiten Säule von Basel II vorgeschrieben werden. Insofern kann es nur darum gehen, diese Norm noch stärker durch die Banken und ihre Aufseher zu „leben“, indem der Nachholbedarf in der Umsetzung auf bestimmten Feldern beseitigt wird.

- > Auszubauen ist – wie oben schon angesprochen – das Liquiditätsrisikomanagement, dabei vor allem die Durchführung von Stress- und Szenario-Analysen für Phasen großer Marktanspannungen. Denn der klassische Lehrsatz von Wolfgang Stützel („Liquidität folgt der Bonität“) gilt eben nur, wenn Bonität den Märkten glaubwürdig signalisiert werden kann und diese keine gravierenden Störungen aufweisen.
- > Gefährlich wäre es, die in den Banken verwendeten Risikomodelle stärker staatlich normieren zu wollen. Dies würde zwar ihre Prüfung erleichtern, aber unabhängig von der Frage, welche Vorgaben die Bankaufsicht hier im Detail machen sollte (von Hayek'sche „Gefahr der Anmaßung von Wissen“), würden „gleichgeschaltete“ Risikomodelle auch die Gefahr von Systemkrisen erhöhen.
- > Die Aufsicht muss aber stärker auf Konzentrations- bzw. Klumpenrisiken achten und verhindern, dass sich in den Banken derart große Positionen bestimmter Kredit- und/oder Wertpapiergattungen wie aktuell im Subprime-Segment herausbilden können.

- > Den Banken zugeführtes Vermittlergeschäft muss in seiner Qualität stärker von der Aufsicht hinterfragt werden.
- > Die Vergütungsregelungen sind auf Fehlanreize hin zu untersuchen. Problematisch ist ein nur auf kurze Frist ausgelegtes Bonisystem, das ein erst in späteren Perioden schlagend werdendes Geschäftsrisiko nicht berücksichtigt. In diesem Zusammenhang müssen Anreizregelungen verankert werden, die die Haftung der Entscheidungsträger über (nur schwer nachweisbares) pflichtwidriges Handeln hinaus auf strategische Fehlentscheidungen ausweiten.
- > Vor allem aber ist mehr Professionalität in der internen Governance, also dem Zusammenspiel von Vorständen und Aufsichts- bzw. Verwaltungsräten in den Banken dringend notwendig. Angesichts der (auch nicht mehr weichenden) Komplexität vieler Finanzgeschäfte müssen die Kontrollorgane über ausreichendes Know-how verfügen, um den Vorstand angemessen überwachen zu können. Hier müssen Schulungs- und Zertifizierungsmaßnahmen einsetzen. Ein Anreiz hierzu könnte dadurch gegeben werden, dass die Prüfintervalle der Aufsicht bei nachgewiesener Qualität der internen Governance verringert werden.

Dritte Säule: Publizitätsvorschriften

Sieht man sich die Basel II-Regelungen zu den Veröffentlichungspflichten der Banken an, stellt man schnell fest, dass diese zwar sehr detailliert, aufgrund ihres erst kürzlichen Inkrafttretens aber noch wenig etabliert sind. Insofern ist die jetzt vielfach erhobene Forderung nach „Mehr Transparenz“ vorschnell. Es müsste begründet werden, welche Informationen

der Finanzmarkt noch zusätzlich benötigt und warum er sich diese nicht selbst „besorgen“ kann, sondern auf staatliche Verordnung angewiesen ist. In Betracht kommen dabei – weil bei der Verabschiedung von Basel II noch nicht im (Krisen-)Fokus stehend – Angaben zu den

- > Arten und Formen des Risikotransfers
- > Bewertungsstandards
- > Liquiditäts- und Konzentrationsrisiken
- > Vermittlergeschäften.

Frühwarnsystem

Zumal die Kreditwirtschaft derzeit schon eine der am stärksten regulierten Branchen ist, erfordert die Finanzmarktkrise somit weder eine vollständige „Entsorgung“ bewährter ordnungspolitischer Grundsätze noch einen kompletten Umbruch der Bankenaufsicht. Eine graduelle Anpassung im Sinne eines „Redesigns“ ist jedoch erforderlich in Bezug auf die bankaufsichtlichen

- > **Regeln:** Diese müssten auf ihren materiellen Kern konzentriert werden („Was ist wirklich wichtig und muss staatlich geregelt werden?“). Da noch komplexere Regeln nur weitere Ausweichhandlungen der Banken fördern würden, sollte anstelle neuer „bürokratischer Monster“ im Basler Stile besser auf Selbstregulierungen in Form von Verhaltenskodizes gesetzt werden. Wenn die Politik nicht auf das Wecken von Kontrollillusion verzichtet und Märkte nicht zur Disziplinierung ihrer Akteure gezwungen werden, dann gibt es keine Begrenzung der

potenziellen Haftung des Staates mehr. International müssen daher auch dringend harmonisierte Regeln für eventuelle bail-outs erarbeitet werden. Zur Bekämpfung schwerwiegender Krisen mögen die Rettungsaktionen unvermeidlich sein, sie sollten aber die Ausnahme in genau definierten Fällen bleiben.

- > **Prozesse:** Die Verbindung zwischen den drei Basler Säulen müssen gestärkt werden, z.B. dadurch, dass diejenige Bank, die viel veröffentlicht, seltener geprüft wird (Anreizkompatibilität). Zudem ist ein Monitoring mit Blick auf die Arbeit der Aufsichtsbehörden zu installieren.
- > **Institutionen:** Die stärkere internationale Harmonisierung der Aufsicht duldet keinen Aufschub. Es ist unverständlich, dass es der internationalen Staatengemeinschaft noch immer nicht gelungen ist, den ursprünglichen Initiator des Basel-II-Pakets – die USA – dazu zu bewegen, den Standard zumindest für seine global tätigen Banken einzuführen und sich darüber hinaus dem Financial Sector Assessment Program des IMF zu stellen. Unverändert findet man auf dessen Homepage unter „U“ nur Uganda, Ukraine, United Arab Emirates, United Kingdom und Uruguay! In diesem Zusammenhang muss auch die Rolle der Notenbanken in der Aufsicht gestärkt werden, denn Einzelinstituts- und Systemstabilität sind eng miteinander verbunden, ebenso wie System- und Geldwertstabilität. Und letztlich sind es – wie jetzt in der Krise gesehen – allein die Notenbanken, die als lender of last resort eine Systemkrise verhindern können. Insofern ist dringend für eine Zusammenführung der Bankenaufsicht bei der Bundesbank (wie z.B. in Österreich) oder aber der EZB zu plädieren. Bis dieser – mutige – Schritt vollzogen ist, muss auf Deutschland bezogen die Corporate Governance der BaFin modernisiert werden durch

eine stärker an den Märkten ausgerichtete Arbeitsteilung im Direktorium und mehr unabhängigen Sachverstand im Verwaltungsrat. Im Übrigen ist eine Budgetaufstockung bei BaFin und Bundesbank für mehr Personal höherer Qualität notwendig, um mit den zu beaufsichtigenden Kreditinstituten Schritt halten zu können.

Unabhängig von diesen institutionellen Veränderungen wird die Zukunft des Finanzsystems aber auch zum einen davon abhängen, inwiefern jeder einzelne Finanzmarktakteur zu realistischeren Renditevorstellungen zurückkehrt. Dies gilt auch und gerade für die privaten Haushalte im Rahmen ihrer Vermögensbildung, die nur durch die frühzeitige Vermittlung einer ausreichenden finanziellen Allgemeinbildung auf eine solide Basis gestellt werden kann. Zum anderen werden auch noch so große Finanzmarktspieler in ihrer Existenz gefährdet, wenn sie über kein tragfähiges Geschäftsmodell verfügen. Hier hat die deutsche Kreditwirtschaft trotz der „Renaissance“ der Geschäftspolitik von Sparkassen und Volksbanken einen Nachholbedarf. Denn wenn die akute Finanzkrise abgeklungen ist, wird die seit Jahren zu beobachtende strukturelle Ertragskrise der Banken hier zu Lande wieder stärker in den Fokus rücken.

Systematisches Literaturverzeichnis

Zu früheren Finanzmarktkrisen:

- > ALLEN, F./GALE, D.: *Financial Crises*, Cheltenham 2008.
- > BONN, J.K.: *Bankenkrisen und Bankenregulierung*, Wiesbaden 1998.
- > BORN, K.E.: *Die deutsche Bankenkrise 1931*, München 1967.
- > KINDLEBERGER, CH.P.: *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Kulmbach 2001.
- > LAEVEN, L./VALENCIA, F.: *Systemic Banking Crises*, IMF Working Paper No. 224, Washington 2008.

Zu Ursachen und Verlauf der aktuellen Krise:

- > ADRIAN, T./SHIN, H.: *Liquidity and financial cycles*, BIS Working Paper, Basel, Juli 2008.
- > ALLEN, F./CARLETTI, E.: *Financial system: shock absorber or amplifier?*, BIS Working Paper No. 257, Basel, Juli 2008.
- > BALZLI, B. ET AL.: *Der Bankraub*, in: Spiegel, 47/2008, S. 44–80.
- > BIS: *78. Jahresbericht*, Basel, Juni 2008.
- > DEUTSCHE BUNDESBANK: *Finanzstabilitätsbericht 2007*, Frankfurt/M., November 2007.
- > DUFFIE, D.: *Innovations in credit risk transfer: implications for financial stability*, BIS Working Paper No. 255, Basel, Juli 2008.
- > ELLIS, L.: *The housing meltdown: Why did it happen in the United States?*, BIS Working Paper No. 259, Basel, September 2008.
- > FRANCKE, H.-H.: *Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem*, in: Kredit und Kapital, 41. Jg. (2008), S. 1-8.
- > GORTON, G.: *The Panic of 2007*, Working Paper, Yale School of Management and NBER, 2008.
- > IMF: *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, Washington, April 2008.

