

# **Ist nach der Finanzkrise gleich vor der Finanzkrise?**

## **Wurden die falschen Lehren gezogen?**

Roman Inderst<sup>1</sup>

Die Finanzkrise geht mittlerweile in ihr fünftes Jahr. Angesichts sprudelnder Unternehmensgewinne und drohendem merkt dies der deutsche Bürger zwar real nicht. Die Meldungen über die finanzielle Schieflage einiger europäischer Länder reißen aber auch nicht ab. Aus der Finanzkrise sind Staatskrisen und sogar eine Krise der gemeinsamen Währung geworden.

Damit ist die Finanzkrise im Laufe der Jahre ganz oben auf der politischen Bühne angekommen. Was jetzt geschieht scheint den Bürgern einigermaßen verständlich zu sein, nämlich Vermögenstransfers zwischen Ländern, das „Aushalten“ von Nachbarn, die über die Verhältnisse gelebt haben – viel verständlicher als die komplexen Begriffen und Sachverhalte, die zu Beginn der Finanzkrise in den Medien kursierten, wie „Systemisches Risiko“ und Ansteckung, oder Verbriefungen und komplexe Derivate auf diese.

Leider gehe ich mit meinem Vortrag aber genau dahin zurück. Denn die Finanzkrise ist weder überwunden noch sind die richtigen Lehren daraus gezogen worden. In vielerlei Hinsicht heißt es vor allem in Europa und Deutschland „weiter so“. So gibt es keine transparente Aufarbeitung ob und in wie weit die Aufsicht versagt hat. Und es gab trotz Expertenkommissionen keine wirkliche Debatte darüber ob nicht tiefgreifende Veränderungen nötig sind.

Zum Vergleich: Man erinnere sich an die öffentlichen Anhörungen vor den Ausschüssen des US Kongresses. Hier mussten die „Großen“ von Wall Street vor laufenden Kameras Rede und Antwort stehen. Hierzulande werden dagegen Untersuchungsberichte wie der zur Hypo Real Estate mit Hinweis auf die Verschwiegenheitspflicht in den Giftschränk gepackt.

In anderen Ländern wird die Aufsicht grundlegend reformiert und es gab natürlich auch personelle Konsequenzen. So hat die englische Financial Service Authority nicht nur ihren Chairman ausgetauscht, sondern wird grundlegend reformiert. Dem zugrunde liegt auch ein natürlich öffentlich gemachter Bericht über das Versagen der Financial Service Authority bei der Aufsicht des gescheiterten Hypothekenfinanzierers Northern Rock. Dies war mit

---

<sup>1</sup> Skript des Vortrages bei der Mitgliederversammlung des Genossenschaftsverbandes e.V. am 31 Mai 2011 in Kassel.

Sicherheit ein starkes Stück. Im internationalen Vergleich ist aber auch der Fall der deutschen Landesbanken absolut einmalig. Darauf gehe ich später noch ein. Es ist allerdings nicht vertretbar, dass in diesem Falle keine öffentliche Aufarbeitung stattgefunden hat. Wie können Banken unter den Augen der Aufsicht derartige Risiken eingehen? Wie wird sichergestellt, dass dies nicht auch in Zukunft der Fall ist?

Auch die Berichte der Expertenkommissionen suggerieren, dass man in Deutschland keinen fundamentalen Reformbedarf sieht oder sehen will. In Deutschland werden softe Maßnahmen wie die Sicherstellung der Abwicklung von maroden Banken oder aber die Erstellung einer „Risk Map“ vorgeschlagen. Letzteres ist schlicht und einfach die Forderung nach noch mehr Information – sonst nichts. Auch auf die Hedge Fonds schoss man sich ein wenig ein und auf die Ratingagenturen – alles Institutionen, die in Deutschland wenig Gewicht haben, insbesondere auch nicht in der politischen Landschaft.

