

„Systemische Risiken“ im Finanzsektor: Lehren aus der Krise

Roman Inderst, Universität Frankfurt (IMFS)

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich möchte mich zunächst bei den Organisatoren für die Einladung bedanken. Danken möchte ich hierbei auch insbesondere Herrn Satzky, der hierfür den Kontakt hergestellt hat. Das Thema ihrer Tagung ist vor allem deshalb für mich von sehr großem Interesse, da es im Schnittpunkt der beiden Bereiche liegt, mit denen ich mich in den letzten Jahren intensiv befasst habe: Finanzmärkte und ihre Regulierung auf der einen Seite und Wettbewerbspolitik auf der anderen Seite. In meinem Vortrag bin ich aber aus offensichtlichen Zeitgründen gezwungen, den letzteren Aspekt auszublenden. Der Finanzsektor in der Krise wird im Mittelpunkt stehen.

Ist es vertretbar, dass Banken mit Milliardenhilfen am Leben gehalten werden, während in der Krise namhafte Industriebetriebe reihenweise in Konkurs gehen oder aber am Rande des Konkurses stehen? Mit Sicherheit ist es nicht vertretbar, dass mit staatlicher Hilfe das Management gescheiterter Finanzinstitute im Sattel bleibt. Und reihum musste in der Tat der Vorstand angeschlagener Banken den Hut nehmen. Aber warum behandelt man Banken und damit insbesondere deren Aktionäre und Gläubiger anders als Industrieunternehmen? Der Grund liegt in dem Wort „systemisch“, das Politikern mittlerweile sogar in Talk Shows leicht über die Lippen geht. Doch was besagt dies genau? Und lässt sich dieser Begriff überhaupt genau fassen?

Auch wenn ich hierzu später noch ins Detail gehe, so umfasst dieser Begriff grob den gesamtwirtschaftlichen Schaden, den die Insolvenz eines Unternehmens mit sich bringen würde. Den Ökonomen interessieren hierbei nicht irgendwelche pekuniären Externalitäten, das heißt reine Vermögensverschiebungen von einer Partei zur anderen. Wenn eine Forderung ausfällt, da der Schuldner es vorzieht Konkurs anzumelden statt beispielsweise frisches Kapital zuzuschießen, so ist es zunächst für die Gesamtwohlfahrt unerheblich, dass dadurch der Kreditgeber einen Verlust zu verbuchen hat. Auch für die Realwirtschaft mag der Wegfall eines Produzenten unerheblich sein, wenn andere Unternehmen mit ihren Kapazitäten die dadurch entstehende Lücke schließen können. Und wenn eine ganze Branche in Schwierigkeiten gerät, so mag dies letztlich ein Zeichen dafür sein, dass sie sich—zumindest in dieser Größe—überlebt hat. Nicht zuletzt spricht man in der Ökonomie von den „reinigenden Kräften“ einer Rezession, da es manchmal erst dann möglich ist, gegen die Interessen sogenannter „Insider“ Ressourcen in zukunftsorientierte Industrien zu verlagern. Bei einer Schiefelage im Finanzbereich scheint man dagegen gleich gewaltige Verwerfungen in der gesamten Volkswirtschaft zu befürchten.

Was ist also so speziell an der Finanzwirtschaft? Ich glaube, es ist hilfreich, sich diese Frage nicht nur im Hinblick auf die aktuelle Krise zu stellen. Auch in „normalen Zeiten“ unterliegt

die Finanzwirtschaft ja einer stärkeren Aufsicht als andere Wirtschaftsbereiche. Offensichtlich sieht der Gesetzgeber hier einen weitaus größeren Bedarf an Regulierung und Aufsicht als in anderen Wirtschaftszweigen. Ich werde in meinem Vortrag deshalb auch auf die Gründe— sowohl die „richtigen“ als auch die „falschen“—für diese Sonderbehandlung eingehen.

Und natürlich will ich dann, nach einer kurzen Diskussion der Krise, den Kreis schließen und auf die aktuellen Reformvorschläge zur Finanzaufsicht eingehen. Da dies kein Fachvortrag im engeren Sinn sein soll und kann, werde ich mich dabei allerdings auf wenige, vielleicht zu plakativ formulierte Thesen beschränken. Diese sollen auch bewusst provozieren. Denn dankbarerweise hat die US Regierung nun erneut die Debatte darüber eröffnet, ob wir nicht doch eine tiefgreifende Reform von Regulierung und Aufsicht benötigen, statt reine „Flickschusterei“ an der bestehenden Praxis, die die Krise ja mit zu verantworten hat. Die US Regierung mag hierbei mehr ihrem politischen Instinkt gefolgt sein, als einer Einsicht in die Notwendigkeit einer tiefgreifenden Reform. Dennoch zeigt dies, dass das „window of opportunity“ für eine solche Reform noch nicht zu ist.

Bevor ich nun zunächst eine kurze Chronologie der Krise entwickle, möchte ich noch einmal darauf hinweisen, dass ich vieles nur sehr verkürzt darstellen kann. Viele der im Folgenden dargelegten Sachverhalte verlangen für eine adäquate Behandlung auch eine präzisere, oft auch formale Sprache. Ich habe allerdings versucht, Fachterminologie soweit wie möglich zu vermeiden. Oft werde ich auch gezwungen sein, Behauptungen in zu großer Allgemeinheit zu machen.

2 Zur Krise

Auf dem Gipfeltreffen der G20 Gruppe in Pittsburgh im September letzten Jahres waren sich die Staatsführer einig darüber, dass der internationale Finanzsektor grundlegend reformiert werden muss. Es wurde beschlossen, konkrete Lösungen für das Problem zu großer Banken und ihrer starken Vernetzung untereinander zu erarbeiten. Auch das Vergütungssystem im Finanzsektor sollte durch Regulierung oder politischen Druck grundlegend verändert werden und statt auf Kurzfristigkeit und exzessives Risiko auf Nachhaltigkeit ausgerichtet werden. Das Regelwerk von Basel II, das zuvor in einem langwierigen Prozess mühsam erarbeitet und erst vor kurzem implementiert wurde, sollte überarbeitet werden. Was war geschehen?