- > IMF: *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging*, Washington, Oktober 2008.
- > INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE: *Final Report of the iif Committee on Market Best Practices and Best Practice Recommendations*, Washington, Juli 2008.
- > PAUL, S.: *Bankenintermediation und Verbriefung – Neue Chancen und Risiken für Kreditinstitute durch Asset Backed Securities?*, Wiesbaden 1994.
- > RUDOLPH, B. ET AL.: *Kreditrisikotransfer*, Berlin u.a. 2007.
- > RUDOLPH, B.: *Ursache, Umstände der Entstehung und Verlauf der gegenwärtigen internationalen Finanzmarktkrise*, Unterlagen zum mündlichen Sachverständigengutachten vor dem Untersuchungsausschuss „BayernLB“ des Bayerischen Landtags, München, August 2008.
- > RUDOLPH, B.: *Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise*, in: zfbf, 60.Jg. (2008), S. 713–741.
- > SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG: *Die Finanzkrise meistern – Wachstumskräfte stärken*, Jahresgutachten 2008/09, Wiesbaden, November 2008.
- > SENIOR SUPERVISORS GROUP: *Observations on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence*, Basel, März 2008.
- > UBS: *Shareholder Report on ubs's Write-Downs*, Zürich, April 2008.

Zu den Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung:

- > BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION: *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, Basel, Juni 2008.
- > BORIO, C.: *The financial turmoil of 2007?: a preliminary assessment and some policy considerations*, BIS Working Paper No. 251, Basel, März 2008.
- > BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN: *Internationale Bemühungen zur Stabilisierung der Finanzmärkte*, Monatsbericht November 2008.

- > BUNDESREGIERUNG: *Maßnahmenpaket zur Stabilisierung der Finanzmärkte und zur Vermeidung negativer Auswirkungen auf die Realwirtschaft sowie Gesetz zur Umsetzung eines Maßnahmenpakets zur Stabilisierung des Finanzmarktes (Finanzmarktstabilisierungsgesetz – FMStG) v. 13.10.2008 und Verordnung zur Durchführung des Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetzes (Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung – FMStFV) v. 20.10.2008.*
- > BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN: *Lehren aus den Finanzmarkturbulenzen*, Berlin, April 2008.
- > COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT GROUP: *Containing Systemic Risk: The Road to Reform*, Washington, August 2008.
- > DEUTSCHE BUNDESBANK: *Die Ertragslage der Kreditinstitute im Jahre 2007*, in: Monatsberichte, 60. Jg. (2008), S. 15-40.
- > DEUTSCHE BUNDESBANK: *Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung auf internationaler Ebene*, in: Monatsberichte, 60. Jg. (2008), S.32–48.
- > FEST, A.: *Zwecke, Ansätze und Effizienz der Regulierung von Banken*, Berlin 2008.
- > FINANCIAL STABILITY FORUM: *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, Washington, April 2008.
- > HORSCH, A.: *Rating und Regulierung*, Baden-Baden 2008.
- > PAUL, S.: *Überlegungen zur Harmonisierung und Deregulierung der Aufsicht über die Finanzintermediäre Banken und Versicherungen*, Habilitation, Bochum 1999.
- > PAUL, S.: *„Qualitative Bankenaufsicht“ – „Königsweg“ der Regulierung?*, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 1. Jg. (2000), S. 281-299.
- > PAUL, S.: *Keine Rolle rückwärts in der Bankenregulierung*, in: Wirtschaftsdienst, 87. Jg. (2007), S. 644-647.
- > PAUL, S.: *Ökonomische Mottenkiste*, in: Wirtschaftswoche v. 21.4.2008, S. 60.
- > PAUL, S.: *Die Banken brauchen weniger Regeln*, in: FAZ v. 22.7.2008, S. 12.
- > PAUL, S.: *Mit dem Zollstock*, in: Wirtschaftswoche v. 29.9.2008, S. 65.
- > PAUL, S.: *Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Mit Zuckerbrot und Peitsche*, in: Betriebs-Berater, 63. Jg. (2008), S. M1.

- > PAUL, S.: *Stabilitätsgefahren durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz?*, in: Wirtschaftsdienst, 88.Jg. (2008), S. 711–716 (vgl. dort auch die weiteren wissenschaftlichen Beiträge ab S. 703 und ähnlich die Beiträge in ifo Schnelldienst, 61. Jg. (2008), S. 3ff.).
- > SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG: *Das deutsche Finanzsystem: Effizienz steigern – Stabilität erhöhen*, Wiesbaden, Juni 2008.