Anderorts waren die Themen dagegen die Zerschlagung großer Banken, der Verbot des Eigenhandels von Banken, oder die Trennung von Investmentbanking vom anderen, „retail“ Bankgeschäft - aber auch viel härtere Eigenkapitalanforderungen. Dies sind wirkliche strukturelle Eingriffe. Das sind vor allem auch Eingriffe, die die großen, international tätigen Akteure wirklich betreffen. In Deutschland war dazu selbst in der Finanzpresse nicht viel zu lesen. Stattdessen kursierten gerade in dieser Zeit empirisch völlig unhaltbare Gerüchte über eine sogenannte Kreditklemme. Absolut unrealistische Szenarien über fehlende Investitionen und ausbleibendes Wachstum wurden an die Wand gemalt.

Kurz: Es wurde in Deutschland keine eigenständige, vor allem auf die hiesigen Probleme zugeschnittene Aufarbeitung der Krise betrieben. Und international – daher insbesondere in Bezug auf die Basel 3 Regeln – ist auch noch kein Umdenken erfolgt. Es wird mehr von dem selben gemacht – als würde man die nächste Krise mit einem Blick in den Rückspiegel erkennen können. Und das was gemacht wird, wird mit immer mehr Ausnahmen und Änderungen abgeschwächt.

Da es in meinem Vortrag aber von jetzt an der Reihe nach gehen soll, zunächst doch noch kurz zu den Ursachen der Finanzkrise.

### *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 bislang unerhört. 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 oft 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“*

Ein paar Worte noch zu diesen Zweckgesellschaften. Leider ist das Thema ja bereits aus den Schlagzeilen verschwunden. Wie bereits gesagt, ist aus der Bankenkrise eine Krise der Staatsfinanzen geworden. Aufgearbeitet wurde das Thema Zweckgesellschaften leider noch nicht hinreichend – und dies wäre nötig! Denn es offenbart eben insbesondere wie in Deutschland Regulierung und Aufsicht scheiterten.

Eine Zweckgesellschaft nahm Kapital von verschiedenen Investoren auf und kaufte damit Wertpapiere, zum Beispiel solche, die mit den besagten „subprime mortgages“ unterlegt – daher damit abgesichert – waren.

Risikant 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 bestand 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. Und dass dies unter den Augen der Aufsicht möglich war – gerade dies ist nicht hinreichend aufgearbeitet worden.

Eine gute Messgröße für das unglaubliche Risiko, das hier von deutschen Banken eingegangen wurde, ist die Berechnung des Eigenkapitals, das die jeweiligen Banken bei einer grob geschätzten vollständigen Bilanzierung des Engagements in Zweckgesellschaften zusätzlich hätten vorhalten müssen.

Ein Beispiel: Bei der Citigroup, die durch die Krise auch schwer gebeutelt wurde, belief sich dieses „fehlende Kapital“ auf knapp mehr als 8 Prozent des gesamten Kapitals. Manche ausländische Banken wie Credit Agricole „schaffen“ es auch auf 20 Prozent. Werte wie die von 80 Prozent „fehlendem Kapital“ bei der Sachsen Landesbank oder von 25 Prozent bei der WestLB sowie von 33 Prozent bei der Hypo Real Estate sind dagegen international einmalig.

Diese Banken sind keine schutzwürdigen Kleinanleger. Sie wurden von Ausnahmen abgesehen wahrscheinlich auch nicht systematisch getäuscht. Man kann dieses Engagement und die Kosten daraus eben nicht dem amerikanischen oder anglo-amerikanischen Finanzsystem anlasten. Es ist eine hausgemachte Misere – und was schützt davor, dass dies nicht wieder geschieht?