Ausgangspunkt der Krise

Der Ausbruch der jetzigen Finanzkrise lässt sich grob auf den Sommer 2007 festlegen. Zwar wurden bereits zuvor Probleme bei den minderwertigen Hypotheken in den USA, den „subprime mortgages“, bekannt, doch ging man allgemein davon aus, dass auch eine Krise der hypothekengesicherten Wertpapiere keine wesentliche Auswirkung auf die Stabilität des Finanzsystems haben würde. Dies erwies sich als Fehleinschätzung.

In den Monaten Juli und August 2007 stuften die Rating-Agenturen viele der mit diesen Hypotheken gesicherten Wertpapiere nicht nur geringfügig herunter, sondern oft um bis zu drei Stufen auf einmal. In diesem Ausmaß war eine solche Herabstufung neu. Zu Recht musste man nun glauben, dass die Rating-Agenturen die Risiken aller damit zusammenhängenden Wertpapiere grob unterschätzt hatten—und dies wohl nicht nur allein für die mit Hypotheken unterlegten Papiere, sondern auch für das gesamte, immens gewachsene Volumen an Verbriefungen.

Folgerichtig brach für die damals auf rund 1000 Milliarden US Dollar geschätzten Papiere, die von Zweckgesellschaften gehalten wurden, die Refinanzierung weg. Der „Zweck“ dieser Zweckgesellschaften war es wohl vor allem, die damit verbundenen Risiken außerhalb der Bankbilanzen zu führen. Wie wir mittlerweile wissen, engagierten sich hier auch insbesondere deutsche Banken. Da die damit von den Banken eingegangenen Verpflichtungen nicht in der Bilanz auftauchten und offensichtlich die meisten Aufsichtsbehörden nicht die Notwendigkeit sahen, hierüber Auskunft einzufordern, kam das Ausmaß der Tätigkeiten dieser Zweckgesellschaften für alle überraschend.

Zweckgesellschaften – Und das deutsche „Engagement“

Im Rahmen meines Vortrages kann ich es nicht leisten, eine hinreichend ausführliche Darstellung dieser Zweckgesellschaften zu geben. Trotzdem ist ein grobes Verständnis ihrer Funktion und Arbeitsweise nötig, da sie zumindest zu Beginn der Krise besonderes relevant waren. Eine solche Zweckgesellschaft nahm Kapital von verschiedenen Investoren auf und kaufte damit Wertpapiere, in diesem Falle solche, die mit den besagten „subprime mortgages“ unterlegt waren. Riskant wurde dies insbesondere auf zweierlei Weise. Zum einen wurde dieses Investment mit sehr kurzfristigen Krediten finanziert, die eben dann auch sehr kurzfristig refinanziert werden mussten. Zum anderen waren Banken, die solche Zweckgesellschaften als „Sponsoren“ unterhielten, eine Reihe von zusätzlichen Verpflichtungen eingegangen. Eine dieser Verpflichtungen besteht oft darin, kurzfristig bei der Refinanzierung einzuspringen oder aber die Kredite, die der Zweckgesellschaft von anderen Investoren gegeben wurden, abzusichern.

Wenn eine Bank beispielsweise einen Kredit an ein Industrieunternehmen vergibt, so muss sie diese Kreditvergabe mit Eigenkapital unterlegen. Das heißt: Die Bank kann nicht das Neugeschäft ausschließlich dadurch finanzieren, dass sie selbst Schuldverschreibungen ausgibt oder sich bei anderen Banken Kredite geben lässt. Wie ich später bei der Diskussion der Regulierungsziele noch näher erläutern werde, soll dadurch auch verhindert werden, dass Banken exzessiv Risiken eingehen. Über die Zweckgesellschaften konnte dies allerdings unterlaufen werden. Die Banken konnten mit einer geringeren Eigenkapitalausstattung und darüber hinaus weitgehend unbemerkt hohe Risiken eingehen. Erstaunlich ist das Ausmaß, in dem sich einige deutsche Banken hier engagiert haben.

Eine gute Messgröße hierfür ist, trotz aller Unschärfe, die Berechnung des Eigenkapitals, das die jeweiligen Banken bei einer grob geschätzten vollständigen Bilanzierung des Engagements in Zweckgesellschaften zusätzlich hätten vorhalten müssen. Leider gibt es hierzu keine genauen, tragfähigen Statistiken—weshalb ich jetzt auch keine exakten Zahlen nennen werde. Dennoch sind hier unter den internationalen „Top-Fünf“ der Banken, die sich—bezogen auf ihre Bilanzgröße und ihr Eigenkapital—deutlich übernommen haben, die Landesbank Sachsen und die Hypo Real Estate zu finden. Eine schnelle „back-of-the-envelope“ Rechnung zeigt auch, dass eine Reihe weiterer deutscher Banken ganz vorne mitspielten. Aus dieser Perspektive gesehen sind die Verluste, für die der deutsche Steuerzahler aufzukommen hat, nicht vorrangig dem Versagen des internationalen Finanzsystems zuzuschreiben, sondern dem Versagen einiger deutscher Banken—also durchaus ein hausgemachtes Problem.

Verstärkungseffekte in der Krise

Setzt man die gesamten Verluste, die sich auch bei pessimistischer Betrachtung aus dem „subprime mortgage“ Debakel ergeben können, in Bezug zur Größe des globalen Finanzsystems, so scheint auch dies allein noch nicht bedrohlich. Noch im Sommer 2007 hielten deshalb viele Beobachter eine weltweite Finanzkrise für höchst unwahrscheinlich. Wie kam es dann doch zur Implosion des Finanzsystems?

Eine wesentliche Teilschuld daran trägt die Regulierung selbst, da durch sie die systemischen Verstärkungseffekte teilweise erst erzeugt wurden. Die Unsicherheit über die Bewertung vieler der zuvor mit der höchsten Bonitätsstufe versehenen Papiere trug zunächst dazu bei, dass für manche dieser Papiere überhaupt kein funktionsfähiger Markt mehr bestand. Die Preise stürzten oft ins Bodenlose, sofern Handel überhaupt stattfand. Insbesondere wenn diese Wertpapiere in den Handelsbüchern der Banken standen, mussten sie zum Marktpreis geführt werden. Die damit zu verbuchenden Verluste drohten schnell die ohnehin in den Vorjahren stark geschmolzenen Eigenkapitalreserven aufzubrechen. Indem die betroffenen Institute aber nun ihrerseits Wertpapiere auf den Markt warfen, drückten sie deren Preise noch weiter, was zu weiteren Abschreibungen bei anderen Instituten führte. Zu den dadurch verursachten „systemischen Effekten“ komme ich später noch im Detail.