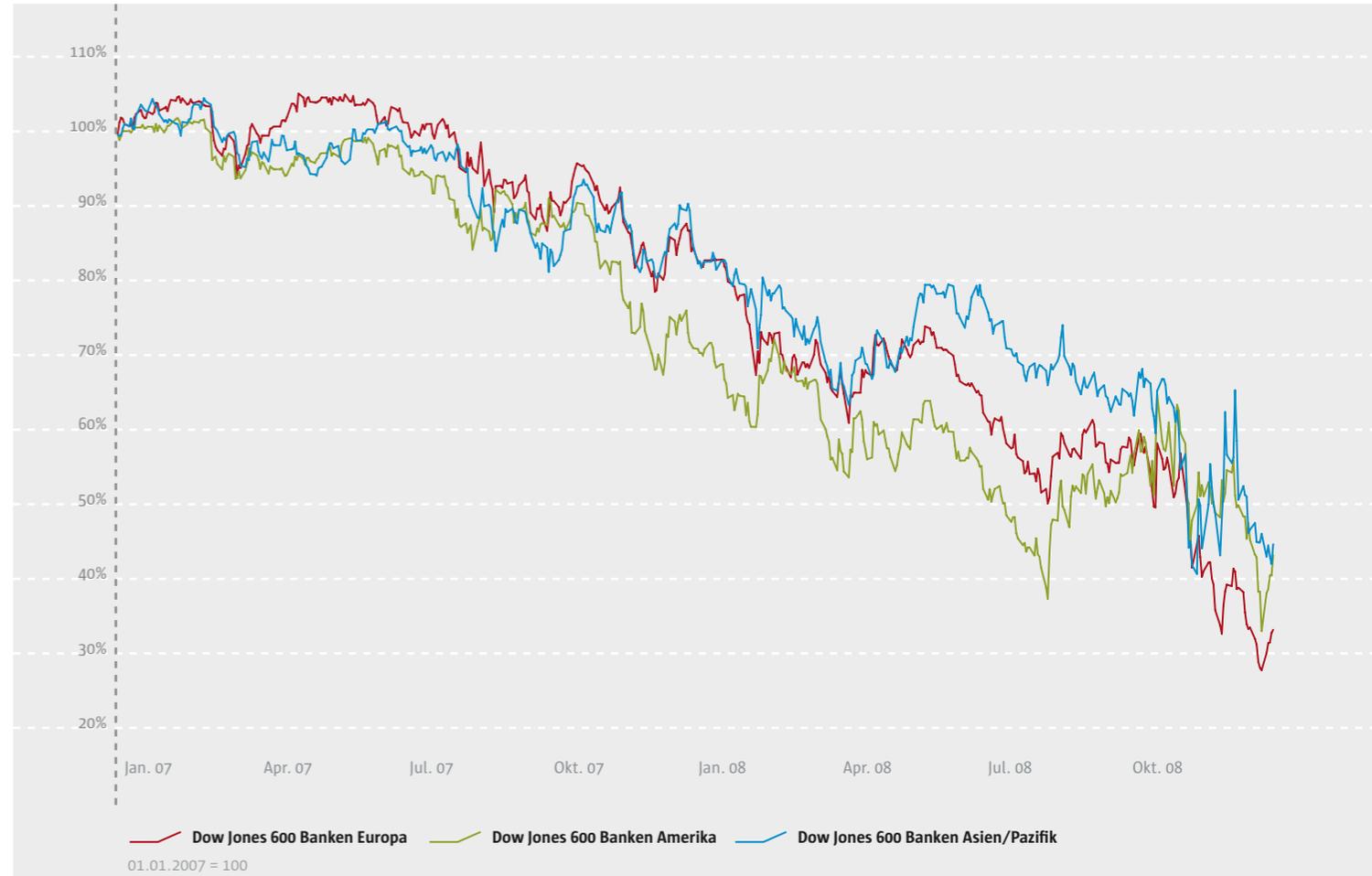
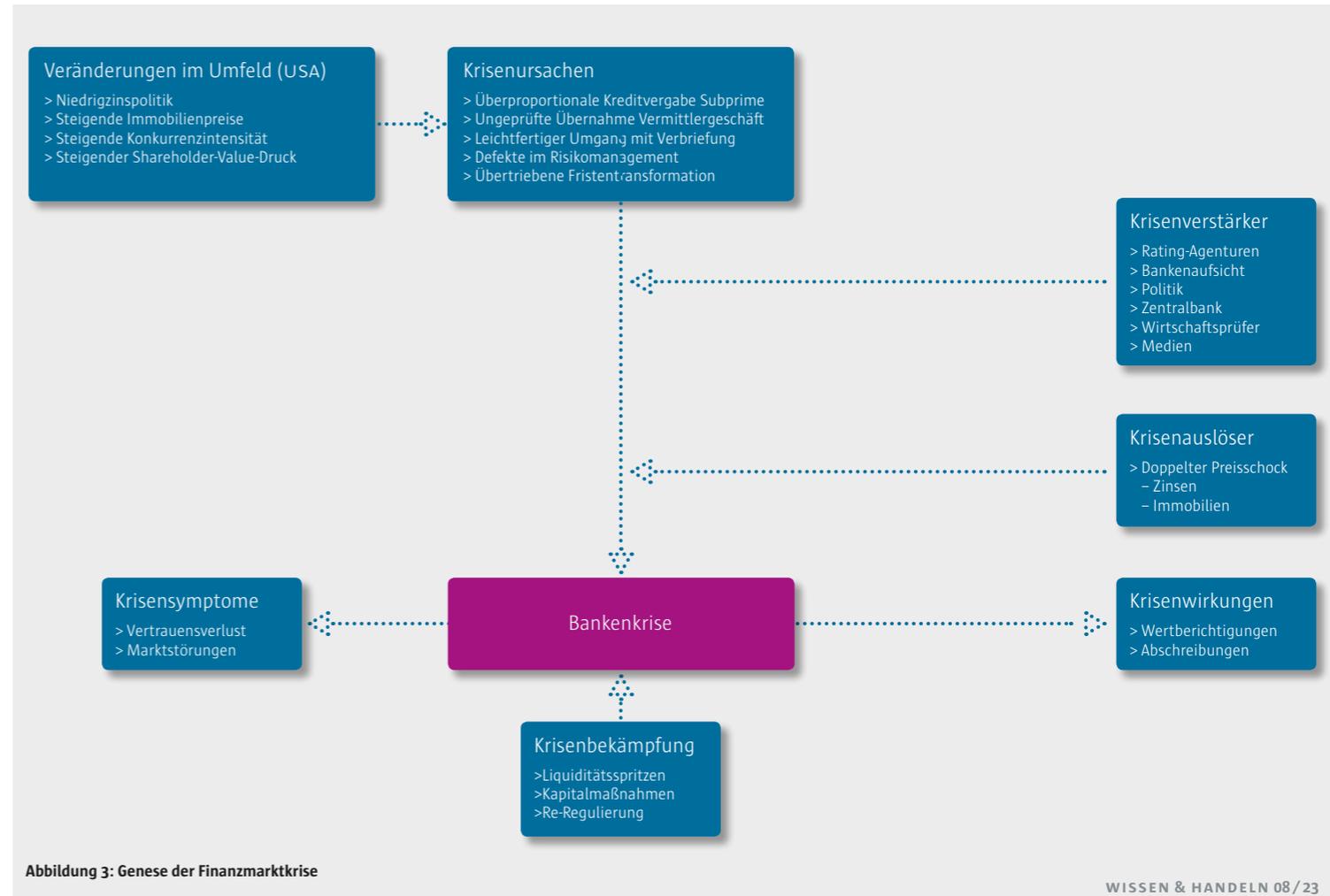
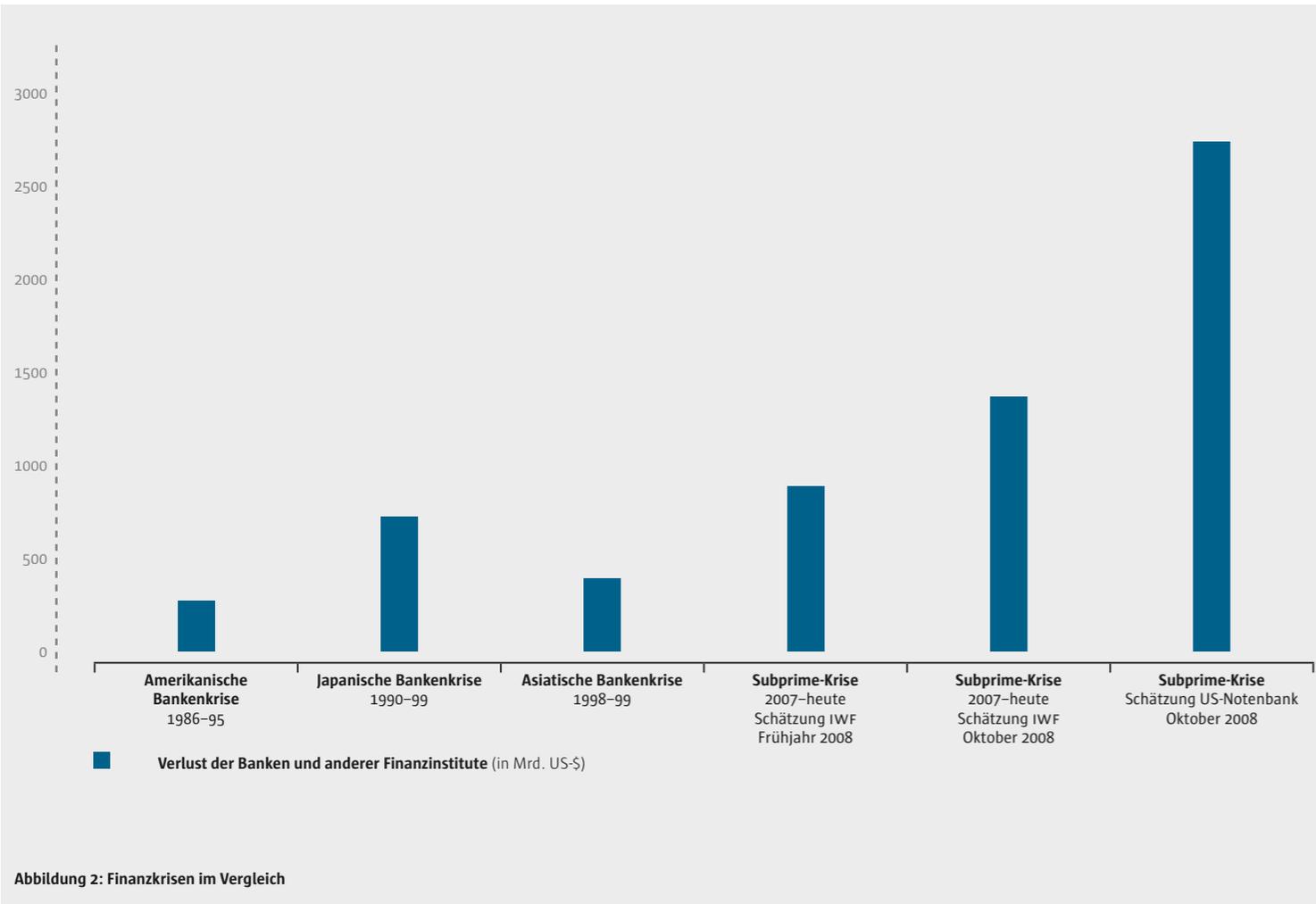


Abbildung 1: Vertrauensverlust an den Finanzmärkten schlägt sich weltweit in dramatisch fallenden Bankaktienkursen nieder