Über die sogenannte zweite Säule des Regelwerkes Basel 2 hat die Finanzaufsicht einen weitreichenden diskretionären Spielraum um sich Informationen zu beschaffen und einzugreifen. Diese Engagements waren kein „unknown unknown“. Das Engagementvolumen war höchstens ein „known unknown“ – also eine bekannte Unbekannte. Eine transparente Aufarbeitung dieses Debakels fehlt meiner Ansicht nach bis heute. Warum hat die Aufsicht hier nicht mehr Information eingefordert? War es wirklich damit getan, dass die Bilanzierung – beziehungsweise die ausbleibende Bilanzierung – formal richtig war. Dies ist allerdings gerade nicht die Aufgabe einer Aufsicht im Sinne bereits von Basel II. Wie können ohne eine Aufarbeitung dieser spezifisch deutschen Entwicklungen Lehren aus der Krise gezogen werden – auch für die Neuordnung der deutschen Finanzaufsicht?

### *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 war dies allein 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 aufzubrauchen. 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 mit meiner kurzen Chronologie der Krise belassen. Denn das Gesagte reicht als Hintergrund aus. 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 wieweit diese mit verantwortlich gemacht werden kann.

### *Kosten der Krise*

Wie teuer kam den Bürgern die Krise? Leider werden diese Kosten völlig falsch eingeschätzt – und es gibt von Seiten der Regierung überhaupt keine hinreichenden Bemühungen die Gesamtkosten abzuschätzen. Auch hier übt man sich in Intransparenz.

Lassen wir zunächst alle Kosten der Krisen des „Staaten-Bailouts“ weg. Wie teuer war denn eigentlich die „Blankobürgschaft“, die für die Einlagen gegeben wurde? Die einzig richtige Antwort muss auch die Antwort zu folgender Frage sein: Was hätte ein natürlich unglaublich reicher Privatmann dafür verlangt, wenn er anstelle von Frau Merkel die Bürgschaft für sichere Einlagen ausgesprochen hätte? Dies ist so wie wenn dieser Dagobert Duck eine Versicherung gibt, und dafür natürlich eine Prämie kassieren will. Diese gilt es nun rückblickend zu berechnen, damit den Bürgern transparent gemacht wird mit welcher Summe die Finanzwirtschaft bei den Bürgern immer noch in der Kreide steht.

Wenn nun für einige Banken keine Gelder direkt geflossen sind, so heißt dies eben nicht, dass sie keine Schulden beim Steuerzahler hat. Die US Regierung hat leider viel zu schnell Goldman Sachs erlaubt Unterstützungsgelder aus dem TARP zurückzuzahlen. Wenn die Bank

jetzt damit haussieren geht, sie hätte alle Schulden beglichen, so stimmt dies nicht. Und genauso wenig ist richtig, dass deutsche Finanzinstitute, die keine Gelder empfangen haben, nicht Nutznießer der vielen Stützungsaktionen und Garantien waren – oft in erheblichen Maße, da sie etwa wichtige Spieler auf dem Pfandbriefmarkt sind. Und die größten Spieler profitieren natürlich am meisten wenn hier ein Markt gestützt wird. Bevor diese Institute wieder anfangen Dividenden zu zahlen, sollte hier einmal die Rechnung gemacht werden.

Das gleiche gilt natürlich jetzt auch beim „bail-out“ der Staatsfinanzen. Und auch hier scheint offensichtlich kein allzu großes Interesse an Transparenz zu bestehen. So liest mal wieder und wieder in der deutschen Presse, dass die deutschen Banken ja gar nicht mehr so stark in den jeweiligen Staatsanleihen engagiert seien. Aber hier muss natürlich die Auswirkung fehlender Stützungsaktionen auf die dortige Gesamtwirtschaft und damit auf alle Verbindlichkeiten gegenüber allen dort ansässigen Gläubigern mit gerechnet werden. So ist zwar richtig, dass etwa deutsche Banken nur noch relativ wenig mit Krediten an manchem notleidenden Staat exponiert sind. Aber sie sind in der Regel weitaus mehr gegenüber den dort ansässigen Banken exponiert - und oft noch mehr gegenüber den dortigen Unternehmen. Man kann sich die Implikationen von anhaltender Rezession oder gar einem Exit aus dem Euro mit massiver Abwertung vorstellen.