Neues Eigenkapital aufzunehmen war aufgrund der herrschenden Unsicherheit schwierig. Was sollte in dieser Situation ein Investor auch von einer Bank halten, die dringend neues Eigenkapital aufzunehmen versucht? Die allgemeine Intransparenz, die durch komplexe Finanztransaktionen und Aktivitäten außerhalb der Bilanz verursacht wurde, rächte sich nun. Banken trauten sich selbst nicht mehr über den Weg: Der sogenannte Interbankenmarkt versiegte, und jedes Institut versuchte Liquiditätsreserven für sich selbst zu horten. Die Zentralbank musste in einem extremen Maße aktiv werden.

Hierbei möchte ich es eigentlich mit meiner kurzen Chronologie der Krise belassen. Denn das Gesagte reicht als Hintergrund aus, um dann auf die „systemischen Effekte“ zu sprechen zu kommen. Dabei habe ich natürlich keineswegs alle wesentlichen Faktoren aufgeführt, die dann zusammen zu dieser Jahrhundertkrise im Finanzsystem geführt haben. Beispielsweise kann ich nicht gesondert auf die Rolle der Zinspolitik der Zentralbanken eingehen und in wie weit diese mit verantwortlich gemacht werden kann.

Kosten der Krise

Wie teuer kam den Bürgern die Krise? Ich vermute, dass in den nächsten Jahren viel zu niedrige Zahlen angegeben werden. Deshalb scheint es mir wichtig hier auf zwei Aspekte kurz einzugehen. Zum einen: Wie teuer waren die Bürgschaften und insbesondere die „Blankobürgschaft“, die die Politik gezwungen war abzugeben? Wenn die Krise nun ohne weitere große Insolvenzen in der Finanzbranche zu Ende geht, so mag man versucht sein, die Gesamtkosten allein anhand der geflossenen und nicht mehr zurückgezahlten Mittel zu bemessen. Dies ist Unfug. Wenn wir im Casino stehen und ich Ihnen 100 Tausend Euro verspreche, wenn die Kugel auf „Rot“ fällt, aber dafür nur 10 Tausend Euro als Einsatz verlange, dann kann ich auch bei „Schwarz“ nicht nachträglich von einem guten Geschäft sprechen.

Darüber hinaus dürfen die Kosten, die möglicherweise die Aktivitäten der Europäischen Zentralbank verursacht haben, nicht vergessen werden. Die niedrige Zinspolitik kann ihrerseits wieder die nächste Krise beflügeln. Wie bereits kurz angerissen wurde, gibt es hierzu allerdings auch in der Wissenschaft einen großen Dissens. Möglicherweise haben die Zentralbanken auch bewusst eine quasi indirekte Subventionspolitik gegenüber Banken betrieben. Ein Beispiel: Im Sommer 2009 konnten sich Banken von der EZB fast 500 Milliarden Euro für ein ganzes Jahr leihen und das zu einem Zinssatz von genau einem Prozent. Dafür mussten sie als Sicherheit Wertpapiere bereitstellen. Viele Marktbeobachter haben aber starke Zweifel an der Qualität dieser Sicherheiten geäußert. Hätten sich die Banken am Markt für ein Jahr Finanzierung ohne Sicherheiten holen müssen, so hätten sie zum damaligen Zeitpunkt wohl mit deutliche höheren Zinsen rechnen müssen. Was anderes war die Operation der EZB dann, als eine weitere Subvention der Finanzmärkte. Ob sie dazu ein Mandat hat oder haben soll ist eine der vielen ordnungspolitischen Fragen, die die Finanzkrise aufgeworfen hat.

3 Die Regulierung des Finanzsektors – Einige grundlegende Bemerkungen

Wenn ich mein Geld zur Bank trage und es dann täglich oder aber nur jährlich wieder abheben kann, so gehe ich mit der Bank eine klare vertragliche Beziehung ein. Die Bank mag nun zusätzlich Eigenkapital aufnehmen. Und zuletzt mag sie diese Mittel insgesamt als Kredite an Unternehmen vergeben. Warum ist das Vertragsrecht—wobei ich dies in einem

sehr weiten Sinne meine—nicht ausreichend, um hier für Effizienz zu sorgen? Wozu bedarf es einer weiteren Regulierung und einer gesonderten Aufsicht im Finanzsektor?

Zweck und Zielsetzung von Aufsicht und Regulierung

Diese Fragen sind natürlich von allgemeinerer Natur. Warum soll der Staat in gewissen Bereichen stärker eingreifen als in anderen – oder warum reicht nicht gar der sogenannte „Nachtwächter“ Staat? Eingreifen muss der Staat zuvorderst dann, wenn ein Verhalten Rückwirkungen auf unbeteiligte Dritte hat und diese sich nicht selbst schützen können. Staatliche Intervention ist auch dann angebracht, wenn der Markt selbst nicht für ein effizientes Ergebnis sorgen kann. So wird beispielsweise angeführt, dass Banken von einer zentralen Aufsicht überwacht werden müssen, da Kleinanleger diese Funktion nicht erfüllen können oder auch wollen: Jeder einzelne Anleger—abstrahiert man einmal vom Vorhandensein eines Einlagenschutzes—würde dann lieber Trittbrettfahrer sein und davon profitieren, dass andere Anleger durch die Drohung eines raschen Abzugs ihrer Einlagen disziplinierend auf die Bank einwirken. Eine ähnliche Konstellation findet sich auch allgemeiner im Bereich der „corporate governance“ bei Aktiengesellschaften. Aber auch hier findet der Markt Lösungen oder zumindest Verbesserungen, insbesondere in Form von Intermediären wie aktiven Fonds, die dann im Namen der Anleger auf das betreffende Unternehmen einwirken.