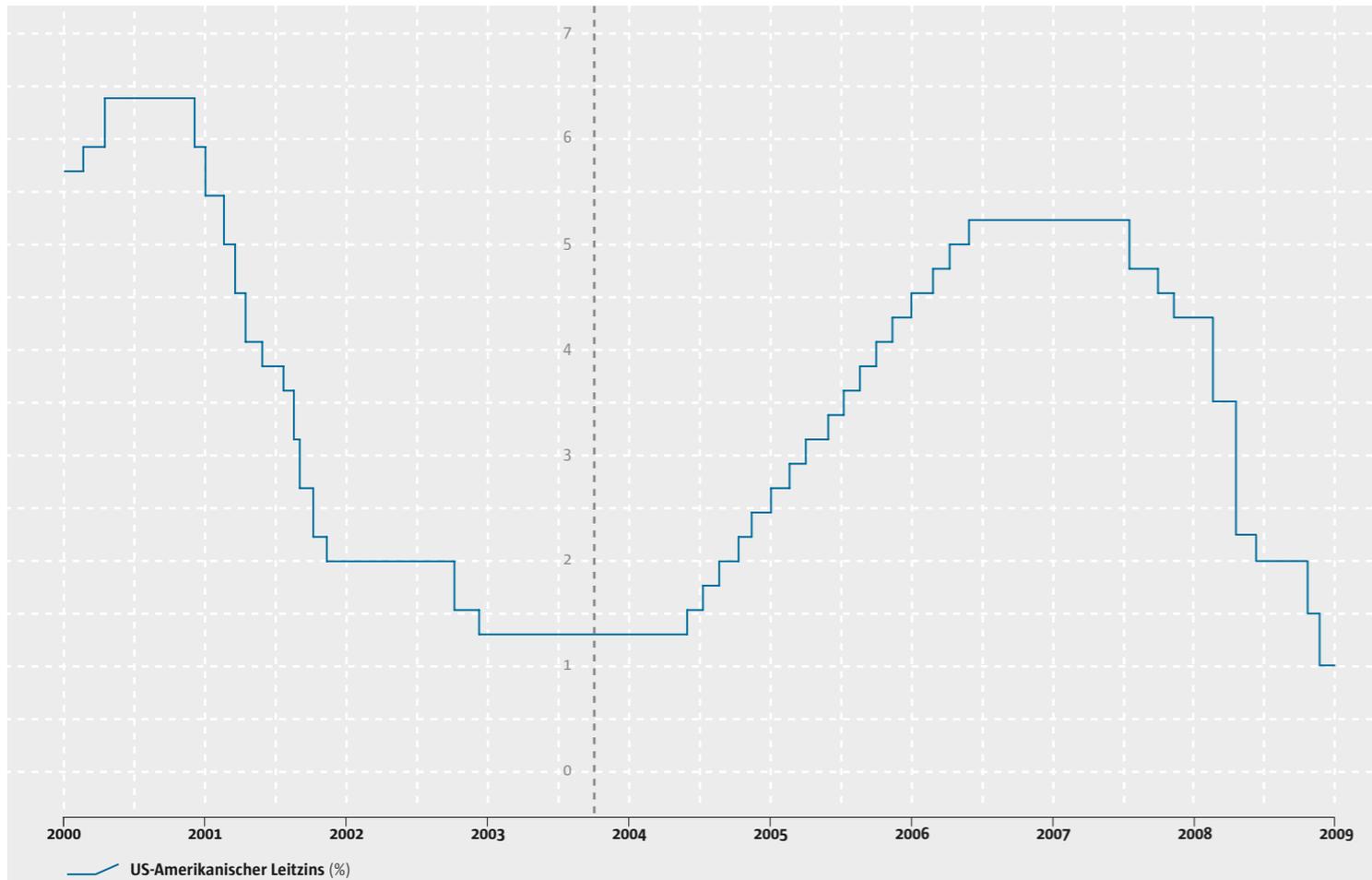


Abbildung 4: Die Geldpolitik in den USA

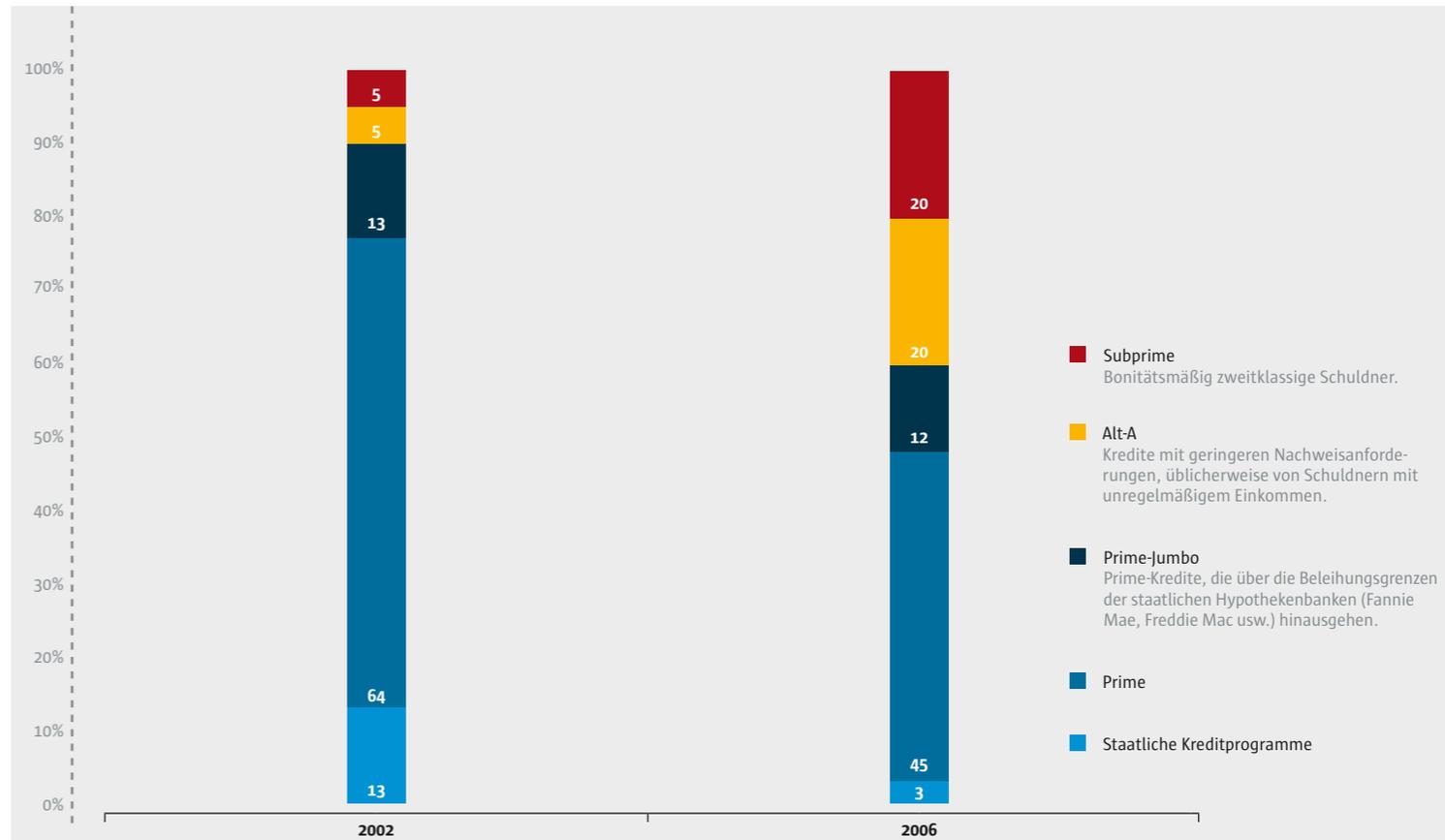


Abbildung 5: Bonitätsverschlechterung bei Hausfinanzierungen in den USA

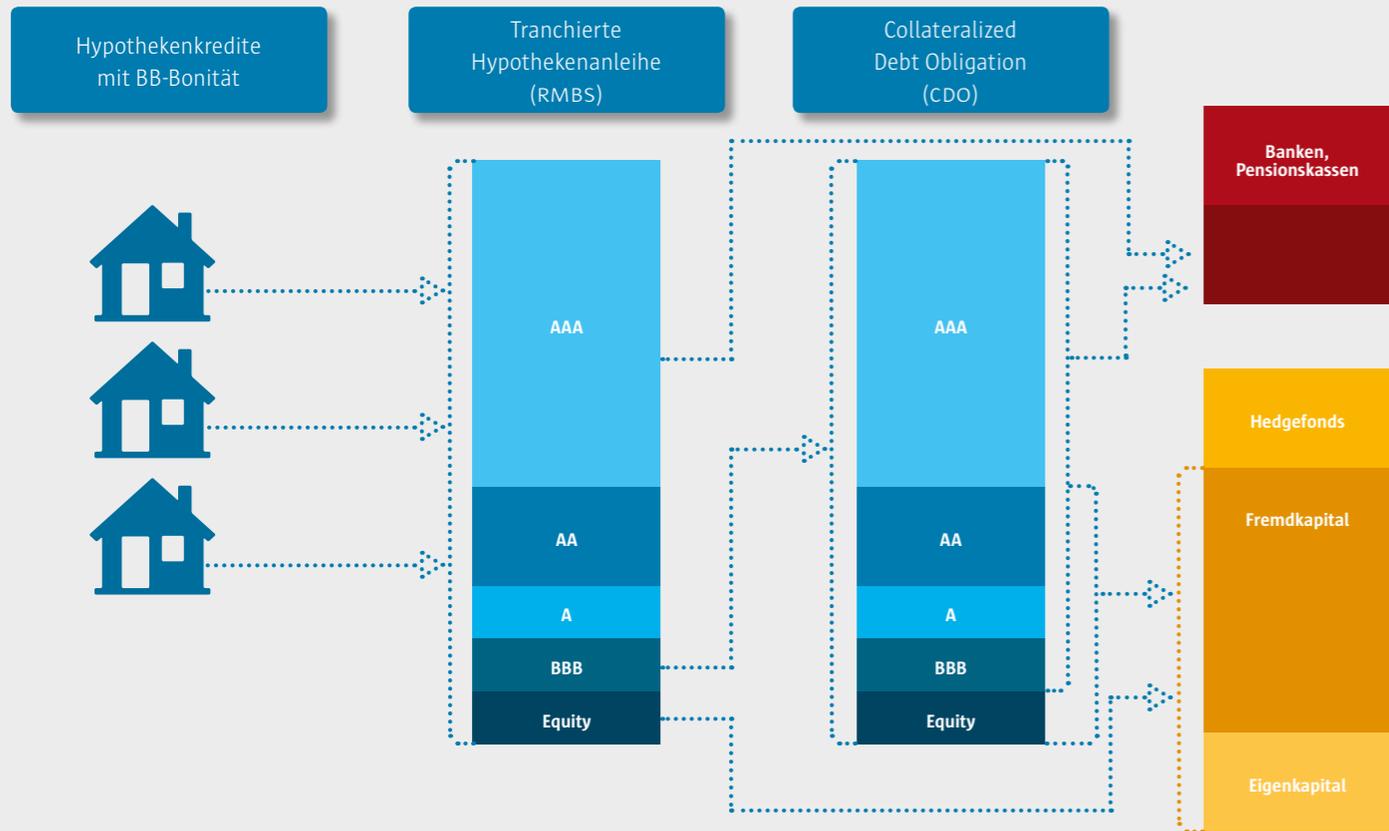


Abbildung 8: Wie aus Krediten mit schlechter Bonität erstklassige Anleihen wurden