Damit sind wir natürlich noch weit nicht am Ende der verschleierte Kosten. Wie steht es etwa mit den besonders kreativen Aktivitäten der Europäischen Zentralbank. Die niedrige Zinspolitik beflügelt bereits seit einiger Zeit wieder erheblich Kurs- und Preisexplosionen. Die Zeit bis zur nächsten Krise kann kürzer als gedacht sein!

Man darf auch nicht übersehen, dass die Zentralbanken über ihre Zinspolitik einen erheblichen Transfer in die Finanzindustrie leisten. 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. Billigen Kredit nicht nur kurzfristig als Liquiditätshilfe sondern für ein ganzes Jahr? Wie teuer war dies für den europäischen Bürger?

### *Das „systemische Element“*

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“.

Es geht hier natürlich grob um 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 Seite 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. Bei einer Schieflage im Finanzbereich scheint man dagegen gleich gewaltige Verwerfungen in der gesamten Volkswirtschaft zu befürchten.

Was ist also so speziell an der Finanzwirtschaft? 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.

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. Hier wirkt 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.

Diese systemischen Zusammenhänge sind von der aktuellen Regulierung nicht hinreichend berücksichtigt worden. Hier gibt es wesentlichen Nachbesserungsbedarf. An dieser Stelle muss aber auch dringend auf eine andere wesentliche Folge 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. Die amerikanische Notenbank war quasi als „broker“ der privaten Stützungsaktionen beteiligt. Und anschließend gab es dann lange Zeit „billiges Geld“ von der Notenbank.

Doch in dieser Krise sollte mit Lehman Brothers, der im September 2008 und damit genau 10 Jahre nach LTCM 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 Dammbruch allen am Finanzmarkt Beteiligten nun sonnenklar sein: Sofern man nur tunlichst darauf achtet, nicht alleine in eine Schieflage zu geraten, kann man auf ein sattes staatliches Engagement hoffen, wenn die Finanzwetten einmal nicht aufgehen – und alles mit der „Drohung“, dass sonst das „systemische Risiko“ auch die Realwirtschaft in Mitleidenschaft zieht.



### *„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 ambitioniertes Wachstums- oder Renditeziel vorgibt. So wird im lesenswerten Bericht der Eidgenössischen Bankkommission zu den Ursachen der Schieflage 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“ – Hebeln mit wenig Eigenkapital*

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.

Das liegt natürlich daran, dass Aktionäre, denen es lediglich um das finanzielle Engagement geht, eben nur mit ihrem eingezahlten Kapital haften. Aus finanzmathematischer Perspektive ist das Engagement eines Aktionärs in einem Unternehmen, das auch über

Fremdkapital finanziert ist, daher eigentlich ein Derivat: Es ist quasi eine Option auf den Unternehmenserfolg, da man bei einem Misserfolg eben die Schulden nicht mehr vollständig begleichen muss. Und weil man daher „nach unten“ geschützt ist, anders als ein Kleinunternehmer, der mit seinem privaten Vermögen haftet, hat man ein hohes Interesse an einer riskanten Geschäftspolitik. Und das „upside“, daher die hohen Renditen wenn die Wetten aufgehen, kann der Aktionäre eben über Dividenden und Kursgewinne einstreichen ohne die Fremdkapitalgeber daran zu beteiligen.

#### *Gegensteuern mit „mehr Basel II“?*

Die Eigenkapitalausstattung des Bankensystems ist international deutlich geringer als es historisch war. Und gerade Basel II brachte hier keine wesentliche Änderung – Im Gegenteil. Wie kam es aber 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 Einlagenzinsen 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 und Rating*

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.