Vielfach wird auch angeführt, dass Aufsicht und Regulierung deshalb notwendig ist, da das unkoordinierte Verhalten von Anlegern sonst zu großen Verwerfungen führen kann. Die Rede ist hierbei oft von sogenannten „bank runs“. Dem liegt die Tatsache zugrunde, dass Sichteinlagen in der Regel sofort abgezogen werden können. Finanziert sich eine Bank zu einem großen Teil über solche Sichteinlagen, so kann der Abzug bereits eines hinreichend großen Teils dieser Mittel die Bank in eine Schieflage bringen. Wenn ich als Anleger erwarte, dass andere ihre Einlagen abziehen, dann beeile ich mich natürlich, der Erste zu sein: „first come first serve“. Dies könnte prinzipiell dazu führen, dass Gerüchte, die dann zu einem solchen „run“ führen, auch eine gesunde Bank gefährden. Auch hier gilt allerdings, dass Banken ja nicht gezwungen sind, solche Sichteinlagen nach dem „first come first serve“-Prinzip auszuzahlen. So könnten sie festschreiben, dass unter bestimmten Bedingungen eine Verzögerung der Auszahlung möglich ist. Da dieser Fall mit äußerst geringer Wahrscheinlichkeit eintritt, dürften diese Einlagen dann doch noch im Wesentlichen den Charakter von Sichteinlagen behalten. Ich will aber keineswegs behaupten, dass solche Einlagen im gegenwärtigen System konkurrenzfähig wären. Aber man darf hier, wie auch in den anderen Fällen, nie die Möglichkeit einer rein vertraglichen und damit privaten Lösung eines vermeintlichen Regulierungsproblems außer Acht lassen.

Ferner möchte hier keineswegs die Rolle des Anlegerschutzes allgemein in Frage stellen. Allerdings muss dieser präzise gefasst werden. Ist ein privater Anleger, der Inhaberschuldverschreibungen einer Bank kauft, besonders schutzbedürftig? Wie nun sehr

deutlich wurde, sind auch die in Deutschland so stark verbreiteten Zertifikate in der Regel solche Schuldverschreibungen. Ein Halter eines solchen Papiers wettet also nicht nur auf beispielsweise den DAX, sondern immer auch darauf, ob die emittierende Bank selbst zahlungsfähig ist. Meines Erachtens ist in diesem Falle die Frage der Schutzbedürftigkeit allerdings eine Frage des Verbraucherschutzes.

Nach dem Staat wird auch dann gerufen, wenn es gilt, eine funktionsfähige „Infrastruktur“ für im Wesentlichen anonyme Märkte zu schaffen. Hier muss die Reibungslosigkeit bei den entsprechenden Transaktionen gesichert sein. Inwieweit aber nur eine staatliche Aufsicht eine solche Reibungslosigkeit garantieren kann, ist oft fraglich. Börsen übernehmen oft die Funktion einer „Gegenpartei“, um in anonymen Märkten eine höhere Sicherheit für alle Beteiligten zu garantieren. Die Börsen selbst können sich dann wiederum Sicherheiten individuell bei den ihnen bekannten Teilnehmern verschaffen. Beispielsweise können sie bei Termingeschäften verlangen, dass auch „Papierverluste“ vor Fälligkeit des Geschäftes mit Kapital hinterlegt werden müssen. Andernfalls ist das Risiko zu groß, dass sich eine Partei bei Fälligkeit durch Zahlungsunfähigkeit aus ihrer Verantwortung zieht. Man muss nicht zweimal hinsehen, um hier eine Parallele zur Eigenkapitalregulierung in der Bankenaufsicht zu sehen. Womöglich sind hier aber die Börsen besser darin, das „moralische Risiko“ der engagierten Akteure zu verringern ohne aber das Transaktionsvolumen und damit ihr Geschäft zu gefährden.

Bislang klammert meine kritische Diskussion des Zwecks und der Rolle der Banken- und Finanzaufsicht aber gerade das „systemische Element“ aus. Hierzu komme ich nun.

4 Das „systemische Element“

Mit „systemischem Risiko“ ist zunächst einmal das Ansteckungsrisiko innerhalb der Finanzmärkte und zwischen den Instituten gemeint, das von der Schieflage eines Instituts ausgeht. Grob kann eine solche Ansteckung auf folgende Arten geschehen.

Ansteckungsarten

Eine Ansteckung kann quasi als „Dominoeffekt“ dadurch erfolgen, dass eine zunächst gesunde Bank ihrerseits Forderungen, die sie an die insolvente Bank hatte, soweit abschreiben muss, dass sie selbst in Schieflage gerät. Dies kann natürlich dann in einem „Ketteneffekt“ so weitergehen—und umso mehr und umso stärker je mehr die Institute untereinander vernetzt sind. Gerade aus diesem Zusammenhang resultiert die Forderung nach einer zukünftigen „Besteuerung“ der Vernetzung komplexer Finanzinstitute. Worin aber im Detail diese Vernetzungen bestehen und ob sie ihrerseits wichtige Funktionen erfüllen ist noch Gegenstand der aktuellen Forschung.

Eine weitere Ansteckungsgefahr beruht auf Informationseffekten. Wenn eine Bank merklich in Problemen steckt, so wird oft zu Recht vermutet, dass andere Banken ähnlich schlechte

Geschäfte gemacht haben und ähnliche Risiken eingegangen sind. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn die betroffenen Banken ein ähnliches Geschäftsmodell haben und in ähnlichen Bereichen investiert haben.

Ein dritter Ansteckungseffekt ergibt sich über sogenannte „fire sales“. Die Schwierigkeiten einer Bank oder aber eines großen Hedge Funds können dazu führen, dass diese kurzfristig Wertpapiere veräußern müssen. Bei Banken mag dies insbesondere aufgrund der Eigenkapitalvorschriften nötig sein. Wie bereits dargestellt wurde, wirkt hier die heutige Regulierung eher krisenverstärkend. Wenn durch Verkäufe der Marktwert dieser Papiere insgesamt sinkt, so müssen auch andere Institute Verluste verbuchen. Wenn diese dann ihrerseits zum Verkauf von Papieren gezwungen werden, so kann dadurch eine Abwärtsspirale in Gang gesetzt werden.

Durch solche Ansteckungseffekte kann ein großflächiger „Systemschaden“ entstehen. Realwirtschaftliche Effekte entstehen dann dadurch, dass etwa beim Wegfall eines Kreditinstitutes andere Banken nicht sofort bereitwillig mit Krediten aufwarten, um Marktanteile zu übernehmen. Denn sie sind selbst von möglicher Insolvenz bedroht. Diese latente Bedrohung jedes Teilnehmers belastet dann ihrerseits die Geschäftsbeziehungen zwischen diesen. Kredite werden nicht mehr gegeben. Refinanzierungen brechen zusammen. Dies ist umso problematischer wenn sich alle Finanzakteure mehrheitlich kurzfristig finanziert haben.