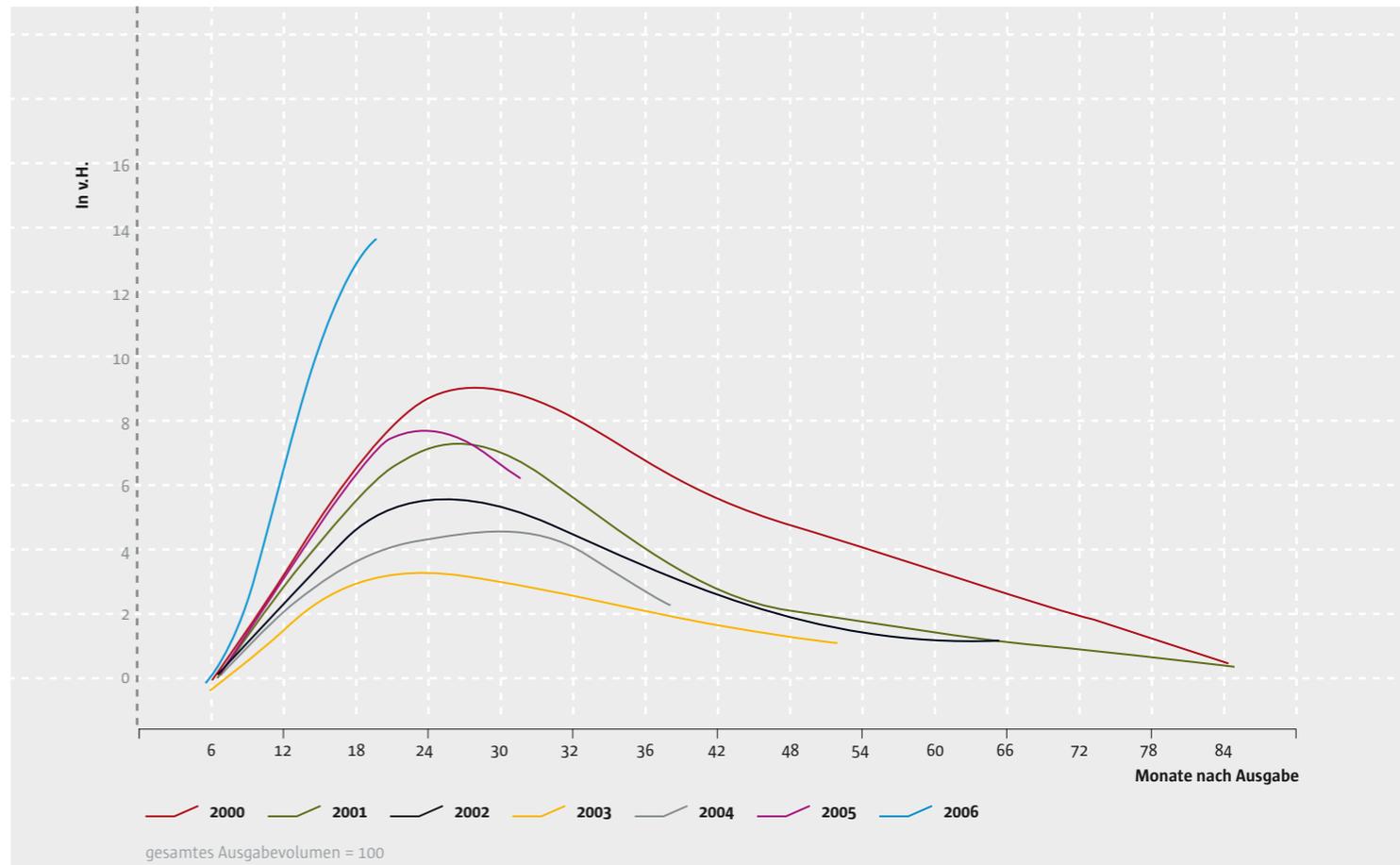


Abbildung 9: Ausfallraten für Subprime-Hypotheken nach Ausgabejahrgängen

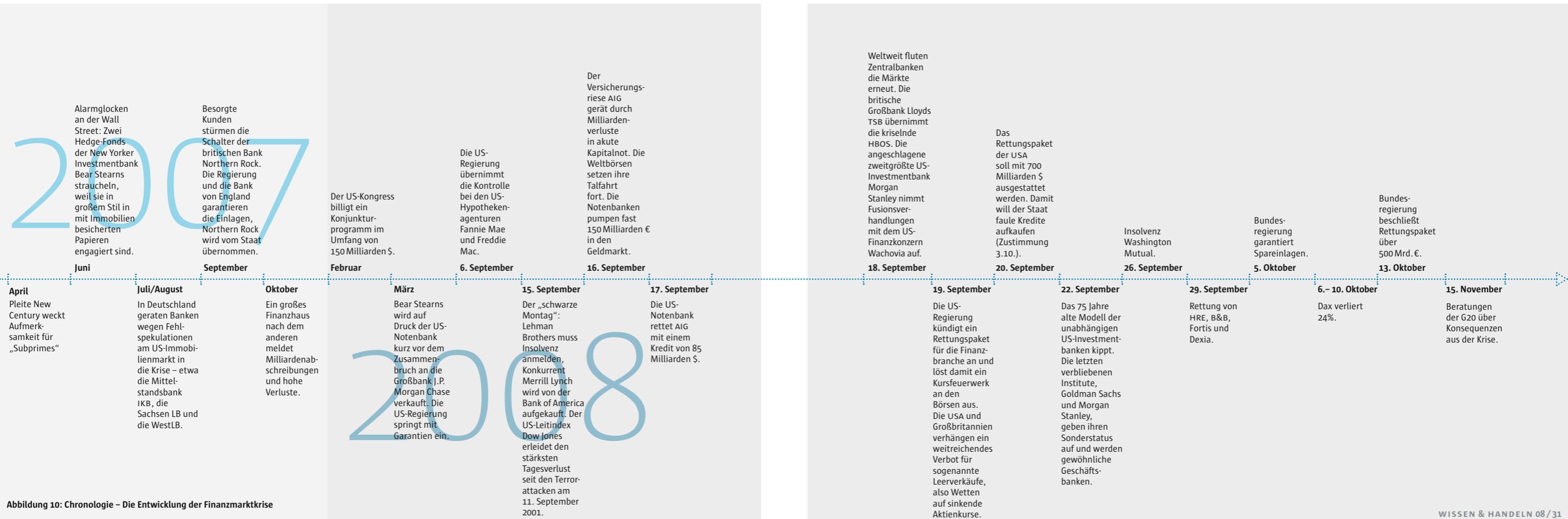
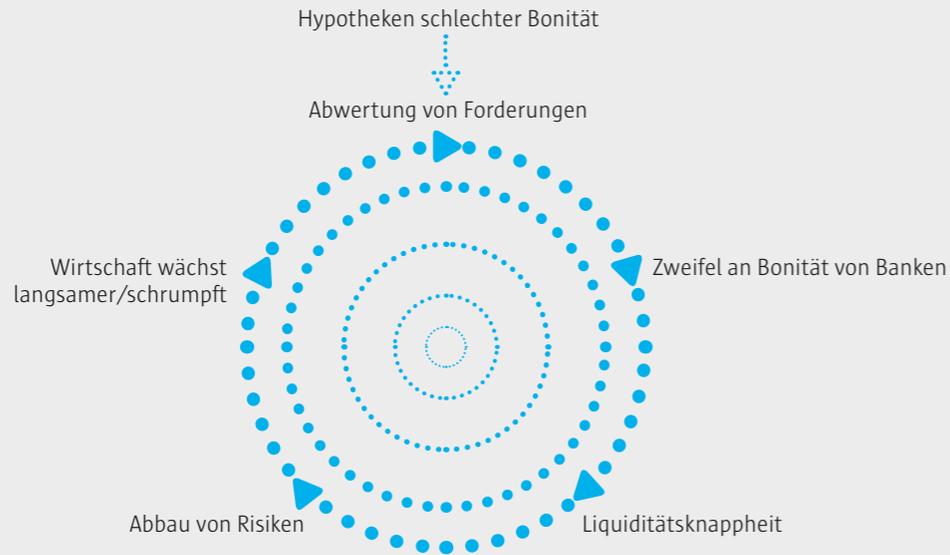


Abbildung 10: Chronologie – Die Entwicklung der Finanzmarktkrise



April 06	Juni 07	Juli 07	August 07	November 07	Januar 08	März 08	Juli 08	August 08	September 08	Oktober 08
US-Hypothekenbanken	Verbriefungsmarkt Hedgefonds	Fremdkapital Aktienmarkt	Interbankenmarkt	Versicherungsmarkt	Weitere Finanzdienstleistungsmärkte (Kreditkarten, Autofinanzierungen etc.)	Hedgefonds	US-Hypothekenbanken und andere Finanzdienstleister	Güter- und Dienstleistungsmärkte, US-Einlagenversicherung	Staatliche und private Hypothekenfinanzierer, Investmentbanken, Versicherungen, Sparkassen	Aktienmärkte, Staatsanleihen