Noch einmal genauer dazu: Eine der wesentlichen Änderungen unter Basel III – zumindest wird dies so verkauft – ist es, dass es künftig quasi „Strafen“ dafür gibt, wenn man „systemisch wichtig“ ist. In anderen Worten sollen Institute, die eben diese „systemische Wichtigkeit“ haben, mehr Eigenkapital vorhalten. Wer aber ist „systemisch wichtig“? Neben der Größe sollen hier auch fein-kalibrierte Modelle verwendet werden. Wie bei einer Verschmutzungssteuer soll dabei der „Ausstoß“ an systemischem Risiko, daher an Ansteckungsgefahr bei einer Schieflage, quasi besteuert werden. Um diese „Steuer“ zu berechnen will man sich der Erfahrungen aus der letzten Krise bedienen. Man sieht dabei nur in den Rückspiegel. Dies ist grundlegend falsch!

Was „systemisches Risiko“ ausmacht ist ja gerade, dass diese Risikofaktoren von vielen – wenn nicht allen – Marktteilnehmern gleichsam nicht gesehen werden. Diese Risiken spielen sich auf dem „blinden Fleck“ der jeweiligen Risk-Management Systeme verortet. Die einzige Möglichkeit dagegen gewappnet zu sein ist es genügend Puffer im System zu haben. Hierfür muss der Hebel, daher die Fremdkapitalquote, vor allem bei den international tätigen, großen Instituten runtergefahren werden. Und die Aufsicht muss ihren diskretionären Spielraum proaktiv einsetzen statt nur zu reagieren.

Generell mag es auch problematisch sein, es den Adressaten, daher den Aufsichtsunterworfenen, zu überlassen, welchen materiellen Gehalt die Regeln tatsächlich haben. Dies betrifft etwa die Risikomodelle, anhand derer Banken selbst ihren Kapitalbedarf ermitteln.

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. Diese beschäftigt sich vor allem damit wie Gesetze und Institutionen geschaffen werden, daher welche politischen Kräfte dahinter stehen.

Welche Interessen haben sich in diesem langwierigen Prozess, der zu Basel II führte, 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.

Die Erfahrung der letzten drei Jahre ist in dieser Hinsicht auch ernüchternd. Gerade die internationalen Großinstitute schaffen es geschickt die verschiedenen Finanzzentren gegeneinander auszuspielen. Auch in Europa wird es nun auch landesspezifische Aufweichungen geben. Mit Sicherheit ist es richtig, dass man Regulierung und Aufsicht flexibel an die von Land zu Land verschiedenen Bankensysteme anpasst. Aber dies darf kein Wettlauf „nach unten“ mehr sein.

#### *Zum „Hebeln“ II*

Insbesondere darf man sich durch die Zahlen, die jetzt im Zusammenhang mit Basel III kursieren nicht in die Irre führen lassen. So wird von einem Kernkapitalanteil von 7% oder gar für die sogenannten „systemischen Banken“ von 10% gesprochen. Und von einem sogenannten Tier 1 Kapital von 8.5%.

Dabei muss berücksichtigt werden, dass zu diesem Kapital eine Reihe von Finanzierungsmitteln dazu gerechnet wird, die eben kein Eigenkapital im engeren Sinne sind. Weitaus erheblicher ist allerdings, dass sich diese Prozentwerte eben auf die risikogewichteten Bilanzwerte beziehen. Gehen hier in Zukunft Staatsanleihen immer noch mit null Prozent ein? Wie steht es mit anderen impliziten Verbindlichkeiten oder Garantien, wie etwa denen, die für die bereits besprochenen Zweckgesellschaften eingegangen wurden? Sollten diese gar nicht oder nur mit 8% eingehen?