Wie ich noch darstellen werde, sind diese systemischen Zusammenhänge von der aktuellen Regulierung nicht hinreichend berücksichtigt worden. Und hier gibt es deshalb wesentlichen Nachbesserungsbedarf. Doch scheint es mir an dieser Stelle geboten, auf eine andere wesentliche Implikation des systemischen Risikos hinzuweisen: Der Gefahr der Erpressbarkeit von Politik und Öffentlichkeit.

Erpressbarkeit

Die gegenwärtige Finanzkrise ist kein isoliertes Ereignis. Wiederholt geraten Finanzinstitute und Finanzmärkte derart in Schwierigkeiten, dass sie nur mit Unterstützung von „außen“, daher meist durch den Steuerzahler oder aber indirekt über die Zentralbanken, wieder funktionsfähig werden. Um nur ein weiteres Beispiel zu nennen. Rund zehn Jahre zuvor, im September 1998, musste die amerikanische Zentralbank intervenieren und eine großangelegte Stützungsaktion des angeschlagenen Hedge Funds Long Term Capital Management, kurz: LTCM, organisieren. Dass dabei auf Staatsgelder verzichtet wurde, darf aber nicht täuschen. Viele Beobachter dieser Aktion waren sich einig, dass der Präsident der amerikanischen Notenbank hier auch nach dem Prinzip „Eine-Hand-wäscht-die-andere“ vorging. In den Folgejahren wurde dann ja auch „billiges Geld“ für die Banken nicht knapp.

In dieser Krise sollte mit Lehman Brothers, der im September 2008 und damit genau 10 Jahre später insolvent gewordenen Investmentbank, wohl ein anderes Exempel statuiert werden.

Doch die dadurch verursachten Verwerfungen führten dann zu einer extremen Korrektur in die entgegengesetzte Richtung: In vielen Ländern wurden wesentliche Teile des Bankensystems für „systemrelevant“ erklärt und man jonglierte mit Garantien und Unterstützungen, deren Größe zuvor unvorstellbar gewesen wäre. Falls nicht in Zukunft grundlegende Änderungen stattfinden, müsste es nach diesem Dammbuch allen am Finanzmarkt Beteiligten nun sonnenklar sein: Sofern man nur tunlichst darauf achtet, nicht alleine in eine Schiefelage zu geraten, kann man auf ein sattes staatliches Engagement wetten: Kopf – „ich gewinne“; Zahl – „der Staat zahlt“.

„Wetten“ im Finanzsystem

Und an Gelegenheiten zu solchen Wetten fehlt es am Finanzmarkt nicht. Banken, die auf der einen Seite als Garanten für sichere Einlagen erscheinen wollen, engagieren sich auf der anderen Seite im sogenannten „Eigenhandel“ als Spekulanten auf eigene Faust. Auch kann man schlichtweg dadurch bewusst ein hohes Risiko eingehen, in dem man als Vorstand und Aufsichtsrat ein ambitiöses Wachstums- oder Renditeziel vorgibt oder aber unterstützt. So wird im lesenswerten Bericht der Eidgenössischen Bankkommission zu den Ursachen der Schiefelage bei der UBS von einer „Wachstumsstrategie als Katalysator“ der eigenen Krise gesprochen. Durch die Vorgabe von hohen Wachstumszielen wird auch das Risiko in Kauf genommen, das eigene Risikomanagement zu überfordern. Die Vorgabe hoher Eigenkapitalrenditen ist natürlich noch „effektiver“.

Es gibt letztlich drei Wege, wie ich eine sehr hohe Eigenkapitalrendite erzielen kann. Zum einen kann ich versuchen, bessere Margen aus meinem existierenden Geschäft zu schlagen. Angesichts der Intensivierung des Wettbewerbs sowohl in Deutschland als auch international, den man tunlichst nicht beschränken soll, bietet sich hier allerdings wenig Spielraum. Als zweite Strategie kann ein Institut in neue Märkte, etwa durch neue Finanzinnovationen, einsteigen. Dass dadurch natürlich nicht nur ein sogenanntes „upside“ erhofft werden kann, sondern es eben auch ein stärkeres „downside“ gibt, ist auch offensichtlich.

„Leverage“

Und zuletzt gibt es noch die Möglichkeit, meine Eigenkapitalrendite dadurch zu steigern, dass ich mich stärker mit vor allem kurzfristigem, vermeintlich „billigem“ Fremdkapital versorge. Eine solche Strategie ist aber, wie sich nun herausgestellt hat, auch eine Wette auf die Bereitwilligkeit des Steuerzahlers für Verluste einzustehen. Ich werde zum Thema des Eigenkapitals noch einiges im verbleibenden Teil meines Vortrages sagen. Doch folgendes möchte ich bereits vorausschicken: Abstrahiert man einmal vom Staat, daher insbesondere von seiner Rolle als Zahlmeister bei Finanzkrisen aber auch von seiner Rolle als Steuereintreiber—da gewisse Finanzierungsstrategien wohl auch steuerliche Vorteile bringen—so ist es eben nicht die Regel, dass Eigenkapital teurer ist als Fremdkapital. Durch

die Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapital wird ja in der Regel nicht der gesamte „Kuchen“ größer—das muss auf der Aktivseite der Bilanz geschehen. Allerdings wird das Risiko anders aufgeteilt: Die verbleibenden Aktionäre tragen ein höheres Risiko, können aber dadurch auch mit einer erhöhten Durchschnittsrendite rechnen. Darüber hinaus haben sie nun ein Interesse daran, das Risiko der eingegangenen Geschäfte zu erhöhen. Lassen sie mich das kurz näher erläutern.