Abbildung 11: Systematisierung von Übersprüngeffekten

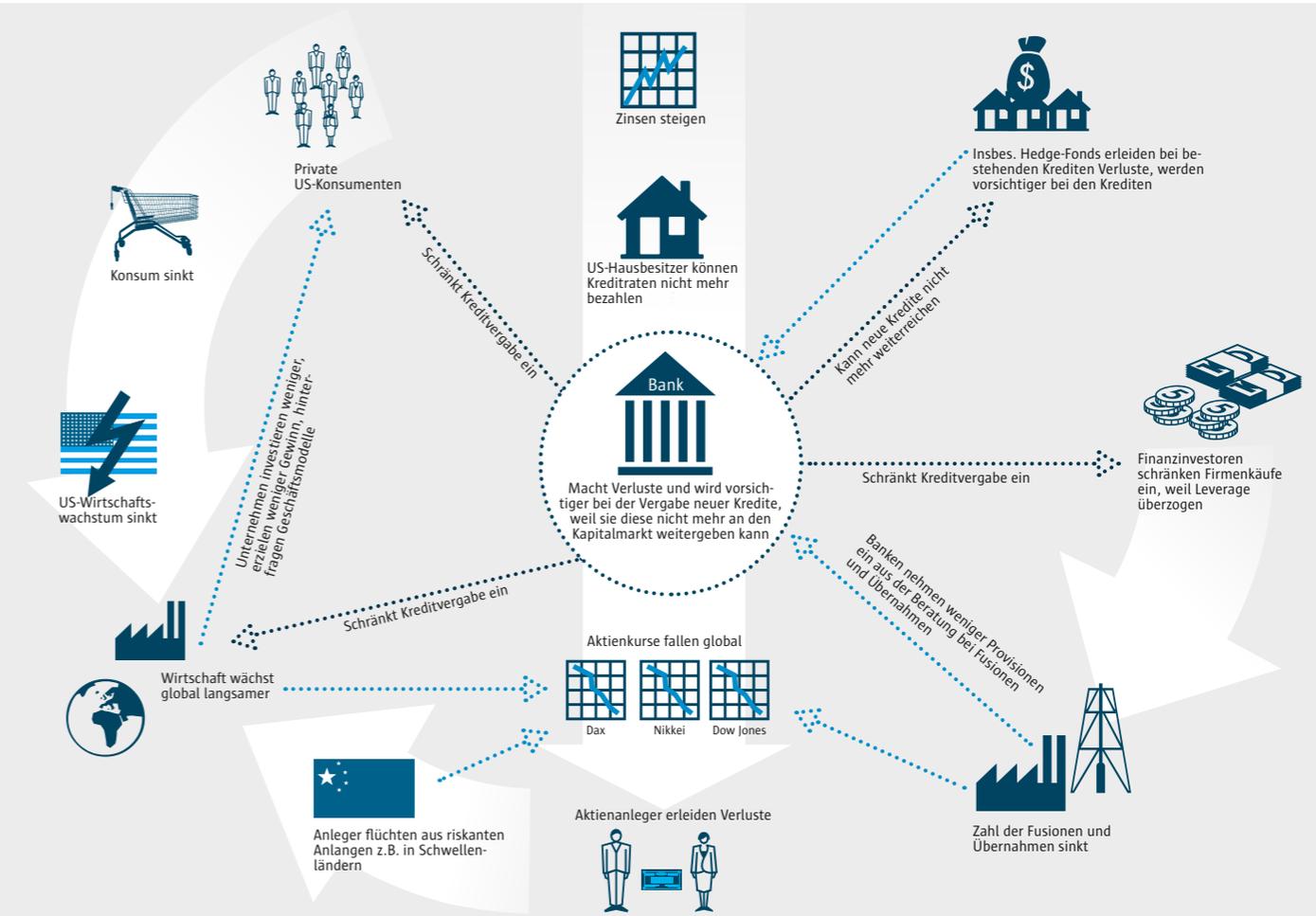
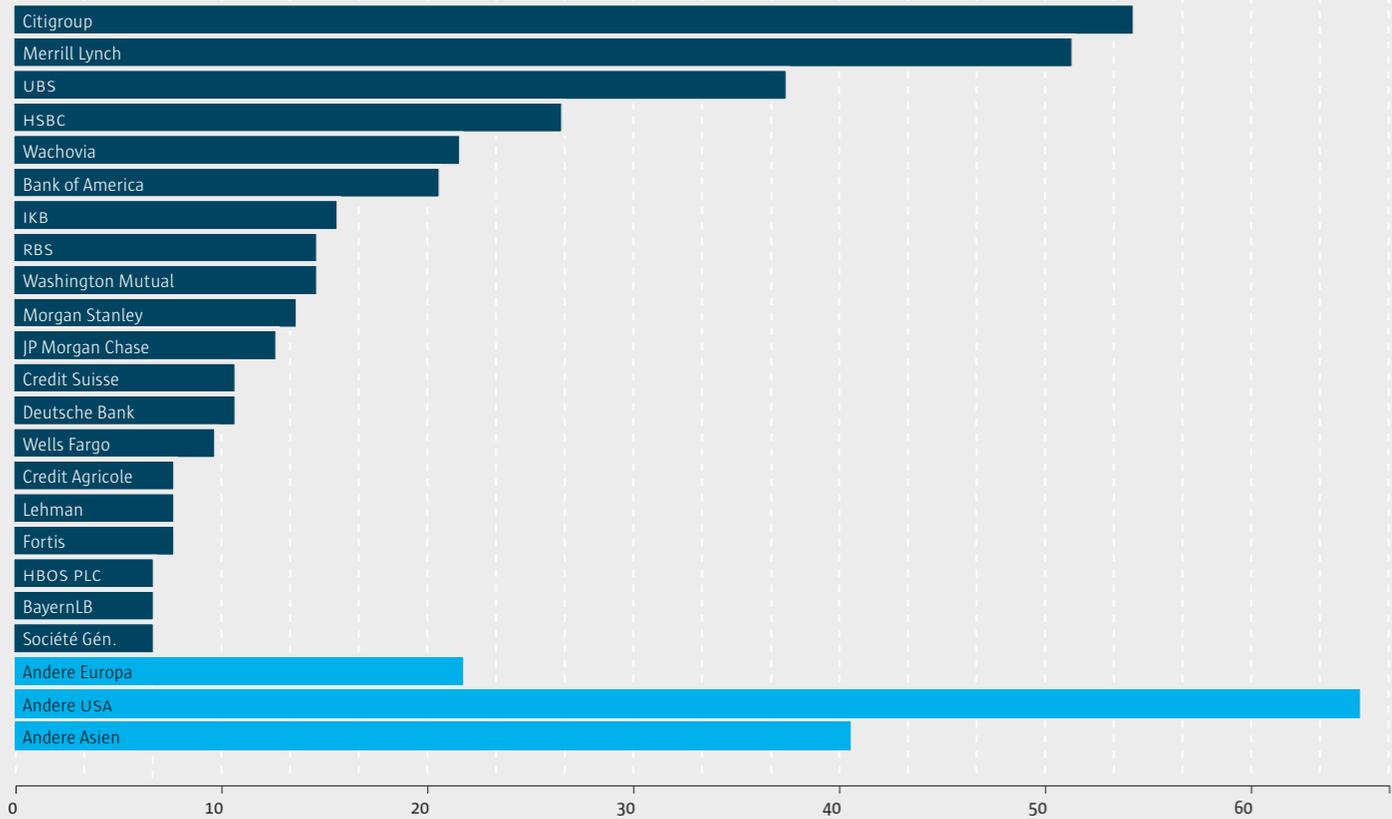


Abbildung 12: Durchschlag der Finanzkrise auf die Realwirtschaft



Wertberichtigungen in Mrd. \$-US (Stand: Oktober 2008).