Es wird davor gewarnt die großen Geschäftsbanken in dieser Hinsicht stärker zu regulieren, da dann viele Aktivitäten in das sogenannte „Schattenbanksystem“ abwandern würden. Dies kann ich nicht nachvollziehen. Mit Sicherheit ist die Vorstellung fatal, dass ein stabiles Privatkundengeschäft den richtigen Hintergrund für das volatile Eigenhandel- oder Investmentbankgeschäft abgibt. Das mag im eigenen Interesse der jeweiligen Bank sein, nicht aber im sozialen Interesse. Wenn daher riskantere Geschäfte außerhalb von Banken, die eine implizite Garantie durch den Steuerzahler haben, getätigt werden, so sollte man dies gutheißen. Die crux ist nur die folgende: Im Gegensatz zur letzten Krise muss eben verhindert werden, dass diese Banken dann indirekt an den Wetten beteiligt sind, etwa durch versteckte Garantien an die Zweckgesellschaften oder aber durch Kredite an

Hedgefonds. Die Eigenkapitalrendite wird dann natürlich etwas niedriger ausfallen als es mancher CEO gern hätte.

*Wieviel „Hebel“ soll es sein?*

Nochmals 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 steigt die Bereitschaft, Risiken einzugehen. Allerdings greifen alle Reformvorschläge zur Eigenkapitalregulierung viel zu kurz, wenn dadurch bezweckt wird, das System fit für einen Sturm wie den jetzigen zu machen.

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 Finanzkurses 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.

Nochmals: Abstrahieren wir von Steuern und staatlichen „bail-out“ Garantien, so gibt es zunächst – zumindest für am Kapitalmarkt aktive Banken – keinen Grund warum Eigenkapital teurer ist. Es stimmt, dass Eigenkapital eine höhere Rendite verlangt. Aber dies ist die Kompensation für das erhöhte Risiko, da Fremdkapital vorrangig bedient werden muss. Nimmt man nun zusätzlich vermeintlich billigeres Fremdkapital auf, so steigt nicht nur der nötige Zinssatz, auch die nötige Eigenkapitalrendite wird steigen. Denn das verbliebene Eigenkapital trägt nun ein noch größeres Risiko. Insgesamt ist das ein „Nullsummen-Spiel“. Dadurch wird kein Wert geschaffen. Es handelt sich lediglich um eine Umstrukturierung der Passivseite der Bilanz, womit zunächst einmal kein Wert geschaffen wird.

Wenn aber die Gläubiger wissen, dass sie im Falle einer drohenden Insolvenz, besonders bei einer Schieflage des ganzen Finanzsystems, vorrangig von Staatshilfe profitieren, dann wird Fremdkapital für Banken 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?

### *Die falschen Lehren?*

Was sind nun die richtigen und was sind die falschen Lehren aus der Finanzkrise? Die falsche Lehre wäre, dass nur „mehr von demselben“ benötigt würde um die nächste Krise zu vermeiden oder besser zu meistern: Ein noch feiner kalibriertes, noch komplexeres Regelwerk etwa. Ganz im Gegenteil: Es muss klar sein, dass sich auch die nächste systemische Krise auf dem „blinden Fleck“ des Risikomanagement abspielen wird. Um dafür vorzusorgen müssen genügend hohe Puffer geschaffen werden, eben durch eine hinreichend hohe Eigenkapitalausstattung.

Eine falsche Lehre ist es wenn man aus Basel 2 einfach ein Basel 2.1 machen will, beispielsweise durch ein undifferenziertes Festhalten an der Verwendung interner Risikomodelle oder aber von externen Ratings. Diese Ratings haben eben gerade nichts mit den systemischen Gefahren im Finanzsystem zu tun. Die Ratingagenturen ersetzen nicht die Aufsicht. Und die Aufsicht muss sich vor allem international bei der Ausgestaltung und Auslegung der neuen Regeln gleichsam gegenüber Einflussnahme durch die Finanzinstitute und gegenüber der Einflussnahme durch die Politik durchsetzen. Es ist fraglich ob hier in Deutschland bereits die richtigen Voraussetzungen geschaffen wurden