Winterspiele in Innsbruck

Nehmen wir an, ich müsste die nächsten Winterspiele in Innsbruck organisieren und finanzieren. Nehmen wir auch an, ich würde dafür eine Projektgesellschaft gründen, die dann nach Ende der Spiele aufgelöst wird. Nehmen wir ferner an, es gäbe nur zwei mögliche finanzielle Ergebnisse: Entweder gewinnen zum ersten Mal in großer Zahl asiatische Wintersportler und ich mache mit den Medienerlösen ein Vermögen, sagen wir einmal, 10 Milliarden, oder aber dies trifft nicht ein und ich erlöse nur 1 Milliarde. Zur Finanzierung benötige ich 5 Milliarden. Wenn ich nun das gesamte Volumen mit Eigenkapital finanziere, so sitzen alle Investoren in einem Boot: Jeder der für 1 Prozent gezeichnet hat, muss 50 Millionen einbringen und kann dann entweder 100 Millionen oder aber nur 10 Millionen an Ausschüttung bei Auflösung der Zweckgesellschaft erwarten.

Eine Alternative ist, dass ich auch Fremdkapital aufnehme. Sagen wir die Hälfte: 2.5 Milliarden der benötigten 5 Milliarden sind dann fremdfinanziert. Der wichtige Unterschied ist hierbei, dass ich die daraus resultierenden Verbindlichkeiten bei Projektende bedienen muss bevor die Zeichner von Eigenkapital irgendwelche Ansprüche geltend machen können. Falls die Spiele ein Flop werden und nur 1 Milliarde erwirtschaften, so reichen diese mit Sicherheit nicht aus, um die fälligen Zahlungen an die Fremdkapitaleigner zu leisten, die mir ja zu Anfang 2.5 Milliarden geliehen haben. Zudem sind die Fremdkapitalgeber nicht in der Lage, am vollen „upside“ zu partizipieren: Die Verbindlichkeit hat ja, in diesem einfachen Beispiel, eine feste Größe—sagen wir einmal 3 Milliarden. Die 0.5 Milliarden über den geliehenen 2.5 Milliarden dienen als Kompensation für die Möglichkeit eines teilweisen Ausfalls im Falle eines „Flops“.

Im Falle eines Erfolges stecken die Anteilseigner nun von den 10 Milliarden ganze 7 Milliarden ein, nachdem sie 3 Milliarden an Rückzahlungen geleistet haben. Sie riskieren zwar einen Totalausfall im Falle eines Flops, da sie dann ihre investierten 2.5 Milliarden vollständig abschreiben müssen. Aber im Falle eines Erfolges können sie auf die investierten 2.5 Milliarden eine deutlich höhere nachträgliche Rendite erzielen: Sie erwirtschaften mit eingesetzten 2.5 Milliarden ganze 7 Milliarden, statt 10 Milliarden mit dem doppelten Einsatz von 5 Milliarden. Durch dieses „Hebeln“ steigt auch ihre Bereitschaft, Risiken einzugehen.

Wenn ich als Organisator und Anteilseigner etwa durch das Verschieben von Läufen in die Nacht, um ein asiatisches Publikum zu beglücken, meine Einnahmen im Falle eines Flops reduziere, so kümmert mich das wenig: In dem Falle geht das Eigenkapital ohnehin leer aus — sofern keine Nachschusspflichten aus privatem Vermögen bestehen. Aber wenn durch diese Nachtläufe im Falle eines Erfolges noch zusätzliches Geld in die Kassen gespült wird, dann geht das vollständig an die Eigenkapitalgeber und damit auch an mich. Kurz gesagt: Fremdfinanzierung kann, zumindest in einer solch simplen Situation, dazu verleiten, alles auf eine Karte zu setzen und auf Risiko zu spielen. Und ein solches „Hebeln“ gehört im Finanzgeschehen zum Tagesgeschäft, insbesondere angesichts der niedrigen Eigenkapitalquoten.

5 Basel II

Wie kam es zu einer so massiven Senkung der Eigenkapitalquoten? Seit dem ersten Basler Abkommen von 1988 ist die Eigenkapitalregulierung der Kern der Bankenregulierung. Sie gilt insbesondere als Ersatz für direktere Eingriffe in die Geschäftspolitik der Finanzinstitute und in die Marktstruktur, wie etwa die Regulierung der Einlagenszinsen oder aber die Trennung von „investment banking“ und „commercial banking“. Gleichzeitig sollte durch das Basler Abkommen eine internationale Harmonisierung erreicht werden.

Das erste Basler Abkommen war noch relativ einfach und zielte zuvorderst auf die Eigenkapitalunterlegung—nämlich mit 8%—von Kreditrisiken. Auf dem Weg zu Basel II sollten dann Marktrisiken in Angriff genommen werden. Entgegen einem ursprünglichen Vorschlag, auch hier einen sogenannten „Standard-Ansatz“ anzuwenden, setzte die internationale Finanzbranche allerdings die Anerkennung komplexerer Methoden durch. Diese erlaubten es im Endeffekt mittels eigener Risikomodelle die Eigenkapitalanforderungen „herunterzurechnen“. Mit weniger Eigenkapital wurden immer größere Bilanzen finanziert.

Risikomodelle

Dass die Risikomodelle, die man zur Berechnung des nötigen Eigenkapitals heranzieht, nur so gut sein können wie die Risiken, die man auch wirklich sehen kann oder sehen will, wird dabei gerne übersehen. Aber dies sind gerade die Risiken, die auch andere Marktteilnehmer ignorieren, wie etwa in dieser Krise das Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiko im Falle eines schockartigen Zusammenbruchs ganzer Märkte.

Gerade die Gefahr der oben angesprochenen „systemischen Risiken“ wird damit durch Basel II vielleicht sogar noch verschärft. Es wäre nun verfehlt anzunehmen, dass man durch eine weitere Feinadjustierung von Basel II einer zukünftigen Finanzkrise hinreichend vorbeugen kann. Die in dieser Krise beobachteten Fehler haben nichts mit „technischen Fehlern“ zu tun. Es handelt sich hier um grundsätzliche Probleme, die einer modellbasierten Eigenkapitalregulierung immanent sind. Eine noch so genaue Adjustierung kann nicht auf

Risiken kalibriert werden, die man zur Zeit nicht sieht oder aber kollektiv ausblendet. Gerade systemische Risiken wird man auch in Zukunft ignorieren.