Abbildung 13: Wertberichtigungen ausgewählter Banken weltweit

**Nutzung der Einlagefazillität
in Mrd. €**

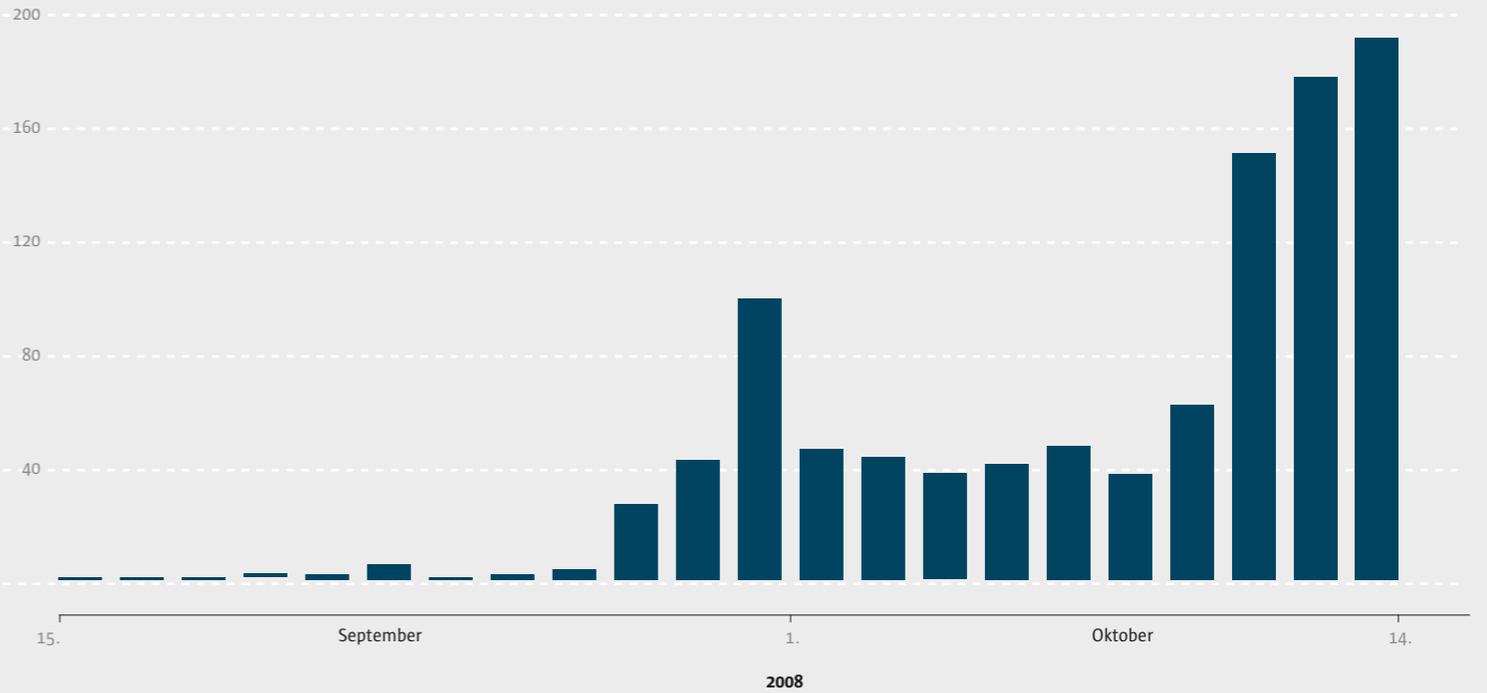


Abbildung 14: Flucht der Banken zur EZB

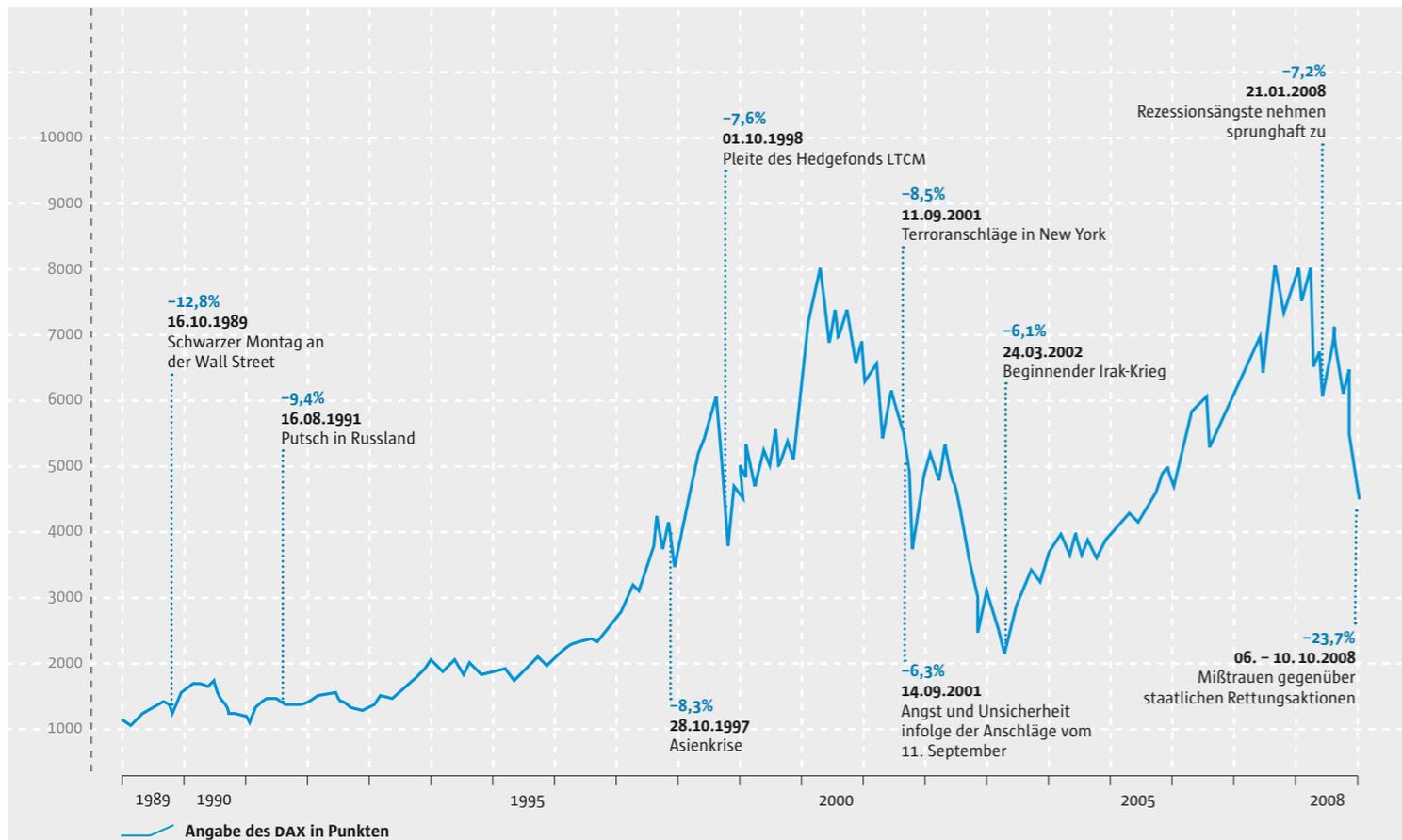


Abbildung 15: Einbrüche des DAX im Zeitvergleich

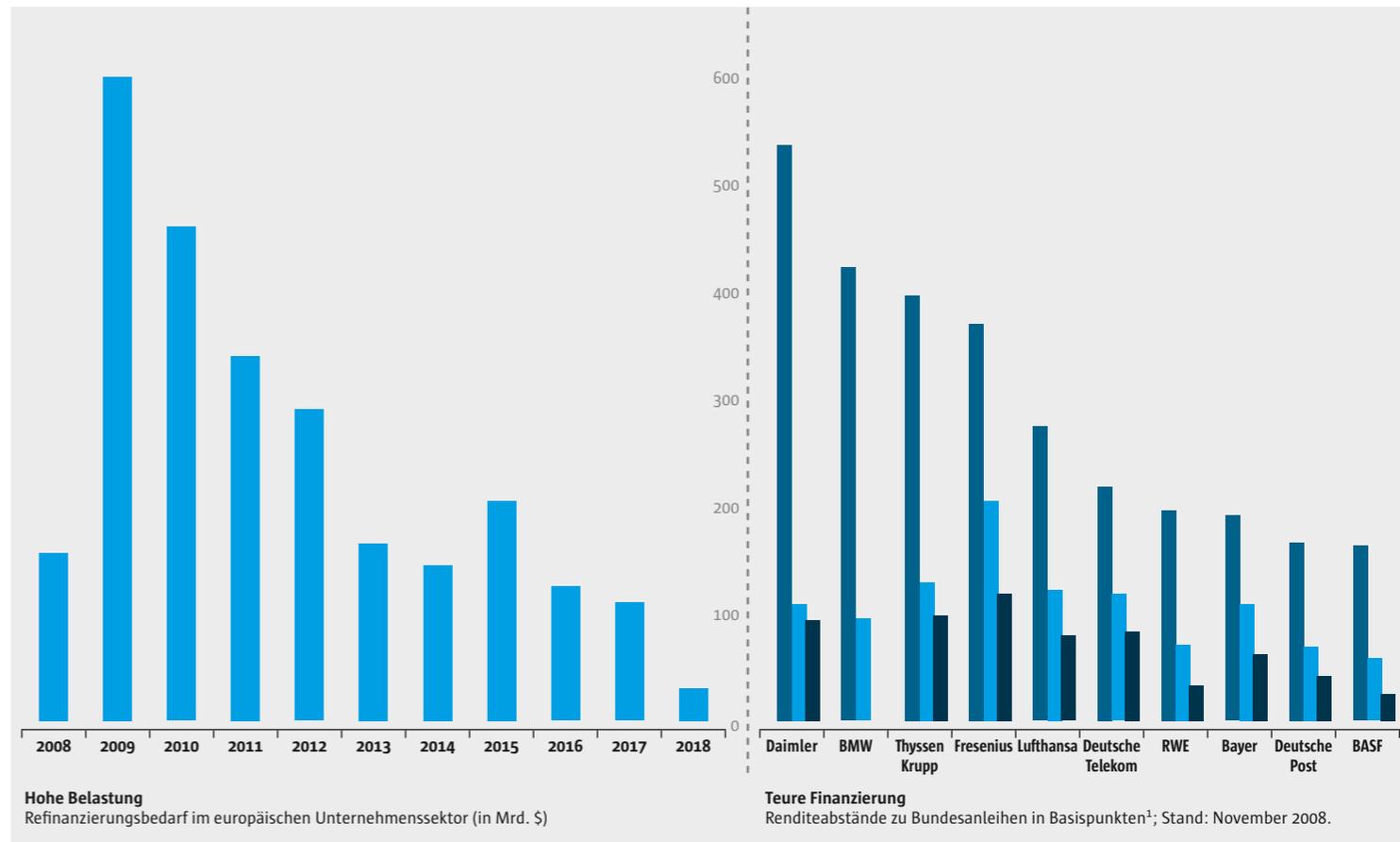
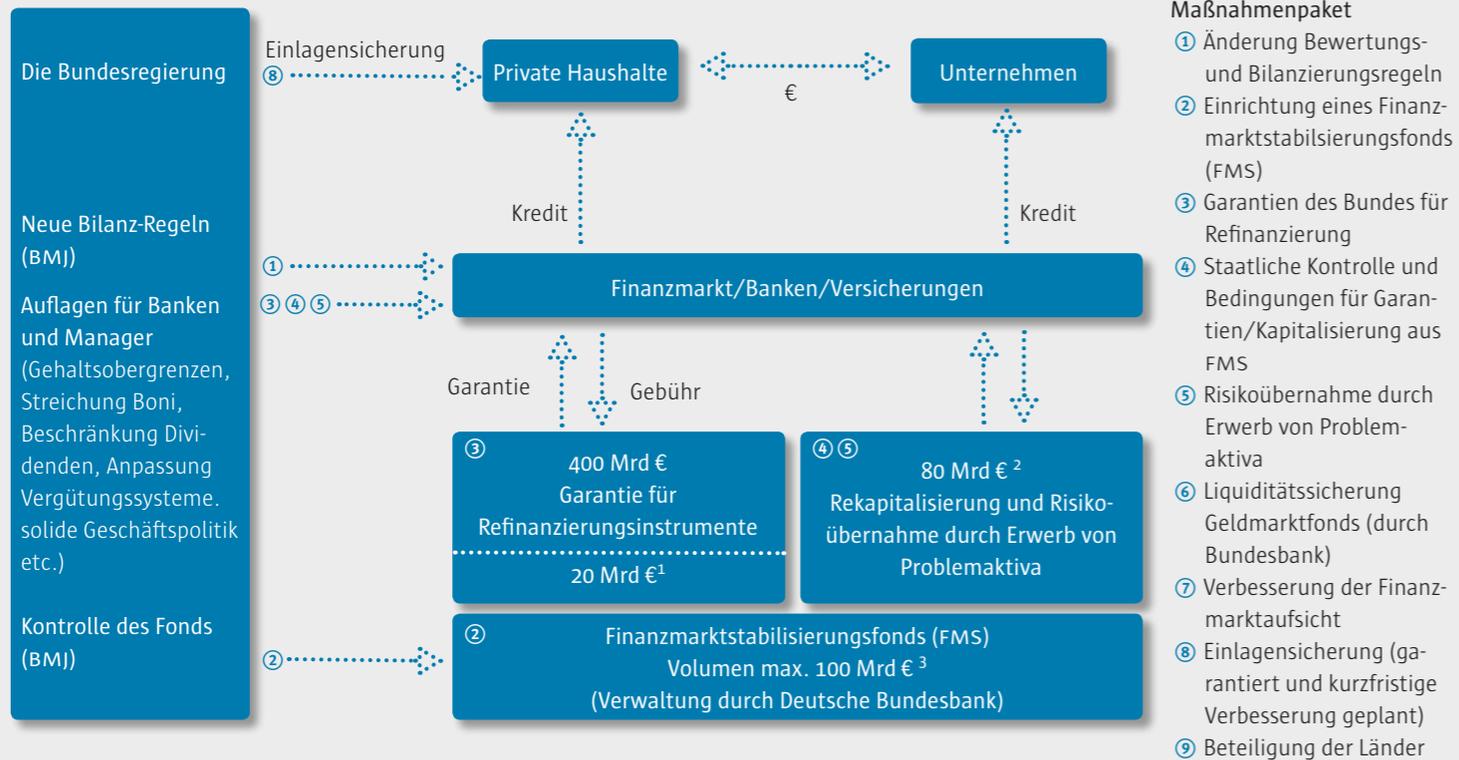