Generell mag es auch problematisch sein, es den Adressaten, daher den Aufsichtsunterworfenen, zu überlassen, welchen materiellen Gehalt die Regeln tatsächlich haben. Hier muss auch sehr kritisch die Verwendung der Ratingagenturen für die Aufsicht erwähnt werden. Durch die Verwendung solcher Ratings darf sich die Aufsicht nicht aus ihrer Verantwortung stehlen. Man hat zudem übersehen, dass etwa ein Triple-A Rating nichts mit dem „systemischen Risiko“ zu tun hat, das eben aus besagten Gründen bei der Aufsicht mit im Vordergrund stehen sollte. Ein solches Rating bezieht sich zunächst auf die Ausfallwahrscheinlichkeit dieses einen Papiere—und eben nicht auf die Wahrscheinlichkeit eines „systemischen“ Ausfalls zusammen mit anderen Papieren oder Krediten. Das sind ja zwei verschiedene Dinge. Etwas plakativ formuliert würde man ja auch nicht auf die Hygieneaufsicht von Restaurants mit dem Hinweis verzichten wollen, dass es mittlerweile einen großen Markt von Restaurantkritiken gibt.

Der Prozess, der zu Basel II geführt hat, würde sich meines Erachtens auch gut für eine „klinische Studie“ im Bereich der politischen Ökonomie eignen. Welche Interessen haben sich in diesem langwierigen Prozess durchgesetzt? Welches Mandat hatten die beteiligten Aufsichtsbehörden wirklich vertreten: Den Schutz des nationalen oder gar globalen Finanzsystems, oder aber die Interessenswahrung der eigenen „nationalen Champions“? Inwieweit waren manche der beteiligten Aufsichtsbehörden dem vermeintlichen Sachverstand der hochbezahlten Bankenvertreter und ihrer Spezialisten einfach nicht gewachsen? Es ist wichtig, diesen Prozess zu verstehen, um für die Zukunft auch hier die Weichen richtig zu stellen. Es gilt, ein internationales System von Regulierung und Aufsicht zu etablieren, das sich auch über die Zeit bewähren kann.

6 Lehren

Ich bin damit bereits bei meinen Schlussbetrachtungen angelangt.

Finanzwirtschaft versus Automobilwirtschaft

Worin liegt nun die systemische Qualität des Bankensektors? Wodurch unterscheidet sich der Finanzsektor von anderen Bereichen? Nach Meinung einiger Politiker, die sich für die Rettung von Opel stark gemacht haben, gibt es hier keinen wesentlichen Unterschied. Auch Opel sei, wie man hörte, mit seinen fast 30 Tausend Beschäftigten ein „systemischer Konzern“. Im Jahre 2002 entließ man das Bauunternehmen Holzmann mit mehr Mitarbeitern in die Insolvenz: Wurden deshalb weniger Gebäude erstellt? Glaubt man, dass auch nach einem völligen Verschwinden von Opel weniger Autos gebaut und verkauft werden würden? Nun mag man anbringen, dass diese Autos eben nicht in Deutschland gefertigt würden und zudem weitere Jobs in der Zulieferindustrie abwandern. Dies sind innerhalb Europas keine akzeptablen Argumente mehr.

Mit Sicherheit wurde und wird mit dem Begriff einer „systemischen Bank“ aber auch im Finanzbereich inflationär umgegangen—zumindest jetzt in der Krise, denn nachdem die Staatshilfen kassiert sind, wird natürlich kein Institut mehr „systemisch“ und damit unter besonderer Aufsicht sein wollen. Das eigentlich „systemische“ liegt, wie gesagt, in der Gefahr der geschilderten Ansteckungseffekte. Um es auf einen Punkt zu bringen: Die Insolvenz von Opel dürfte die Aktienkurse von Wettbewerbern eher steigen als fallen lassen. Die Insolvenz einer großen deutschen Bank dürfte hingegen den Wert aller anderen Institute, zumindest kurzfristig, negativ beeinflussen.

Gerade diese systemische Komponente macht aber, wie ich dargestellt habe, Politik und Öffentlichkeit so erpressbar. Man kann ankündigen, die nächste Bank in Schieflage auch in Konkurs gehen zu lassen. Letztlich wird im öffentlichen Interesse aber dann oft nichts anderes übrig bleiben, als die Bank doch zu retten. Wir Ökonomen sprechen hier auch von einem „Zeitinkonsistenzproblem“.

Reformbedarf

Gerade in Hinblick auf das „systemische Risiko“ sind damit meines Erachtens insbesondere zwei Schritte bei der Reform der Regulierung dringend geboten und müssen miteinander unternommen werden. Zum einen muss sichergestellt werden, dass auch mit dem Hinweis auf ein systemisches Risiko eine solche Erpressbarkeit nicht mehr auftreten kann. Es müssen Vorkehrungen für eine „geordnete Abwicklung“ getroffen werden. Zum anderen muss das Risiko einer systemischen Krise insgesamt verhindert werden. Auf die entsprechenden Maßnahmen komme ich gleich noch zu sprechen.

Das zurzeit praktizierte Regulierungssystem möchte ich grob wie folgt umschreiben. Es existieren detaillierte und komplexe Regeln für den „Normalfall“. Aber für die Krisenbekämpfung gibt es wenig detaillierte oder gar erprobte Regeln. Man könnte dies nun umdrehen: Die Regulierung vereinfachen, auch unter Inkaufnahme gewisser „Unfeinheiten“, aber dann im Gegenzug ein festes Regelwerk für die Behandlung von Instituten in der Krise festlegen. Ich habe hier weder die Zeit noch die Expertise, um Überlegungen zur Notwendigkeit eines internationalen „resolution regime“ oder gar zu dessen Ausgestaltung anzustellen. Mir scheint dies auch eher eine Aufgabe zu sein, bei der ihre, die juristische Disziplin, an vorderster Front stehen sollte.

Darum widme ich meine letzten Minuten der möglichen Ausgestaltung von Regeln, die die Wahrscheinlichkeit einer Krise verringern helfen sollen. Zwei Aspekte scheinen mir hierbei besonders wichtig. Zum einen muss bedacht werden, dass ein systemisches Risiko endogen ist, das heißt, es entsteht durch die Geschäftspolitik und die Geschäftsbeziehungen der Marktakteure. Zum anderen möchte ich abschließend eine These zur Höhe des Eigenkapitals aufstellen.