Abbildung 16: Finanzierungslasten in der Realwirtschaft



1 > 20 Mrd € = haushaltsrechtliche Vorsorge in Höhe von 5% der Garantiesumme (400 Mrd €)
 2 > 80 Mrd € = 70 Mrd € Kreditaufnahme (+10 Mrd € weiterer Kreditrahmen) für Rekapitalisierung und Erwerb von Problemaktiva
 3 > 100 Mrd € = 20 Mrd € haushaltsrechtliche Vorsorge für Garantiesumme + 80 Mrd € Kreditaufnahme und Kreditrahmen für Rekapitalisierung und Erwerb von Problemaktiva

Abbildung 17: Finanzmarktstabilisierungsgesetz

	Bundesverband deutscher Banken ¹	Institute of International Finance ² „Ackermann-Report“	G7/Forum für Finanzstabilität ³	CRM Policy Group ⁴ „Corrigan-Report“	G20 ⁵
Eigenkapitalanforderungen	×	—	×	—	×
Risikomanagement	×	×	—	×	×
Kreditvergabestandards	—	×	—	—	×
Liquiditätsmanagement	×	×	×	×	×
Transparenz Verbriefung	×	×	×	×	×
Bewertung von Finanzinstrumenten	×	×	×	×	×
Zusammenarbeit und Funktionsweise Aufsichtsbehörden	×	—	×	×	×
Kapitalmarktüberwachung	—	×	—	×	×
Überwachung Rating-Agenturen	×	×	×	×	×
Hedgefonds-Regulierung	×	—	—	—	×
Vergütungssysteme	—	×	—	×	×
Zentralbank-Politik	—	×	×	—	×
Corporate Governance	—	(x)	—	×	—

1 > Lehren aus den Finanzmarkturbulenzen, 7. April 2008.
 2 > Final Report of the iif Committee in Market Best Practices, 17. Juli 2008.
 3 > Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7. April 2008.
 4 > Counterparty Risk Management Policy Group: Containing Systemic Risk: The Road to Reform, 6. August 2008.
 5 > Erklärung zum Gipfeltreffen über die Finanzmärkte und die Weltwirtschaft, 15. November 2008.

Abbildung 18: Ansatzpunkte prominenter Vorschläge für Krisenkonsequenzen im Überblick

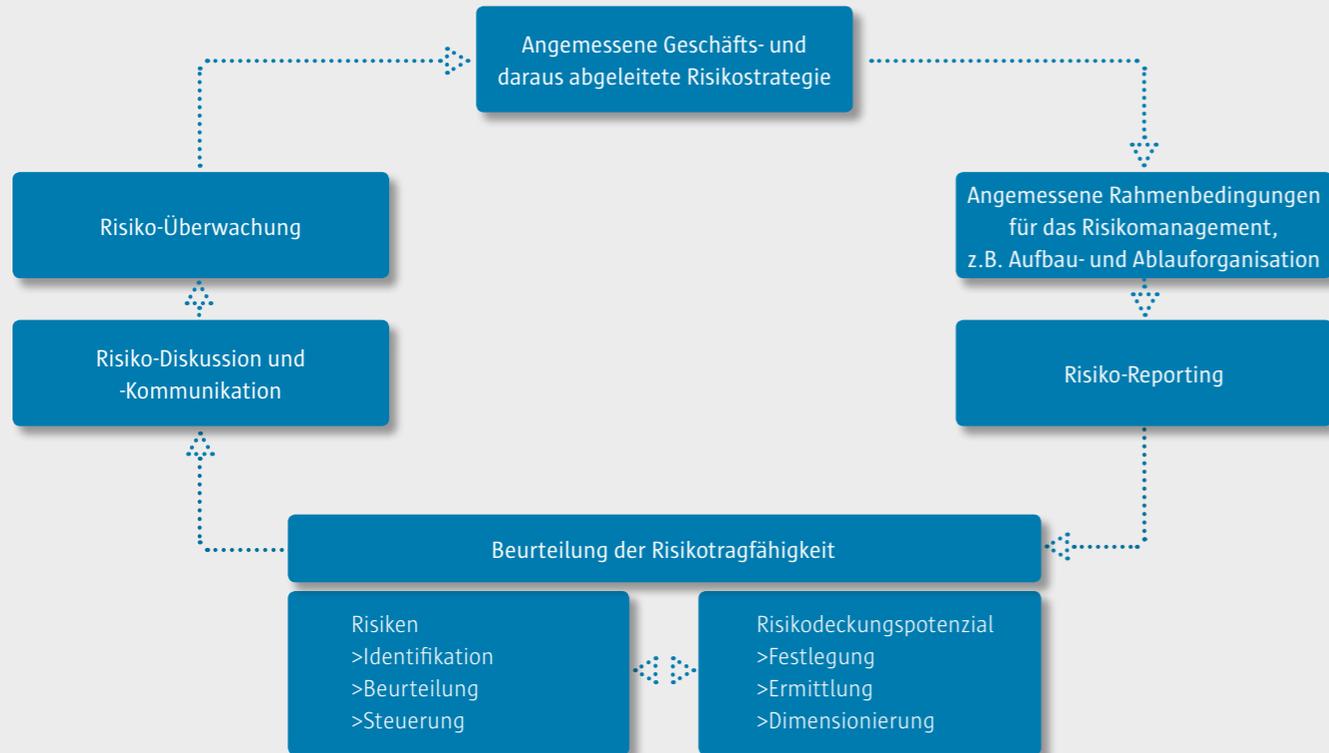


Abbildung 19: Prozess des Risikomanagements nach MaRisk





sturm

FINANZMARKTKRISE UND KONSEQUENZEN FÜR DIE BANKENAUF SICHT

Das Weltfinanzsystem ging 2008 durch die schwerste Krise der Nachkriegszeit. Was waren die Ursachen?
Ist ein Ende absehbar? Wie kann der nächsten Krise vorgebeugt werden?

wissen & handeln 08 Dezember 2008 **Herausgeber** Prof. Dr. Stephan Paul und Prof. Dr. Stefan Stein **Gestaltung** nodesign **Photos** istockphoto **ISSN** 1611-3845