Verhinderung „systemischer Effekte“

Zurzeit werden Überlegungen angestellt, Finanzinstitute dafür zu bestrafen, dass sie zu „systemisch“ werden. Man möchte dadurch etwa verhindern, dass sich Institute zu stark miteinander vernetzen und die geschilderten Dominoeffekte wahrscheinlicher werden. Ebenfalls will man dadurch verhindern, dass das gesamte Finanzsystem sich zu sehr in ähnlichen Bereichen engagiert. Letztlich scheint es mir aber so, als möchte man hier alle Fliegen mit einer Klappe schlagen: Alle Risikofaktoren, wie etwa auch Liquiditätsrisiken, die in dieser Krise ausschlaggebend waren, sollen nun eine Sonderbehandlung erhalten. Sind das aber die Risiken, die bei der nächsten Krise ausschlaggebend sein werden? Wie sieht die genaue Operationalisierung aus? Wird die Regulierung dadurch nicht noch komplexer, intransparenter und modellgläubiger als sie es jetzt schon ist?

Die Vernetzung, insbesondere der Banken untereinander, kann man vielleicht auch auf einfachere Art verringern, sofern dies geboten scheint. Hierfür ist aber zunächst eine genaue Analyse nötig, warum Banken etwa mittel- oder langfristige Verbindlichkeiten miteinander eingehen und ob das für ihre genuinen Funktionen als Finanzintermediäre notwendig ist.

Eigenkapital: Wie viel?

Zuletzt zum Eigenkapital: Eine lediglich leichte Erhöhung des Eigenkapitals, wie sie etwa als besondere „Strafe“ für systemische Banken angedacht ist, kann mitnichten die Finanzinstitute für eine Krise wie die jetzige wappnen. Wozu dient Eigenkapital letztlich? Dient es nur als Puffer für den Ausfall eines einzelnen Instituts? Ist es lediglich ein Disziplinierungsmittel, um den Risikoappetit eines Finanzhauses zu beschränken? Denn durch zu hohe „Hebelung“ mit Fremdkapital kann, wie wir gesehen haben, die Bereitschaft, Risiken einzugehen, exzessiv werden. Allerdings greifen alle Reformvorschläge zur Eigenkapitalregulierung viel zu kurz, wenn dadurch bezweckt wird, das System fit für einen Sturm wie den jetzigen zu machen. Dafür wäre eine weitaus höhere Eigenkapitalausstattung nötig.

Von den Banken hört man, dass Eigenkapital ja zu teuer sei und hohe Eigenkapitalanforderungen die Kreditversorgung der Wirtschaft gefährden würden. Hält dieses Argument wirklich einer genaueren Prüfung stand? In meinen letzten Bemerkungen werde ich die provokante These vertreten, dass dies zumindest für die Banken, die sich ohne hohe Transaktionskosten am Markt finanzieren können, vielleicht nicht der Fall ist. Zuvor kann man aber nicht umhin, festzustellen, dass die Milliarden, die deutsche Finanzinstitute in amerikanische oder spanische Immobilien gepumpt haben, eben nichts mit der Kreditversorgung der nationalen Wirtschaft zu tun haben.

Nehmen wir nun zunächst ein mittelgroßes Industrieunternehmen, das mit Sicherheit nicht vom Staat gerettet wird. Abstrahieren wir auch von Steuern und damit, soweit wie möglich, von allen Verzerrungen, die erst durch staatliches Handeln entstehen. In der ersten Stunde eines typischen MBA Kurses lernen die Studenten, dass im „Idealfall“ die

Finanzierungsstrategie des Unternehmens schlichtweg irrelevant ist. Zwar ist der Zinssatz auf Fremdkapital niedriger als die Rendite, die Aktionäre auf ihr eingesetztes Kapital fordern. Aber letzere tragen auch ein höheres Risiko. Und je mehr Fremdkapital man aufnimmt, umso höher wird das Risiko des letztlich ja „nachrangigen“ Eigenkapitals. Und damit steigt die geforderte Eigenkapitalrendite der Aktionäre.

Diese sehr einfache Einsicht ist als „Irrelevanz Theorem“ eine der Grundlagen der modernen Finanztheorie. Darauf aufbauend lernen die MBA Studenten dann eine Vielzahl von Gründen kennen, warum die Finanzierungsstrategie dann doch eine Rolle spielen kann und Finanzleute mehr als ein Tellerwäscher verdienen. Abgesehen von Steuervorteilen kann Fremdkapital beispielsweise deshalb von Vorteil sein, da die drohende Rückzahlung das Management auf Trab hält. Wie wir gesehen haben kann allerdings eine hohe Fremdkapitalfinanzierung zu einer zu hohen Bereitschaft führen, Risiken einzugehen.

Zurück zu den Banken: Mit Sicherheit entsteht ein Teil der Fremdfinanzierung bereits durch das Einlagengeschäft. Aber Banken nehmen darüber hinaus noch weiteres Fremdkapital auf, teils in erheblichem Maße. Das „Irrelevanz Theorem“ sagt uns, dass zumindest in einer ersten Näherung und wenn wir vom Staat abstrahieren, solches Fremdkapital langfristig nicht „billiger“ ist als Eigenkapital.

Wenn aber die Gläubiger wissen, dass sie im Falle einer drohenden Insolvenz, besonders bei einer Schiefelage des ganzen Finanzsystems, vorrangig von Staatshilfe profitieren, dann wird Fremdkapital für Banken eben in der Tat billiger als Eigenkapital. Das Problem liegt also nicht nur bei dem in dieser Krise oft betontem „bail out“ der Aktionäre, sondern auch beim „bail out“ der nachrangigen Schuldner, zu denen oft auch andere Finanzinstitute gehören. Aber dann wird eine höhere Fremdkapitalfinanzierung auch dazu führen, dass die jeweilige Bank zu hohe Risiken eingeht—auch auf Kosten der impliziten Mithaftung durch die Steuerzahler. Gerade eine solche Subventionierung von Fremdkapital muss in Zukunft vermieden werden. Wäre dann nicht ein viel höheres Eigenkapital ein probates Mittel? Ist dann nicht auch der Einwand, dass man dadurch noch weiter ein „Schatten-Finanzsystem“ fördert, selbst ein Hinweis darauf, dass viele Aktivitäten, die große Geschäftsbanken heute unternehmen, vielleicht besser woanders aufgehoben wären? Ich denke, dass uns gerade die „systemischen Risiken“ im Finanzsektor dazu zwingen, noch einmal grundsätzlich über eine adäquate Regulierung und Aufsicht nachzudenken.